

ÉTUDE DE DOSSIER

Cadre 2024

En 2024, l'euro a 25 ans. Lors de sa création, la monnaie unique s'est placée en deuxième position parmi les grandes monnaies internationales, derrière le dollar des États-Unis, mais loin devant les autres monnaies comme le yen japonais. Les perturbations de la mondialisation commerciale et financière, ainsi que les crises économiques et sanitaires de la dernière décennie, invitent à évaluer de nouveau le bilan bénéfices-risques de l'internationalisation de l'euro.

À partir des documents qui vous sont proposés, vous répondrez aux questions suivantes :

1. Quelles sont les principales monnaies utilisées dans le monde et quelle est la place de l'euro ?
2. Les billets en euros circulent-ils hors de la zone euro ? Pour quelles raisons ?
3. Quelles sont les raisons de promouvoir le rôle international de l'euro ? Quels sont les risques associés ?

Les questions sont indépendantes. Nous vous recommandons toutefois de les traiter dans l'ordre.

Il n'est pas nécessaire de recopier l'intitulé des questions.

Les réponses doivent être rédigées en langue française. Une attention particulière sera portée à la qualité de la rédaction.

LISTE DES DOCUMENTS JOINTS

1. **L'euro, 25 ans et toujours là**
www.lesechos.fr – 03/01/2024 – 1 page
2. **The Dollar Still Has Plenty of Swagger**
www.nytimes.com – 22/09/2023 – 3 pages
3. **L'euro comme actif complémentaire d'un système plus multilatéral**
www.banque-france.fr – 16/06/2023 – 3 pages
4. **Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction** (extrait)
<https://publications.banque-france.fr> – Bulletin économique de la BCE (2021) – 2 pages
5. **Moyens de paiement et monnaie fiduciaire** (extrait)
<https://publications.banque-france.fr> – Bulletin de la BDF (Septembre-Octobre 2022) – 1 page
6. **Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro ?** (extrait)
www.banque-france.fr – 24/06/2020 – 5 pages
7. **L'euro fête ses 25 ans : la valeur de l'unité dans un monde en mutation**
www.ecb.europa.eu – 30/12/2023 – 2 pages
8. **Système économique et financier européen : favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience** (extrait)
www.eur-lex.europa.eu – 19/01/2021 – 6 pages
9. **The International Role of the Euro and the Dollar** (extract)
www.atlanticcouncil.org – 09/2022 – 5 pages
10. **Does Javier Milei's dollarisation plan for Argentina make any economic sense?**
www.theguardian.com – 20/11/2023 – 2 pages

L'euro, 25 ans et toujours là

La monnaie de 350 millions d'Européens a surmonté les 4 crises qui auraient pu la tuer. Bravo. Mais elle reste un instrument technique, pas assez politique. Dommage.

Imaginez que personne n'ait souhaité votre 25^{ème} anniversaire ! Vous auriez trouvé cela triste et étrange et vous auriez eu raison. C'est ce qui arrive à l'euro, qui a passé ce cap dans la nuit du 31 décembre au 1^{er} janvier puisqu'il était devenu une monnaie à part entière en 1999 (l'euro fiduciaire est apparu 3 ans plus tard). Silence radio, hormis une tribune des responsables européens dans différents médias -dont Les Échos-.

Les plus optimistes diront que l'euro est toujours là, que ce n'était pas acquis quand on se souvient des pronostics des économistes anglo-saxons, et que cela vaut toutes les célébrations. C'est exact. La monnaie de 20 pays et 350 millions d'habitants a survécu aux quatre grandes crises qui auraient pu la tuer : la crise financière de 2008, celle des dettes souveraines et de la Grèce de 2010-2012, le Covid en 2020 puis l'inflation à partir de 2022.

Les « ratés » ou la « pleine santé » ?

Mais les plus sceptiques peuvent démontrer que ce projet historique n'a pas tenu ses promesses. Les économies de la zone euro n'ont pas convergé, c'était pourtant le pari initial. La BCE n'a pas empêché les prix de déraiser, s'éloignant de son mandat de limiter leur hausse à 2 % -mais, franchement, qui l'aurait pu- ? Enfin, le Royaume-Uni, la Suisse ou Copenhague ne se portent pas plus mal d'avoir gardé leur monnaie...

La lecture des Échos lors des anniversaires antérieurs montre que le bilan est partagé. « Les ratés d'une monnaie imparfaite », titrait ma consœur Catherine Chatignoux fin 2013, détaillant : « *Quinze ans après sa création, le bilan est décevant. Mais des défauts originels ont été corrigés, ce qui lui dessine un avenir* ». Plus tard, Karl de Meyer a vu, lui, un euro fêtant ses 20 ans « en pleine santé » résistant à la pandémie.

Réécouter Delors

Aujourd'hui, l'on peut dire avec certitude que l'inflation ne serait pas redescendue aussi vite et de façon ordonnée sans l'existence de la banque centrale présidée par Christine Lagarde. Chaque pays aurait filé sur sa pente naturelle, acceptant plus ou moins de hausse des prix et de jouer sur l'évolution du cours de sa monnaie. Les plans de relance communs (financés collectivement) n'auraient tout simplement pas non plus existé.

Le fond de l'affaire est pourtant ailleurs. « *L'Union économique et monétaire est très monétaire et pas très économique* », répétait souvent Jacques Delors, l'ancien président de la Commission européenne à qui un hommage national sera rendu ce vendredi. On peut ajouter que cette union n'est pas politique et que c'est toute sa limite, particulièrement dans un moment où la géopolitique fait l'économie.

Bref, l'euro est resté un instrument, pas un levier de puissance -parce que les pays qui l'ont adopté ne considèrent pas que leur ensemble ait une vocation politique (sauf le cas de la crise grecque)- ils raisonnent à Vingt-Sept.

Dominique Seux

The Dollar Still Has Plenty of Swagger

The U.S. currency has been on a tear, and the Fed's decision to keep interest rates steady is likely to keep the dollar "higher for longer," our columnist says.

Bet against the dollar at your peril.

After the dollar's sharp rally since July, it may be tempting to do so. Earlier this year, before the rebound, spot currency traders made good money wagering that the dollar would decline from the 20-year highs it reached in 2022. And while the dollar dominates world trade, a host of nations, including China and Russia, are maneuvering to unseat it.

At the same time, political conflicts in the United States — like the debt-ceiling brinkmanship in the spring and subsequent credit downgrade, and the current risk of a government shutdown — have threatened to dim the dollar's luster.

But the Federal Reserve's decision on Wednesday to hold rates at an elevated level is likely to buttress the dollar in foreign exchange markets.

Still, an underlying truth abides: The dollar remains the linchpin of the global economy. It is the currency around which nearly all others revolve, the world's haven in times of trouble — even when that trouble emanates from the United States itself.

What's more, the relative vigor of the U.S. economy and the Fed's tight monetary policy have been pushing up the value of the dollar against most other currencies. Since July, the U.S. Dollar Index, which tracks the greenback against six other important currencies, has risen more than 5 percent.

While it's down from last October's peak, it remains more than 40 percent higher than in 2011. Against the Japanese yen and the Chinese renminbi, the dollar has been strong enough to warrant discussion of government currency intervention in Asia to reduce the foreign exchange disparities.

The Fed and the Dollar

"Higher for longer" is a Wall Street summary of the Fed's interest rate policy, and it is apt. Fed projections released on Wednesday suggested that to bring inflation down to its target of 2 percent, the Fed may need to move the federal funds rate up to 5.625 percent from the current range of 5.25 to 5.5 percent by the end of this year, and to hold rates above 5 percent in 2024.

In a news conference on Wednesday, Jerome H. Powell, the Fed chair, said that the Fed would remain "data dependent" in making its decisions, but that until inflation came down, it would do whatever it took.

"If the economy comes in stronger than expected, that just means we will have to do more in terms of monetary policy to get back to 2 percent," he said.

Higher for longer may well apply to the dollar, too.

Because U.S. interest rates are significantly higher than those of most major countries, and the economy is growing more robustly, U.S. securities have been pulling in money, in turn bolstering the dollar's value

In many ways, the Fed is “the central banker to the world,” said Kathy Jones, chief fixed-income strategist at the Schwab Center for Financial Research, in an interview. Its decisions cascade throughout foreign exchange markets, affecting the economies of a great many nations.

For the American government, the dollar's central role in global finance pays immense dividends. U.S. national debt has reached \$33 trillion, a mind-boggling number that is adding fuel to the fight in Congress over government spending. But fiscal issues in the United States would be much more complicated without the dollar's global primacy.

The Federal Reserve has the ability to create money that is accepted universally, and the Treasury can issue dollar-denominated debt that is in high demand in world markets. This gives the government extraordinary fiscal flexibility. U.S. sway in world affairs would be constrained if it did not possess this special financial power.

Headwinds and Tailwinds

For American consumers, the highly valued dollar reduces inflation, enabling the purchase of imported goods at lower prices. And for canny travelers, it can mean cheaper and better meals and hotel rooms in countries whose currencies have declined against the dollar.

For American multinational businesses, the highly valued dollar is a mixed blessing, with some corporate divisions benefiting and others hurting.

Scores of U.S. business executives have bemoaned what they call revenue “headwinds” unleashed by the dollar's strength, which saps foreign profits when converted into American currency and can lead to higher prices for their products abroad. This was a major theme of corporate earnings calls with Wall Street analysts in 2022 and early this year.

The highly valued dollar remains a problem for multinational companies. In Apple's August earnings call, for example, Tim Cook, the chief executive, said that while the company had done extremely well over all, it continued “to face an uneven macroeconomic environment, including nearly four percentage points of foreign exchange headwinds.” In July, Andre Schulten, chief financial officer of Procter & Gamble, said, “Foreign exchange rates continue to be a headwind, and based on current rates, we now expect a \$400 million after-tax impact.”

But many companies have learned to hedge against the dollar's strength, which in 2023 is no longer as clear and powerful a tailwind for U.S. companies focused on the domestic market, and a detriment for internationally focused businesses, as it was last year. A review by Bespoke Investment Group of U.S. companies' recent stock performance, based on the extent of their foreign revenue exposure, produced inconclusive results. Individual strategy matters more for a company's revenue stream than the movements of the dollar.

Global Ripples

Oil and the dollar have had a close and contentious relationship. During the 1970s oil shocks, prices soared and vast sums of money flowed from oil-consuming countries like the United States to oil producers like Saudi Arabia — and back to the United States as

investments. Leonard Silk, a New York Times financial columnist, fretted that the flow of these “petrodollars” might destroy the global financial system.

That didn’t quite happen, but for many years, higher oil prices contributed to high inflation and slower economic output — stagflation — in the United States. The flow of petrodollars enhanced the international status of the dollar while reducing its value in foreign exchange markets. For decades, when oil prices rose, the dollar tended to decline.

But in a major shift that dates roughly to the start of Russia’s war in Ukraine early in 2022, oil prices and the dollar have been moving in tandem. That is an important finding of an April study by the Bank for International Settlements, the “bank for central banks.”

If the change in this relationship holds up, the latest surge in energy prices won’t hurt the dollar, and may help it. Establishing the reasons isn’t easy. They may partly be that fossil fuel energy is far less important to the economy than it was 50 years ago, even if rising gasoline prices are painful for consumers and irksome in the Fed’s fight to tame inflation.

But mainly, I suspect, the reason is that thanks to increased production of oil and natural gas at its shale fields, the United States since 2019 has become a net exporter of energy. If anything, then, energy revenues are boosting the dollar, not impairing its value.

For countries that are net energy importers, however, this is a double whammy. Oil is customarily priced in dollars, and converting most currencies to dollars is costly.

Low-income emerging-market countries that are commodity importers are particularly vulnerable, the International Monetary Fund has found. If the United States enjoys an exalted status in global markets, thanks to the strength of the dollar and of U.S. Treasuries, a host of countries come under heightened stress when the dollar soars. Countries like Ghana, Sri Lanka, Egypt and Pakistan have already had trouble managing their debt.

There are always exceptions to these trends. The Mexican peso, Colombian peso and Brazilian real have all been strong performers against the dollar this year — partly making up for earlier declines.

For U.S. investors, ignoring these issues and simply focusing on U.S. securities has been a successful strategy in recent decades. But it is reasonable to assume that international stocks and bonds will outperform U.S. securities at some point, and that the dollar’s value will fluctuate. Broad international diversification through global stock and bond index funds is a prudent approach.

But one thing I would not suggest is making a big bet against the dollar.

“I don’t see any currency that can replace it,” Ms. Jones of Schwab said, “and it has held its value for a very long time.”

Even periodic crises in Washington have failed to dislodge global confidence in the dollar. A new test is underway in the congressional battle over federal spending. But it’s in the U.S. government’s interest to maintain the dollar’s special status.

Jeff Sommer

L'euro comme actif complémentaire d'un système plus multilatéral

Conférence « L'internationalisation de l'euro et création de l'Union des Marchés de Capitaux de l'UE » - Paris, 16 juin 2023

Discours de François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France

Mesdames, Messieurs,

C'est un grand plaisir d'être avec vous aujourd'hui pour cette conférence sur l'internationalisation de l'euro et la création de l'Union des marchés de capitaux de l'UE.

Je remercie chaleureusement l'Association Internationale Robert Triffin (RTI) et la Ligue Européenne de Coopération Économique, et plus particulièrement Bernard Snoy, pour leur invitation. Je commencerai par évoquer les décisions de politique monétaire qui ont été prises hier en Conseil des gouverneurs (I), avant d'en venir au cœur du sujet de la conférence d'aujourd'hui. Des forces puissantes poussent vers plus de diversification au sein du système monétaire international (II). L'euro doit désormais jouer pleinement son rôle international, afin de s'affirmer comme ancre complémentaire vers la « frontière créatrice » que constituerait un jour un SMI réellement multilatéral (III).

I Politique monétaire

Nous avons décidé hier un relèvement de 25 points de base, dans la lignée du rythme plus lent adopté début mai. Et nos futures décisions seront fondées sur les données, réunion par réunion. Par conséquent, personne ne doit tirer de conclusion prématurée quant à notre calendrier ni quant à notre taux terminal, et la récente volatilité de marché semble quelque peu excessive. Permettez-moi de souligner deux éléments en ce sens :

- Nos décisions sont fondées sur les données, non sur les prévisions. Et les données récentes montrent que même si nous sommes, à l'évidence, encore loin de la cible d'inflation, notre politique monétaire est à l'œuvre, et fonctionne : l'inflation a atteint un pic dans la zone euro, l'inflation sous-jacente a diminué pour le deuxième mois consécutif, et nous constatons plusieurs autres signes d'une atténuation des tensions sous-jacentes sur les prix. Selon les prévisions d'inflation publiées hier, qui sont relativement prudentes, l'inflation devrait s'établir à 3 % dans la zone euro à la fin de l'année, et à 2 % d'ici 2025 : nous sommes confiants, nous atteindrons notre cible d'inflation dans les deux prochaines années.
- Nous avons déjà montré notre détermination en ce qui concerne les taux d'intérêt au travers de cette hausse globale de 400 points de base. Nous avons de toute évidence parcouru la majeure partie du chemin et nous nous situons clairement en territoire restrictif sur l'ensemble des maturités : le point essentiel à présent est la transmission de nos décisions monétaires passées, qui se répercutent de manière vigoureuse aux conditions financières, mais dont les effets économiques pourraient prendre jusqu'à deux ans pour se faire pleinement sentir. Ainsi, la durée importe plus que le niveau ; la persistance importe plus que le pic.

II Des forces qui poussent vers plus de diversification dans le SMI

Malgré la fin du système de Bretton Woods dans les années 1970, le dollar américain joue un rôle prépondérant dans le SMI. Néanmoins, la baisse progressive de sa part dans les réserves de change mondiales, enclenchée depuis le milieu des années 2010, s'est accélérée depuis 2020, et on assiste à un renouveau du débat sur le maintien du dollar comme ancre du système monétaire international (SMI).

Ne soyons pas naïfs : des forces géopolitiques sont puissamment à l'œuvre, a fortiori depuis l'invasion russe de l'Ukraine début 2022. La Chine, deuxième économie mondiale, exprime depuis plusieurs années sa volonté d'internationaliser le renminbi, qui trouve déjà une concrétisation dans ses échanges commerciaux et qui pourrait s'accélérer ces prochaines années. En particulier, la transition climatique va nous conduire à diminuer notre consommation d'énergies fossiles et à accroître considérablement celle des matériaux permettant de générer des énergies plus propres. Par conséquent, nous devrions assister à une reconfiguration profonde des équilibres commerciaux et financiers internationaux et donc, potentiellement, des rapports de force entre les monnaies. La Chine s'est par exemple positionnée sur des points clés des chaînes d'approvisionnement, et représente une part très dominante, voire hégémonique, sur certains produits finis.

On observe ainsi une montée en puissance de l'utilisation de la devise chinoise : 7% des transactions sur les marchés de change comportaient une jambe en renminbi en 2022, soit un doublement par rapport à 2019, notamment grâce aux centres *offshore* créés depuis 2010. La Chine joue aussi un rôle majeur de bailleur bilatéral -avec des encours estimés à plus de 350 milliards de dollars, soit davantage que la Banque Mondiale-, et même dans certains cas de prêteur en dernier ressort, en dehors du cadre du Fonds monétaire international (FMI) et de toute règle collective. La part du renminbi devrait néanmoins rester minoritaire, même à moyen terme : son internationalisation sera structurellement freinée par une convertibilité très limitée.

Plus largement, les BRICS -le Brésil du Président Lula en tête- affichent leur volonté de dédollarisation, voire d'une monnaie commune. Utopie ? Les Européens, alors même qu'ils avaient des fondations partagées, savent mieux que personne le long travail d'accouchement que supposerait une monnaie unique. Reste que ces prémices politiques appellent la vigilance, parce qu'ils conduiraient à la fragmentation plus qu'à la diversification monétaire, mais aussi parce qu'ils entrent en résonance avec d'autres arguments plus économiques.

D'autres forces de plus court terme sont à l'œuvre. L'offre d'actifs sûrs mondiaux en dollars est fonction de la capacité budgétaire des États-Unis, alors que la demande pour ces actifs est vouée à croître. Or, la crise récurrente, et cette année particulièrement aigüe, sur le plafond de la dette aux États-Unis peut être de nature à éroder la confiance des investisseurs internationaux dans les actifs libellés en dollars, rendant le dilemme de Triffin plus actuel que jamais. Par ailleurs, la lutte contre l'inflation aux États-Unis a conduit la Fed à relever rapidement ses taux depuis 2022, ce qui a des conséquences potentiellement difficiles sur la stabilité financière des pays -nombreux- qui dépendent de fait du dollar.

Toutes ces forces pourraient conduire à modifier certains équilibres du système monétaire international actuel. Certes, malgré son érosion progressive d'environ 65% à 58% entre 2016 et 2022, la part du dollar devrait rester majoritaire à moyen et long terme. Néanmoins, de nombreuses monnaies, dont outre l'euro, les dollars canadien et australien, sont d'ores et déjà davantage utilisées comme actif de réserve. Une dynamique collective semble donc enclenchée vers un système financier international plus multipolaire. Toutefois, un (non) système confrontationnel, ou une fragmentation désordonnée, n'amènerait qu'instabilité et inefficience. Pour accroître la confiance monétaire, il faut aussi conserver certaines vertus du SMI actuel : stable, fondé sur des règles collectives, axé sur les marchés, et qui offre des actifs sûrs largement acceptés.

III L'euro comme actif complémentaire d'un SMI davantage multilatéral

Nous, Européens, devons être actifs et engagés dans ce qui dépend de nous : l'euro devrait jouer un rôle international plus important. Il est d'ores et déjà la deuxième monnaie la plus utilisée dans le monde, mais sa part actuelle, d'environ 20% selon la plupart des mesures, ne reflète pas son potentiel. Emblématique des qualités du SMI souhaitable, c'est la monnaie d'une juridiction dotée d'institutions démocratiques solides et stables, dont les banques centrales sont indépendantes, et qui repose sur l'état de droit et des marchés financiers profonds. Il est soutenu par un *soft power* fondé sur le respect des

règles internationales, le multilatéralisme et l'ouverture. L'euro est également au centre de vastes liens commerciaux internationaux. Il peut désormais se targuer d'un bilan solide de bientôt 25 ans, qui en fait un complément crédible du dollar en tant qu'actif sûr. Reste objectivement un défi : certains peuvent considérer que l'euro serait devenu une sorte de « proxy » géopolitique du dollar depuis que l'Europe a -pour d'excellentes raisons- décidé de participer aux sanctions contre la Russie. Pour ma part, je constate que l'euro et le dollar continuent, à raison, d'être perçus par les investisseurs comme deux monnaies bien distinctes.

Pour s'affirmer mieux encore comme l'une des ancrs du SMI, l'euro doit bénéficier d'un soutien que la Commission a commencé à apporter à travers notamment des mesures de relance par les marchés de capitaux. Ce soutien doit à mon sens désormais être relayé par la BCE et nous tous, Banques centrales de l'Eurosystème. Depuis l'introduction de l'euro, l'Eurosystème a adopté une position de neutralité concernant le développement du rôle international de l'euro. Ce rôle ne fait certes pas partie des objectifs du Traité : l'euro a en effet été créé à des fins internes, et non en premier lieu pour jouer le rôle de monnaie internationale. Mais les craintes exprimées à l'époque d'une potentielle perte de contrôle sur la politique monétaire ne sont plus fondées ; un renforcement du rôle international de l'euro serait même désormais associé à une plus grande autonomie, et à un impact réduit des chocs de taux de change sur l'inflation.

Parmi les leviers d'action principaux figure une offre accrue d'actifs sûrs libellés en euro. Le lancement en 2021 du programme *Next Generation EU* (NGEU) va permettre de lever 800 milliards d'euros. Surtout, l'approche unifiée pour le financement des emprunts de l'UE, mise en place par la Commission depuis 2023 permet d'émettre des obligations sous l'appellation unique « obligations de l'UE », ce qui a pour intérêt d'éviter la fragmentation et de renforcer la liquidité des émissions. Mais je crois nécessaire d'aller plus loin, en visant un rapprochement des émissions de la Commission, du Mécanisme européen de stabilité (MES) et peut-être de la Banque européenne d'investissement : le gisement total serait alors de 1100 milliards d'euros. Il faut également accélérer la mise en œuvre de l'Union des marchés de capitaux (UMC), décisive pour mieux allouer les capitaux au sein de la zone euro : cette priorité interne d'intégration sert aussi le rôle externe de l'euro.

Ces premières étapes, réalistes, sont aujourd'hui la seule avancée accessible. Elles ne doivent pas nous faire oublier la « frontière créatrice » que constituerait un système financier réellement multilatéral. L'objectif reste à terme de conduire le FMI à devenir un prêteur en dernier ressort plus universel, accessible et agile. Ceci demanderait une évolution du rôle et de la capacité financière du FMI dans le filet de sécurité financier mondial, afin de mieux refléter les nouveaux équilibres économiques mondiaux et éviter que certains pays sous-représentés ne soient tentés de prendre ou poursuivre des routes plus unilatérales.

Permettez-moi pour conclure une réflexion plus large : l'Europe est souvent née de motifs internes -la prospérité, et la paix entre ses membres-, qu'elle a ensuite été conduite à « internationaliser », pour s'affirmer progressivement comme une puissance de diplomatie économique et commerciale, de sécurité... et potentiellement d'ancre monétaire. Nous Européens restons en cette matière souvent modestes et prudents, parfois à l'excès. Mais ce monde multipolaire a besoin de nouveaux savoir-faire multilatéraux... et qui mieux que nous Européens savons les faire naître et les faire vivre ? Oui, le monde de 2023 a besoin de l'Europe. Je vous remercie de votre attention.

Le paradoxe des billets : comprendre la demande d'espèces au-delà de l'utilisation à des fins de transaction

(...)

La circulation des billets en euros hors de la zone euro

Selon une récente étude approfondie ¹⁸ sur la demande extérieure de billets, entre 30 % et 50 % de la valeur des billets en euros étaient détenus à l'étranger en 2019 et cette part a augmenté ces dernières années. En décembre 2019, le total cumulé (net) des billets en euros expédiés vers et en provenance de la zone euro par les canaux bancaires ne représentait que 13 % de la circulation totale en valeur des billets. Toutefois, l'étude précise qu'il existe plusieurs canaux par lesquels les billets peuvent circuler à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro, tels que les transferts de fonds non enregistrés ou le tourisme. C'est pourquoi plusieurs approches indirectes ont été utilisées pour étudier plus précisément ce sujet. Selon une méthode élaborée par la BCE, en 2019, environ 30 % de la valeur totale des billets en circulation étaient détenus à l'étranger ¹⁹. Cette part atteint 50 % pour la même année en utilisant la méthode saisonnière (estimations pour 2018) et la méthode fondée sur l'âge des billets (estimations pour 2019). Ces deux méthodes comparent certaines caractéristiques (comme la saisonnalité ou la durée de vie des billets) de la population de billets en euros à d'autres populations de billets de pays de référence, par ailleurs comparables ²⁰. Il est intéressant de noter que la méthode de la BCE et la méthode saisonnière ²¹ indiquent toutes deux que cette part a augmenté au fil des ans (d'environ 20 % en 2008 à environ 30 % en 2018 et de plus de 35 % en 2008 à plus de 50 % en 2018, respectivement). La grande amplitude des fourchettes résultant des différentes méthodes reflète la complexité de l'estimation de la taille de la composante de la demande étrangère de billets en euros. Comme expliqué en lien avec les approches indirectes utilisées dans la section 2, la fiabilité de ces méthodes dépend de nombreuses hypothèses, de sorte que les résultats doivent être pris avec un certain degré de prudence.

De nombreuses raisons expliquent pourquoi, dans les économies en développement et en transition, il existe une forte demande d'espèces nationales en général et de devises fortes en particulier ²². La littérature attribue normalement l'utilisation élevée des espèces dans les pays en développement et les pays en transition à la fois à des problèmes liés à l'offre (tels que le sous-développement des infrastructures de paiement et le manque d'accès à des solutions d'épargne alternatives fiables) ainsi qu'à des facteurs liés à la demande

¹⁸ Lalouette (L.), Zamora-Pérez (A.), Rusu (C.), Bartzsch (N.), Politronacci (E.), Delmas (M.), Rua (A.), Brandi (M.), et Naksi (M.), « *Foreign demand for euro banknotes* », *Occasional Paper Series*, n° 253, BCE, Francfort-sur-le-Main, 2021.

¹⁹ Cf. « *Estimation of euro currency in circulation outside the euro area* », BCE, avril 2017.

²⁰ Dans l'étude, les références choisies sont le dollar canadien pour la méthode saisonnière et la couronne danoise pour la méthode de l'âge des billets. Pour plus d'informations sur les deux méthodes, cf. Lalouette (L.) *et al.*, *op. cit.*, 2021.

²¹ L'âge des billets ne fournit qu'une estimation pour 2019 en raison de l'indisponibilité des données.

²² Une revue de la littérature est disponible dans Lalouette (L.) *et al.*, *op. cit.*, 2021.

(manque de confiance dans les banques, habitudes profondément ancrées ou perceptions défavorables à l'égard des paiements électroniques). S'agissant de l'utilisation du dollar en dehors des États-Unis, il a été constaté que certains des facteurs ayant une influence sur sa demande étrangère sont l'inflation élevée sur longue période dans ces pays, la taille du marché intérieur, l'incertitude économique mondiale et locale et l'utilisation antérieure du dollar. Les résultats récents d'une enquête menée régulièrement par l'Österreichische Nationalbank (OeNB) fournissent également des informations précieuses sur les déterminants de la demande de billets en euros, bien qu'elle se limite aux économies d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est. Parmi ces facteurs déterminants figurent une confiance limitée dans les systèmes financiers locaux et dans la monnaie locale, des préférences individuelles plus fortes pour les espèces ou des anticipations d'une adoption future de l'euro.

Un modèle macroéconométrique de la demande de billets en euros et des analyses quantitatives et qualitatives des déterminants des transferts nets de billets en euros montrent que la plupart des facteurs locaux (provenant des pays demandeurs de billets) ont une incidence sur la demande étrangère ²³.

Des approches différentes indiquent que l'activité économique locale des pays étrangers a une incidence sur la demande globale de billets en euros ; de plus, l'inflation locale, le chômage local et le taux de change nominal EUR/USD ont une incidence sur les transferts nets de billets en euros. Cette incidence semble attribuable principalement aux billets de banque de valeur faciale moyenne et élevée. En particulier, outre la demande d'actifs à titre de réserve de valeur et de valeur refuge, le tourisme semble être le principal facteur influençant la demande dans certaines régions (Amériques, Moyen-Orient, Asie et pays occidentaux non membres de l'UE).

L'utilisation des billets en euros comme réserve de valeur au niveau domestique

Selon les estimations, entre 27,5 % et 50 % de la valeur de la circulation des billets étaient thésaurisés dans la zone euro en 2019, ce qui signifie que les réserves en espèces par adulte (des citoyens de la zone euro ainsi que des banques et des entreprises) sont comprises entre 1 270 euros et 2 310 euros.

En ayant recours aux estimations, 20 % environ de la circulation en valeur ont été utilisés pour les opérations de paiement domestiques et entre 30 % et 50 % étaient détenus à l'étranger, ce qui signifie qu'en 2019, entre 27,5 % et 50 % étaient utilisés à des fins de réserve de valeur dans la zone euro ²⁴. Cela signifie que le montant des réserves en espèces par adulte était compris entre 1 270 euros et 2 310 euros. Il convient de souligner que ce montant par adulte inclut les avoirs des particuliers, mais également les espèces détenues par les institutions financières monétaires (IFM) et les entreprises de la zone euro. Cette ventilation par secteurs n'a pas encore été évaluée jusqu'à présent.

²³ Ibid.

²⁴ Ces chiffres sont calculés comme une valeur résiduelle des estimations précédentes des autres composantes et l'amplitude des intervalles reflète l'incertitude entourant les calculs précédents.

(...)



(...)

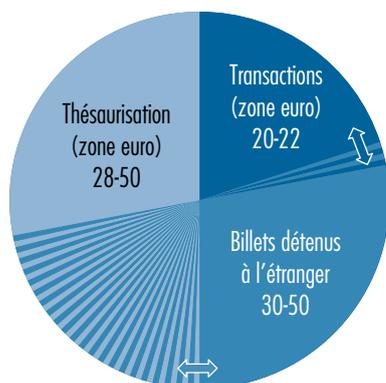
La situation paraît en effet paradoxale car les émissions nettes, qui reflètent la demande globale de monnaie, augmentent alors que les flux annuels, qui, eux, rendent surtout compte de l'usage de la monnaie comme moyen de paiement, diminuent. Les flux aux guichets de la Banque de France se situaient autour de 4 milliards de billets en 2021, tandis que le stock d'émissions nettes s'élevait à 7 milliards de billets. Pourquoi le public demande-t-il de plus en plus de billets alors que leur usage comme moyen de paiement s'inscrit sur une tendance à la baisse ?

Ce paradoxe s'explique si l'on considère que les motivations pour détenir des espèces varient et ne renvoient pas seulement à l'usage de la monnaie comme moyen de paiement. Dans ce cas, la hausse de la demande peut traduire le renforcement des autres motifs de détention de la monnaie. Un article récent de la Banque centrale européenne – BCE (Zamora-Pérez, 2021) analyse les différents motifs d'acquisition et de détention de billets afin d'estimer leurs parts respectives dans le stock de monnaie en circulation. Il apparaît que, juste avant la crise sanitaire, sur 100 euros « en circulation » dans, ou hors de la zone euro, environ 20 euros seulement servaient à des transactions courantes au sein de la zone euro. Le reste se partageait de façon équitable entre une thésaurisation au sein de la zone euro, et une détention en dehors de la zone euro, soit une « exportation » nette de billets qui pouvaient servir à aussi de réserve de valeur (cf. graphique 4).

L'essor de la détention de billets en euros en dehors de la zone euro s'est confirmé au fil des vingt dernières années. Ce phénomène contribue à l'affirmation du rôle international de l'euro et confirme son succès en tant que devise de rang mondial. L'euro apparaît de manière claire comme la deuxième monnaie, après le dollar et avant le yen, en nombre de billets en circulation, que ce soit en volume ou en valeur (cf. graphique 5). Cette situation n'était pas acquise dans les années 2000, mais elle s'est progressivement affirmée dans les années 2010. La comparaison des émissions nettes en francs puis en euros, en France depuis 1980, met en évidence un changement net de dynamique (cf. graphique 6 *infra*). La croissance du nombre de billets en circulation a été beaucoup plus importante avec l'euro qu'avec le franc et, depuis vingt ans, n'a cessé de s'amplifier. Cette évolution caractérise le changement de paradigme dans l'usage de l'euro fiduciaire, en France comme dans le reste de la zone euro. Ces tendances et, en particulier, le déclin de l'usage transactionnel, constituent également un défi pour la filière fiduciaire qui doit s'adapter à ce nouveau contexte. À cette fin, la Banque de France collabore étroitement avec les acteurs du secteur dans le cadre d'une stratégie nationale, la Politique nationale de gestion des espèces (PNGE), déclinée en cinq axes : l'acceptation des espèces, l'accès aux espèces, la qualité des espèces, la robustesse de la filière fiduciaire et son efficacité (économique et environnementale).

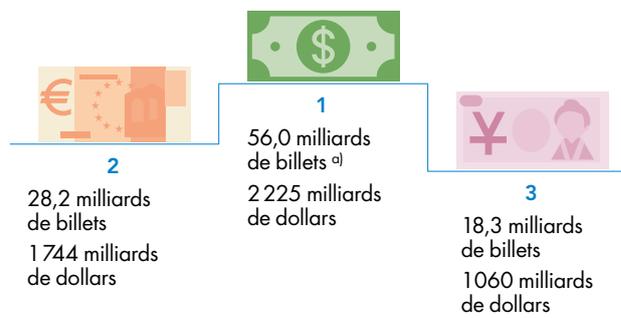
G4 Estimation des composantes de la circulation des billets en euros en valeur

(en %)



Source : Zamora-Pérez (2021).

G5 Classement des trois principales devises mondiales



a) Donnée estimée par la Banque de France.

Note : Données arrêtées à fin 2021.

Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale des États-Unis et Banque du Japon.

(...)



(...)

La politique de neutralité des premiers temps de l'euro impliquait que la Banque centrale européenne (BCE) ne freinerait ni n'encouragerait le rôle international de l'euro¹. Elle avait été adoptée après un examen des coûts et des avantages de l'internationalisation de l'euro. Depuis ce premier examen, le contexte géopolitique et institutionnel, avec notamment le recul du multilatéralisme, et économique, avec la mondialisation, a évolué, modifiant le bilan coûts-avantages de l'internationalisation de l'euro.

Tout d'abord, la mondialisation a pris la forme d'une augmentation non seulement des échanges de biens et services, mais également des flux de capitaux. Pour des économies ouvertes commercialement et financièrement comme celles de la zone euro, cela accroît l'intérêt de se protéger contre les fluctuations des prix des importations et de garantir un financement extérieur stable. À supposer que la crise sanitaire en cours ne modifie pas les conceptions antérieures, ce que personne ne peut dire à ce jour, l'ouverture commerciale croissante rend par ailleurs l'économie de la zone euro de plus en plus sensible à la conjoncture dans le reste du monde.

La mondialisation s'est aussi traduite par une concentration des canaux d'échanges, ce qu'illustre le rôle des quelques grands réseaux de cartes bancaires dans les paiements de détail ou encore de SWIFT dans la messagerie des règlements interbancaires. Cela renforce les capacités de contrôle des échanges et des flux financiers par le pays qui se trouve au cœur du système monétaire international. Plus récemment, les géants du numérique ont multiplié les initiatives visant à promouvoir l'utilisation de moyens de paiement – parfois qualifiées de « *stablecoins* », mais s'apparentant en fait à des crypto-actifs, s'appuyant sur l'effet de réseau mondial de leurs plateformes digitales.

Il est donc légitime aujourd'hui de se reposer la question de la place de l'euro dans le système monétaire international (SMI). Cet article fait ainsi le point à la fois sur l'intérêt de développer le rôle international de l'euro et sur les politiques qui favoriseraient ce développement.

1. Pourquoi développer le rôle international de l'euro ?

Renforcer le rôle international de l'euro permettra d'atténuer les effets indésirables de la domination d'une seule monnaie

L'utilisation du dollar américain par les entreprises, les émetteurs de dette et les investisseurs sert aujourd'hui leurs intérêts, puisque cette concentration sur une seule monnaie réduit leurs coûts de financement et leurs risques de change. Elle permet aux entreprises de facturer et de régler leurs transactions en limitant les coûts liés au change, soit parce que leurs recettes et leurs dépenses sont en dollar, soit parce que le financement en dollar est particulièrement développé et son rôle central sur le marché des changes. Le dollar permet aux investisseurs de bénéficier de marchés financiers profonds et liquides sur une large gamme de titres. Il permet aux émetteurs de dette d'attirer les investisseurs en leur évitant le risque de change, soit parce que leurs passifs sont également en dollar, soit parce qu'il existe un marché de couverture développé en dollar. Ces puissants effets de réseau créent une inertie dans le choix des devises.

Néanmoins, cette concentration des transactions et des investissements sur une seule monnaie génère également des effets indésirables pour la stabilité financière, la profondeur de marché et le commerce mondial.

En matière de stabilité financière, les perturbations sur les marchés financiers américains ont des effets démultipliés sur l'économie mondiale. Ce risque est d'autant plus fort que l'afflux de capitaux vers le système financier américain peut justement générer des bulles sur les prix d'actifs² et que les investisseurs étrangers peuvent avoir une connaissance moins fine des placements américains que les investisseurs nationaux.

En termes de profondeur de marché, la fourniture d'actifs sûrs par un seul pays, principalement constitués de titres du Trésor américain, est insuffisante pour satisfaire la demande, ce qui pèse sur le taux d'intérêt sans risque. Ainsi, la forte demande d'actifs sûrs place les États-Unis

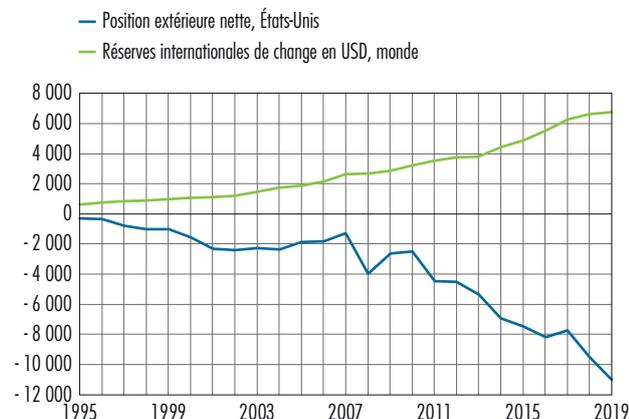
1 Voir Genre (V.), Lecat (R.) et Marsili (C.), « L'euro dans l'histoire du système monétaire international », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/6, mai-juin 2020.

2 Bernanke, 2005 ; Shin, 2012. Pour un débat sur ce thème, voir Borio et Disyatat (2011).



G1 Le nouveau dilemme de Triffin : position extérieure des États-Unis et réserves internationales de change

(en milliards de dollars)



Source : FMI (statistiques de balance des paiements, base de données COFER).

face à un nouveau « dilemme de Triffin ³ » : pour satisfaire cette demande, croissante avec notamment l'accumulation de réserves par les économies émergentes, ils doivent émettre toujours plus de titres d'État et donc gonfler leur déficit public, ce qui fragilise la soutenabilité de leur dette et de leur position extérieure (cf. graphique 1). L'existence d'actifs sûrs émis par un pays autre que les États-Unis bénéficierait de ce point de vue au fonctionnement du SMI (Farhi *et al.*, 2011 ; Eichengreen *et al.*, 2018).

En ce qui concerne le commerce mondial, libeller les prix en dollar, y compris lorsque la transaction n'implique pas les États-Unis, conduit à des risques de volatilité. En effet, quand le dollar s'apprécie contre toutes les monnaies, le prix des importations libellées en dollar augmente et la demande baisse, ce qui peut entraîner un ralentissement de l'ensemble du commerce mondial (Gopinath *et al.*, 2020). Cela est d'autant plus problématique que les périodes de crise mondiale et de repli des investisseurs vers une valeur sûre donnent lieu à une appréciation générale du dollar, ce qui aggrave le repli du commerce mondial et la crise.

S'agissant enfin des risques de marché, la concentration des émissions en dollar, compte tenu des préférences

des investisseurs, conduit à une forte vulnérabilité des pays émergents aux fluctuations d'une seule monnaie. L'appréciation du dollar renchérit en effet le service de la dette libellée dans cette devise et peut conduire au défaut.

Dans le domaine diplomatique, les États-Unis ont utilisé de façon croissante la position du dollar dans les systèmes de paiement ou sur les marchés financiers comme instrument de leur politique étrangère, comme le montre l'extra-territorialité des sanctions contre l'Iran et des règles de conformité imposées aux entreprises multinationales.

Ces effets résultent de la concentration des transactions et des investissements sur une seule monnaie, le dollar. L'euro est la seule monnaie actuellement à offrir une possibilité de diversification, combinant profondeur suffisante et ouverture, à la fois commerciale et financière (cf. section 2).

Le développement du rôle international de l'euro : une analyse des coûts et avantages pour la zone euro

La création de l'euro ne visait pas à constituer une monnaie rivale du dollar, mais à compléter le marché unique européen et à éviter les turbulences financières générées par les dévaluations des monnaies européennes. Cependant, la question du développement du rôle international de l'euro s'est posée dès le lancement de la monnaie unique : à la tentation de promouvoir ce rôle s'est opposée la crainte d'interférer avec les mécanismes de marché et des conséquences potentiellement négatives d'une telle évolution. En particulier, l'expérience de l'Allemagne après la fin du système de Bretton Woods (qui s'était accompagnée d'une appréciation du deutsche mark) avait inquiété les autorités allemandes. La BCE a donc adopté dès 1999 une attitude neutre, exprimée par son premier président Wim Duisenberg ⁴.

Ce développement donne lieu à la fois à des avantages et à des coûts pour la zone euro, dont la mesure est souvent entourée d'une incertitude substantielle. Nous explorons deux aspects du rôle international de

³ Cf. le dilemme de Triffin dans l'article « L'euro dans l'histoire du système monétaire international » de ce *Bulletin*.

⁴ Voir Eichengreen *et al.* (2018), p. 172-173, pour un résumé de ce débat.



l'euro : comme monnaie de facturation dans le commerce international et comme monnaie d'échange dans les flux internationaux de capitaux. Une extension du rôle international de l'euro comme monnaie de facturation apporterait plus de stabilité des prix et protégerait ainsi les citoyens et les entreprises des fluctuations excessives du change. En effet, les importations de biens et services libellées dans une monnaie étrangère induisent des fluctuations des prix en euro quand le cours de ces monnaies varie. L'exemple des matières premières (tel le pétrole) dont le cours est fixé en dollar illustre bien ce mécanisme : comme le prix d'un baril de pétrole est fixé au niveau mondial en dollar, une dépréciation de l'euro par rapport au dollar augmente le prix en euro payé par les importateurs dans la même proportion (on dit que le « *pass-through* » du taux de change aux prix des biens importés est complet). Pour les autres biens, le « *pass-through* » n'est pas complet car les exportateurs peuvent atténuer les mouvements du change en modifiant leurs marges ; il reste néanmoins substantiel en zone euro⁵. Enfin, le « *pass-through* » à l'IPCH est lui plus faible car la majeure partie des biens et services échangés en zone euro sont produits au sein des pays qui en font partie et aussi en raison des coûts de distribution, mais il reste substantiel, à environ 10%⁶. À l'export également, les fluctuations du change ont un effet d'autant plus important que la facturation se fait en devise étrangère. Ainsi, un bien exporté et payé dans une autre monnaie que l'euro verra sa valeur en euro baisser si l'euro s'apprécie, ce qui diminue le profit des firmes exportatrices.

En ce qui concerne le commerce international, on voit donc qu'une extension du rôle international de l'euro comme monnaie de facturation permettrait de réduire la volatilité du prix des biens et services importés et donc de l'inflation ; elle réduirait également les variations des profits tirés des exportations. Ces deux mécanismes aboutiraient au total à une réduction substantielle de l'incertitude économique générée par les fluctuations du change.

Cependant, ces avantages possibles sont aussi associés à des coûts. En effet, le canal du taux de change fait partie des mécanismes de transmission de la politique monétaire – c'est même un vecteur très important. Par exemple, lorsque les perspectives d'inflation sont en-dessous de la cible (qui est définie en zone euro comme « inférieure à » mais « proche de » 2%), la banque centrale va modifier l'orientation de sa politique monétaire pour la rendre plus accommodante, ce qui va contribuer à déprécier le taux de change. Cette dépréciation du change va augmenter l'inflation par le mécanisme décrit ci-dessus, qui est d'autant plus fort que les importations sont facturées en devise étrangère (donc que le rôle international de l'euro est faible). De même, un autre canal de transmission passe par les exportations nettes : une dépréciation du taux de change va stimuler les exportations et ralentir les importations, contribuant ainsi à accroître la demande interne et donc l'inflation. Mais là encore, cet effet est d'autant plus fort qu'une partie importante des échanges commerciaux est libellée en devises étrangères. Un rôle international de l'euro moins développé contribue donc paradoxalement à atteindre plus vite la cible – toutes choses égales par ailleurs.

Le rôle international de l'euro dans les flux financiers internationaux génère là encore des coûts et des avantages. D'une part, accroître le rôle de sa monnaie dans les échanges internationaux de capitaux favorise la stabilité financière et l'autonomie de la politique monétaire. Ainsi, les États-Unis profitent de ce que l'essentiel du passif de leur position extérieure est libellé en dollar (une dépréciation du dollar représente donc une perte pour les investisseurs étrangers, ce qui constitue selon certains un véritable « privilège exorbitant »). D'autre part, cependant, le rôle international du dollar se transforme en « devoir exorbitant » en cas de crise mondiale : au moment de la crise financière mondiale de 2008 ou, plus récemment, de la crise du Covid-19, le dollar s'est apprécié (les investisseurs internationaux souhaitant acheter des actifs américains, considérés

⁵ Voir Ortega et Osbat (2020) pour une synthèse récente des travaux sur le *pass-through* en zone euro et une analyse des différentes méthodes utilisées pour son estimation. Selon Ortega et Osbat, le *pass-through* pour les prix d'import en zone euro serait d'environ 30%, mais plusieurs études suggèrent un chiffre sensiblement plus élevé.

⁶ Voir notamment les simulations présentées par Aldama et Ouvrard (2020). Ortega et Osbat (2020) trouvent un chiffre inférieur, aux alentours de 4%.



comme sûrs), entraînant un transfert net vers le reste du monde. Ce « devoir » a également pris la forme de décisions de la Réserve fédérale visant à faciliter l'accès des banques centrales étrangères à la liquidité internationale en dollar. Si le rôle international de l'euro venait à se développer, il faudrait donc prendre en compte ce devoir et ce privilège.

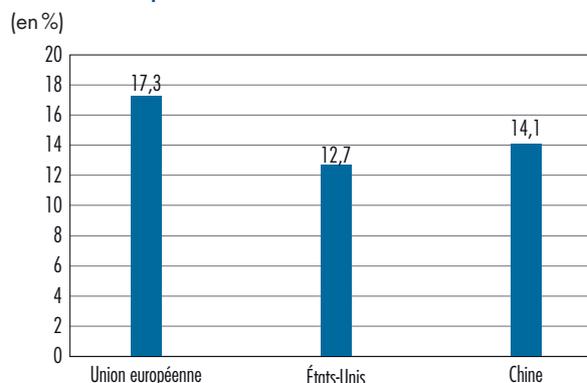
2. Comment développer le rôle international de l'euro ?

Pour renforcer le rôle international de l'euro, l'Union européenne (UE) doit développer son propre modèle, en privilégiant le multilatéralisme, l'approfondissement de son intégration économique et financière, et la mise en valeur de son ambition de croissance durable s'appuyant sur la finance verte. Elle doit mettre en œuvre certaines réformes, dont la plupart sont souhaitables en elles-mêmes – et dont l'urgence a été soulignée par la crise du Covid-19 – et pour lesquelles l'Eurosystème a un rôle significatif à jouer. Le Brexit joue à la fois comme un handicap, avec la perte de la principale place financière de l'Union, et comme un aiguillon, avec la nécessité de disposer d'une alternative à travers une véritable union de financement, qui réalise pleinement à la fois l'union bancaire et l'union des marchés de capitaux.

Les atouts de l'euro

L'euro est la monnaie de 340 millions de citoyens dans les 19 pays de la zone euro, et une référence pour 25 autres pays et territoires de par le monde qui ont ancré leur monnaie sur l'euro. Premier « bloc » commercial du monde (cf. graphique 2)⁷, l'Union européenne est aussi à ce titre le premier partenaire commercial de nombreuses autres économies, ce qui explique que les parts respectives du dollar et de l'euro soient comparables dans la facturation du commerce mondial. L'étendue et l'ouverture de l'Union européenne (UE), et de la zone euro en particulier, sont des caractéristiques clés sur lesquelles s'appuient les effets d'échelle et de réseau contribuant à conférer le statut de monnaie internationale. Toutefois, la dynamique de rattrapage dont bénéficieront à terme les économies émergentes,

G2 Part de l'Union européenne (UE), des États-Unis et de la Chine dans les exportations mondiales de biens et services en 2018



Note : Hors commerce intra-UE.

Source : Eurostat, FMI (DOTS), OMC.

et les tendances démographiques de long terme, font que l'Europe risque de voir diminuer son poids relatif dans l'économie mondiale. Comme l'a souligné la BCE (Coeuré, 2019 et BCE, 2020), le rôle international d'une monnaie repose fondamentalement aussi sur la stabilité de son économie, sur la profondeur et la liquidité des marchés financiers qui la sous-tendent, ainsi que sur sa capacité à parler d'une seule voix. Cette dimension diplomatique recouvre la capacité de convaincre (« *soft power* ») et de promouvoir ses propres normes ; elle est d'autant plus importante pour une zone économique que celle-ci croît moins vite que les autres.

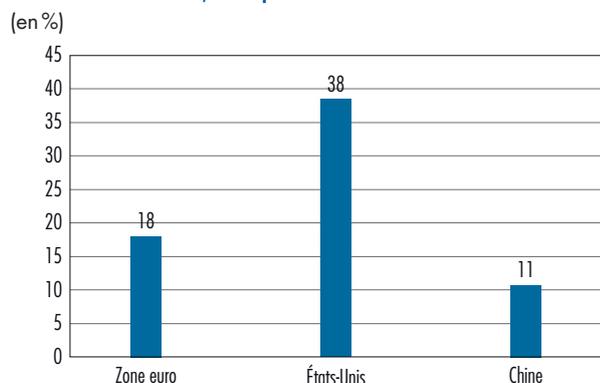
La stabilité de la zone euro et de l'UE a été mise à l'épreuve par les crises, des adaptations du cadre institutionnel ont été nécessaires. L'Eurosystème a joué un rôle décisif dans le cadre de son mandat, et l'architecture de la zone euro s'est enrichie d'un mécanisme d'assistance financière en temps de crise (le Mécanisme européen de stabilité ou MES) et de mécanismes de supervision et de résolution unique pour le système bancaire. En revanche, les instruments d'action budgétaire collective restent sous-développés.

Enfin, si les marchés financiers en euro sont parmi les plus développés du monde, ils n'ont pas pour autant acquis la profondeur et la liquidité des marchés en

⁷ Le départ du Royaume-Uni de l'UE en 2020 a fait baisser la part de l'UE dans le commerce mondial, qui devrait néanmoins conserver une place de premier plan.



G3 Part de l'Union européenne, des États-Unis et de la Chine dans l'encours mondial des marchés d'émission de titres de dette, en septembre 2018



Source : Banque des règlements internationaux.

dollar (cf. graphique 3), en raison de leur fragmentation persistante entre les compartiments nationaux – qu'il s'agisse de crédit bancaire ou de financement en fonds propres – et faute d'un actif sûr de référence comparable aux titres du Trésor américain.

Des choix politiques nécessaires

La promotion du rôle international de l'euro passe par des décisions de nature politique, concernant en particulier les instruments budgétaires, l'espace financier et la représentation externe de l'Europe. Ces décisions renforceront l'attrait de l'euro pour les agents privés, qui ajusteront alors leurs comportements de facturation et d'investissement.

C'est en matière d'instruments budgétaires que l'absence de consensus politique entre États européens a été particulièrement manifeste juste avant la crise, qu'il s'agisse de la création d'un germe de « budget de la zone euro » (avec l'Instrument budgétaire de convergence et compétitivité – IBCC), ou du volume et du contenu du prochain cadre financier pluriannuel de l'UE. Or, l'absence de capacité budgétaire commune est un obstacle à la possibilité d'émettre des actifs sûrs européens sur une large échelle.

La crise déclenchée par l'épidémie du Covid-19 a fourni une nouvelle occasion de constater le caractère incomplet de l'Union économique et monétaire, qui représente le principal handicap au développement du rôle international de l'euro. Le débat qui a eu lieu au sein de l'Eurogroupe sur la nécessité de financer par des émissions de dette commune la réponse immédiate à la crise d'abord, les dépenses nécessaires à la relance ensuite, a illustré les réticences persistantes à la mutualisation des ressources et au partage public des risques. Ces réticences ne seront peut-être surmontées qu'à l'occasion d'une prise de conscience du risque qu'une crise de cette ampleur peut faire peser sur l'Union. L'initiative franco-allemande en faveur d'un fonds de relance transitant par le budget de l'UE, et les propositions que la Commission européenne a formulées à sa suite, vont dans ce sens. Pour le moment, le marché des titres « sans risque » en euro reste fragmenté principalement entre les émissions du MES, celles de la Banque européenne d'investissement (BEI) et celles des États qui parviennent à préserver la qualité de leur signature même en période de stress.

La stabilité, la profondeur et la liquidité des marchés financiers nécessaires au statut de monnaie de référence requièrent, outre le développement d'actifs publics sûrs, une intégration plus étroite des marchés bancaires et de capitaux privés en Europe. L'efficacité renforcée d'un système bancaire qui deviendrait véritablement paneuropéen contribuerait également à la liquidité des transactions financières en euro. Elle nécessiterait de dépasser les réflexes nationaux de *ringfencing* (cantonnement) de la liquidité et du capital. S'agissant de l'Union des marchés de capitaux, le Brexit rend nécessaire le développement d'une offre alternative à la place financière de Londres dans un certain nombre d'activités. Il s'agit, d'une part, de développer certaines activités dans le cadre d'un réseau de places financières européennes, d'autre part, de pouvoir rapatrier certaines activités systémiques. Il en va en effet de la maîtrise par la zone euro de sa stabilité financière si des activités systémiques demeuraient hors de son contrôle prudentiel, tout en nécessitant l'intervention de l'Eurosystème en tant que prêteur en dernier ressort en cas de crise ⁸.

(...)

⁸ Cette préoccupation est bien intégrée dans la directive EMIR II pour les chambres de compensation : la directive fixe en effet trois niveaux de systémicité et requiert pour le dernier niveau la relocalisation des activités en zone euro.

L'euro fête ses 25 ans : la valeur de l'unité dans un monde en mutation

Par Paschal Donohoe (président de l'Eurogroupe), Christine Lagarde (présidente de la Banque centrale européenne), Roberta Metsola (présidente du Parlement européen), Charles Michel (président du Conseil européen) et Ursula von der Leyen (présidente de la Commission européenne)

Il y a 25 ans, le 1^{er} janvier 1999, l'euro est devenu la monnaie unique dans 11 États membres de l'UE. Il est aujourd'hui au service de l'économie et facilite la vie de 350 millions de personnes dans 20 pays différents.

L'argument en faveur de l'Europe a toujours reposé sur sa capacité à résoudre des problèmes auxquels les pays ne pourraient pas faire face seuls. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, des dirigeants visionnaires ont compris que la seule manière de garantir la paix sur notre continent était d'unir nos économies. Et à terme, pour renforcer cette unité de l'Europe, il allait falloir adopter une monnaie unique pour tirer le meilleur parti des avantages économiques générés par ce dividende de la paix.

À la fin des années 1980, alors que l'Europe prenait de nouvelles mesures pour approfondir son marché unique, le rêve d'une monnaie unique s'est transformé en projet. Et il y a 25 ans, le 1^{er} janvier 1999, ce projet est devenu une réalité. Aujourd'hui, l'euro occupe une place centrale dans notre quotidien et est devenu pour nous un gage de simplicité, de stabilité et de souveraineté.

L'euro a rendu la vie des citoyens européens plus simple, en facilitant les comparaisons des prix, les échanges commerciaux et les voyages. Il nous a offert de la stabilité et a protégé la croissance et l'emploi lors des différentes crises. Et le fait d'émettre la deuxième monnaie la plus importante de la planète nous a permis de renforcer notre souveraineté dans un monde instable. Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que la zone euro soit passée de 11 à 20 États membres depuis sa création.

Au fil des ans, nous avons été confrontés à d'énormes défis, parmi lesquels la remise en question de l'avenir de l'euro lui-même. Mais nous avons, à chaque fois, pu trouver les bonnes réponses. Par exemple, en réaction à la crise financière mondiale et à la crise de la dette souveraine, nous avons mis en place des garde-fous tels que le système harmonisé de supervision bancaire et de résolution ou le Mécanisme européen de stabilité. Aujourd'hui, la cote de popularité de la monnaie unique a atteint des niveaux record chez les citoyens de la zone euro.

Mais notre travail n'est pas encore terminé. Nous sommes aujourd'hui confrontés à de nouveaux défis que les pays ne peuvent pas relever seuls. Et les citoyens se tournent vers l'Europe pour trouver les réponses dont ils ont besoin.

Nous faisons actuellement face à une montée des tensions géopolitiques, notamment la guerre illégale que mène la Russie contre l'Ukraine et qui demande des décisions collectives courageuses. De même, l'accélération de la crise climatique exigera une réponse collective : les émissions de carbone ne s'arrêtent pas aux frontières. Et notre compétitivité doit aussi faire face

à des menaces sans précédent, du fait des politiques énergétiques et industrielles menées dans d'autres parties du monde.

Dans ce contexte, des questions telles que la défense, mais aussi les transitions écologique et numérique, sont devenues des enjeux urgents d'intérêt commun. Il en va de même pour la manière dont nous finançons les investissements massifs nécessaires pour décarboner nos économies, rendre nos chaînes d'approvisionnement plus sûres et moderniser nos technologies. Dans l'UE, la transition écologique nécessitera à elle seule des investissements de 620 milliards d'euros par an jusqu'en 2030.

Les solutions doivent être adaptées à l'échelle rendue possible par la coopération en Europe. Nous devons mettre en place une véritable union des marchés des capitaux couvrant l'ensemble du continent pour mobiliser les financements privés. Nous devons utiliser les politiques et les instruments européens pour améliorer notre compétitivité et notre sécurité, par exemple en renforçant les structures existantes au moyen d'une refonte des règles budgétaires et d'une union bancaire plus solide. Nous devons aussi faire entrer la monnaie unique dans l'ère numérique, en posant les fondations d'un éventuel euro numérique qui viendrait en complément des espèces.

Dans le même temps, alors que plusieurs pays sont actuellement en phase d'adhésion à l'UE, nous devons conserver notre capacité d'agir de manière efficace. L'élargissement et l'approfondissement ne sont pas incompatibles. Mais l'élargissement peut nécessiter des changements dans l'organisation de l'UE.

Les citoyens européens voient que le monde change. Et ils se rendent bien compte que l'union fait la force. Environ deux tiers des Européens sont convaincus que l'UE est un bastion de stabilité. À nous de leur montrer que l'Europe est capable de façonner ce changement et de répondre à leurs attentes.

Cela nécessitera de l'ambition et de la persévérance -ces mêmes qualités dont avaient fait preuve les pères fondateurs de l'intégration européenne. Il faudra également accepter que tous les objectifs ne pourront pas être atteints directement. La leçon à retenir de l'intégration européenne est que nous devons prendre les mesures qui sont à notre disposition, lorsque le moment se présente. Les autres finiront par suivre en temps voulu.

Pour reprendre une citation de l'écrivain français Anatole France : « Pour accomplir de grandes choses, il ne suffit pas d'agir, il faut rêver ; il ne suffit pas de calculer, il faut croire ». Les 25 premières années de l'euro nous ont montré quelle force pouvait avoir un rêve... Mais alors que le monde autour de nous change, notre action prouve qu'une Europe unie est capable d'apporter les réponses dont nous avons besoin.

**COMMUNICATION DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN, AU
CONSEIL EUROPÉEN, AU CONSEIL, AU COMITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIAL
EUROPÉEN ET AU COMITÉ DES RÉGIONS**

**Système économique et financier européen :
favoriser l'ouverture, la solidité et la résilience**

(...)

3. RENFORCER LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

L'euro constitue un symbole et un instrument essentiels de l'intégration et de l'autonomie de l'Union européenne. Il sous-tend les paiements de biens et de services, les opérations de change, les prêts et les opérations sur les marchés des capitaux. Il sert également de monnaie de facturation, de réserve de valeur en dehors de la zone euro et de monnaie de réserve. La communication de décembre 2018 intitulée «Vers un renforcement du rôle international de l'euro» a défini les principales actions à entreprendre pour promouvoir le rôle international de la monnaie unique. Cette communication était accompagnée d'une recommandation sur le rôle international de l'euro dans le domaine de l'énergie et suivie de cinq consultations sectorielles sur le rôle de l'euro sur les marchés des changes, dans le secteur de l'énergie, sur les marchés des matières premières, dans le commerce de produits agricoles et alimentaires et dans le secteur des transports.

Du point de vue de la gestion de la politique monétaire, une plus grande utilisation de l'euro peut apporter certains avantages, tels que des revenus de seigneurage provenant de l'émission de monnaie, une autonomie monétaire accrue, une transmission plus marquée de la politique monétaire au niveau mondial. Une utilisation accrue permettrait également de réduire les coûts de transaction, de gestion des risques et de financement, et de limiter les effets des chocs de taux de change. Ces avantages semblent l'emporter sur les coûts, comme la pression exercée sur l'appréciation de la monnaie en période de tensions. Le renforcement du rôle de l'euro contribuerait également à accroître la stabilité systémique, en diversifiant le régime monétaire mondial et en atténuant les effets des chocs asymétriques, en particulier ceux associés à la politique monétaire de pays tiers. Le fonctionnement harmonieux des dispositifs de liquidité, tels que les mécanismes de swap et de mise en pension avec des pays tiers, aide la Banque centrale européenne (BCE) à atteindre son objectif de stabilité des prix et à empêcher que les pénuries de liquidités en euros ne dégèrent en risques pour la stabilité financière, et peut contribuer à renforcer la position de l'euro sur la scène internationale. En période de crise de liquidité, ces dispositifs réduisent le risque d'effets de contagion sur les marchés financiers de la zone euro et constituent une importante garantie de liquidité pour les pays tiers qui utilisent massivement l'euro pour leurs opérations financières et commerciales. Un paysage monétaire mondial plus diversifié contribuerait également à améliorer la réactivité globale du commerce international aux ajustements liés aux taux de change, en particulier pour les économies émergentes.

Le renforcement du rôle international de l'euro pourrait alors s'inscrire dans une tendance plus générale où la diversification des monnaies en matière de tarification et de financement contribue au rôle stabilisateur des mécanismes de rééquilibrage externe et des ajustements liés aux taux de change.

Sur la base des propositions mentionnées dans la section précédente, la Commission réfléchit actuellement à des mesures supplémentaires destinées à promouvoir l'utilisation de l'euro au niveau mondial.

Accroître les échanges de titres de créance, de produits de base et d'instruments financiers connexes libellés en euros

L'Union européenne est le principal opérateur de marché du monde, puisqu'elle représente plus d'un quart des échanges mondiaux. En 2018, l'euro était la monnaie la plus utilisée pour les exportations de l'Union européenne, tandis que le dollar des États-Unis était la devise la plus utilisée pour ses importations. Bien que les opérateurs soient libres de choisir la monnaie de leurs échanges sur la base de considérations de marché, il est toujours possible de promouvoir l'utilisation de l'euro dans le cadre des accords commerciaux de l'Union. La conclusion de l'accord post-Cotonou permettra à l'Union européenne et à ses partenaires d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique de promouvoir une plus large utilisation de leurs monnaies respectives, tandis que la Commission examinera d'autres possibilités pour favoriser l'utilisation de l'euro dans cette région. La Commission envisagera également de combler les éventuelles lacunes constatées en matière d'information pour ce qui est des paiements en euros effectués par les opérateurs. Les délégations de l'Union peuvent être sollicitées à cette fin et des informations supplémentaires peuvent être fournies par l'intermédiaire de la base de données sur l'accès aux marchés «Access2Markets».

Les marchés de produits de base constituent l'un des principaux aspects des échanges mondiaux. Depuis l'adoption de la recommandation de la Commission relative au rôle international de l'euro dans le domaine de l'énergie, des progrès considérables ont été réalisés dans l'utilisation de l'euro sur les marchés du gaz de l'Union européenne. La part des contrats de gaz naturel conclus en euros est passée de 38 % en 2018 à 64 % en 2020. Les indices de référence libellés en euros sont également de plus en plus reconnus et utilisés dans le monde entier. Afin d'accroître encore l'utilisation de l'euro dans les échanges de produits de base, la Commission continuera à dialoguer avec les principaux acteurs des secteurs stratégiques clés, notamment les produits de base, l'aéronautique, les soins de santé et les matières premières critiques pour les énergies renouvelables.

Les marchés financiers de l'Union européenne doivent également demeurer compétitifs et attrayants pour les acteurs internationaux des marchés. Dans le contexte plus large du paquet sur la mobilisation des marchés des capitaux en faveur de la relance, la Commission a proposé un certain nombre de mesures dans le cadre de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) afin d'encourager le renforcement des investissements et des échanges. Il s'agissait notamment de simplifier certaines des exigences qui sont trop contraignantes ou qui entravent le développement des marchés des capitaux de l'Union. En outre, la Commission a proposé de modifier les dispositions de la MiFID II qui s'appliquent aux marchés de produits dérivés sur produits énergétiques. L'objectif était de favoriser le développement de marchés de l'énergie libellés en euros et de permettre aux entreprises établies dans l'Union de gérer leurs risques, tout en préservant l'intégrité des marchés de produits de base.

Fort du succès de la réforme des marchés de dérivés sur produits de base dans le domaine de l'énergie, en particulier l'électricité et le gaz, réalisée dans le cadre du paquet sur la mobilisation des marchés des capitaux en faveur de la relance, la Commission réexaminera le règlement sur les indices de référence en 2022. Ce réexamen visera à faciliter l'émergence d'indices libellés en euros couvrant les principaux secteurs de l'économie, y compris les marchés énergétiques émergents, tels que l'hydrogène. La Commission profitera également de ce réexamen pour évaluer si une nouvelle réforme s'impose en vue de renforcer la solidité des taux d'intérêt de référence libellés en euros. Dans le droit fil des efforts déployés à l'échelle internationale en matière de réforme des taux d'emprunt interbancaires critiques (IBOR), la Commission réexaminera régulièrement la fiabilité de tous les indices de référence critiques ou systémiques, en particulier lorsqu'ils sont libellés en euros.

La Commission procédera également à un réexamen de la MiFID/du MiFIR en 2021. Dans le cadre de ces travaux, la Commission proposera d'améliorer, de simplifier et d'harmoniser davantage le cadre de transparence des marchés de valeurs mobilières afin de promouvoir la négociation, sur le marché secondaire, de titres de créance libellés en euros. Cette initiative comprendra la conception et la mise en œuvre d'un tableau des cours consolidé, en particulier pour les émissions d'obligations d'entreprise – une base de données centrale, qui regroupe les différentes sources de données post-négociation en un seul aperçu. La création d'un tableau des cours consolidé permettra d'accroître le nombre de négociations sur des plateformes réglementées et transparentes, ce qui contribuera à augmenter la profondeur du marché et l'attrait des titres libellés en euros, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs.

Action clé n° 2: la Commission continuera à soutenir le développement d'instruments dérivés sur produits de base libellés en euros pour l'énergie et les matières premières et favorisera l'émergence d'indices de référence et de plateformes de négociation libellés en euros couvrant des secteurs clés, dont les marchés énergétiques émergents, tels que celui de l'hydrogène.

Émission de l'UE et ouverture aux investisseurs et émetteurs de pays tiers

Avec la mise en œuvre de l'initiative «Next Generation EU» et de l'instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE), l'Union européenne deviendra l'un des principaux émetteurs de titres de créance au monde. Le succès des premières émissions au titre de l'instrument SURE a confirmé la demande émanant des investisseurs internationaux à l'égard des obligations émises par l'Union européenne, notamment en raison de sa grande qualité de crédit. L'Union émettra près de 1 000 milliards d'EUR de nouveaux titres de créance d'ici 2026. Dans le cadre de ces programmes, la Commission émettra des obligations assorties de différentes échéances, y compris des titres à court terme.

Sur cette base, des échanges à haut niveau seront organisés avec les acteurs du marché, notamment à l'extérieur de l'Union européenne, afin de promouvoir les investissements dans les obligations libellées en euros. Enfin, la Commission encouragera les institutions de l'Union, les autorités publiques, les banques de développement nationales et les banques multilatérales à utiliser au maximum l'euro dans leurs activités et leurs émissions obligataires respectives.

La monnaie dans laquelle sont libellés les investissements et les factures relatives aux échanges internationaux est avant tout un choix de marché, déterminé par des facteurs tels que la stabilité et la confiance dans les institutions, la taille et la profondeur des marchés des capitaux et l'intégration dans les chaînes de valeur mondiales du commerce international. La Commission entamera un dialogue avec des partenaires publics et privés dans les pays tiers afin de mieux cerner les obstacles qui empêchent une utilisation plus étendue de l'euro dans les relations commerciales et financières, et afin de déterminer comment y remédier. Les initiatives destinées à renforcer la capacité de l'Europe à s'exprimer d'une seule voix sur la scène internationale contribueront à étendre le rayonnement mondial de l'euro.

La Commission tiendra des dialogues et des ateliers macroéconomiques ciblés avec les pays du voisinage, en mettant l'accent sur les pays du partenariat oriental et du voisinage méridional, compte tenu de leur proximité géographique et de l'importance que l'Union européenne revêt pour nombre d'entre eux en tant que partenaire commercial, investisseur et source d'envois de fonds et d'assistance macrofinancière. Une attention particulière sera également accordée aux relations avec le secteur privé, car les obstacles à l'utilisation de l'euro et les possibilités d'y recourir peuvent se révéler différents dans ce cas. Le réseau des délégations de l'UE et la coopération avec le Service européen pour l'action extérieure (SEAE) joueront un rôle important à cette fin.

Action clé n° 3: la Commission lancera des actions de sensibilisation pour promouvoir les investissements libellés en euros, pour faciliter l'utilisation de l'euro comme monnaie de facturation et d'émission, ainsi que pour mieux comprendre les obstacles à une utilisation plus large de l'euro. Cette sensibilisation prendra la forme de dialogues, d'ateliers et d'enquêtes avec les secteurs public et privé, les organismes de réglementation financière et les investisseurs institutionnels dans les pays partenaires de l'Union à l'échelle régionale et parfois mondiale.

Le rôle de l'euro dans la transition «verte»

Le pacte vert pour l'Europe trace la voie vers la neutralité climatique et la viabilité environnementale dans l'Union européenne. Il comporte une dimension mondiale destinée à promouvoir la mise en œuvre des engagements pris par la communauté internationale dans le cadre de l'accord de Paris. L'UE devra mobiliser des investissements considérables pour atteindre ses objectifs en matière d'énergie et de climat à l'horizon 2030 et pour parvenir à la neutralité climatique d'ici à 2050, ainsi que pour concrétiser d'autres objectifs du pacte vert, tels que la protection de la biodiversité et le passage à une économie circulaire. Parallèlement au plan de relance, la promotion de la finance durable représente une occasion de transformer les marchés financiers de l'Union en un pôle mondial de la «finance verte», en confortant l'euro en tant que monnaie par défaut pour libeller les produits financiers durables. En 2019, près de la moitié des émissions d'obligations vertes mondiales, y compris celles provenant de l'extérieur de la zone euro, étaient libellées en euros. Cette part devrait continuer à augmenter, notamment en raison de l'objectif consistant à faire en sorte que 30 % des investissements de l'initiative Next Generation EU soient financés par des obligations vertes, qui seront émises en contrepartie de dépenses éligibles, principalement dans le cadre des plans nationaux pour la reprise et la résilience des États membres. La prochaine norme de l'UE en matière d'obligations vertes, la taxinomie de l'Union sur la finance durable et les obligations de publication et de déclaration en matière de finance durable viendront soutenir davantage les investissements verts de l'Union européenne.

En outre, des plateformes de négociation destinées aux instruments financiers durables libellés en euros, notamment pour les marchés énergétiques émergents comme celui de l'hydrogène, devraient continuer d'être développées dans l'Union européenne et au-delà.

Avec son système d'échange de quotas d'émission (SEQE), l'UE gère le plus grand marché du carbone au monde, et son chiffre d'affaires et sa liquidité ne cessent d'augmenter. Le SEQE de l'UE a fait ses preuves en tant qu'outil efficace fondé sur le marché pour favoriser des réductions d'émissions avec un bon rapport coût/efficacité. Les émissions produites par les entités couvertes par le SEQE ont diminué d'environ 35 % entre 2005 et 2019. La Commission poursuit le renforcement de l'efficacité et de la résilience du SEQE, en tenant compte de certaines évolutions telles que la création de la réserve de stabilité du marché. Elle suit en permanence l'évolution du système d'échange de quotas d'émission, y compris les effets de l'exemption pour activités accessoires, notamment dans le cadre du réexamen de la MiFID d'ici à la fin de 2021, afin de veiller à ce que les marchés du SEQE satisfassent aux normes les plus élevées. La Commission s'attend à ce que les acteurs du marché échangent des quotas d'émission de l'UE dans le cadre du régime de réglementation et de surveillance de l'Union. La plateforme d'enchères commune nouvellement acquise pour les quotas d'émission sera, comme la précédente, située dans l'Union européenne.

En juin 2021, la Commission présentera des propositions législatives visant à atteindre l'objectif consistant à réduire les émissions de gaz à effet de serre de l'UE d'au moins 55 % d'ici 2030, par rapport aux niveaux de 1990 (paquet «Ajustement à l'objectif 55»). Parmi les mesures envisagées, la Commission proposera d'étendre le SEQE de l'UE de manière à y inclure les émissions du transport maritime. Dans cette proposition législative, elle examinera également la possibilité d'étendre l'utilisation de l'échange de quotas aux émissions produites par les bâtiments et le transport routier ou à toutes les autres émissions résultant de la combustion de combustibles fossiles. Cette approche pourrait élargir considérablement la couverture du système en ce qui concerne les secteurs et les émissions de gaz à effet de serre pris en considération.

Action clé n° 4: la Commission encouragera l'utilisation des obligations vertes en tant qu'outils de financement des investissements et des projets nécessaires pour atteindre les objectifs du pacte vert pour l'Europe. Elle a pour objectif d'émettre 30 % de l'ensemble des obligations au titre de «Next Generation EU» sous la forme d'obligations vertes.

Action clé n° 5: la Commission étudiera les possibilités d'étendre le rôle du SEQE de l'UE afin de maximiser ses résultats sur le plan de l'environnement et elle soutiendra l'extension des activités d'échange au titre du SEQE dans l'UE.

L'euro à l'ère du numérique

Le fait de stimuler la finance numérique, tout en s'attaquant aux risques connexes, contribuera à la reprise économique de l'Union européenne et à la transformation des économies en général. Le développement du secteur européen de la finance numérique renforcera l'autonomie stratégique ouverte de l'Union dans le domaine des services financiers et sa capacité à préserver sa stabilité financière et ses valeurs.

De plus en plus de banques centrales dans le monde envisagent la possibilité d'introduire des monnaies numériques de banque centrale (MNBC). Si les banques ont déjà accès à une monnaie de banque centrale sous forme numérique au travers de leurs réserves, les nouvelles technologies ouvrent la voie à la mise en place d'une MNBC de détail qui serait directement accessible aux ménages et aux entreprises. La Commission et la BCE poursuivent leurs efforts en faveur d'un secteur européen de la finance numérique solide et dynamique et d'un secteur des paiements bien intégré pour satisfaire les nouveaux besoins en matière de paiements dans l'Union européenne. Face à la numérisation, à l'évolution rapide du paysage des paiements et à l'émergence des crypto-actifs, la BCE étudie la possibilité d'émettre un euro numérique, en complément des espèces et des solutions de paiement proposées par le secteur privé.

En octobre 2020, la BCE a publié le rapport du groupe de travail de haut niveau de l'Eurosystème sur un euro numérique et a lancé une consultation publique. Cette dernière s'est clôturée le 12 janvier 2021 et a suscité un vif intérêt. Parmi les avantages potentiels qui lui sont associés, un euro numérique pourrait contribuer à la numérisation de l'économie de l'Union européenne et à son autonomie stratégique. Utilisé en combinaison avec des solutions privées de monnaie numérique, un euro numérique pourrait également pallier en partie les difficultés liées au déclin observé des relations de correspondance bancaire dans les transactions transfrontières, résultant de la rationalisation des coûts par les banques, des exigences réglementaires et des changements dans la manière dont ce service est fourni. Pour tirer parti des avantages d'un euro numérique public, il est également essentiel de relever les défis auxquels les politiques de l'Union pourraient être confrontées, notamment ceux liés à l'intermédiation et à la stabilité financières, à l'éviction des solutions de paiement du secteur privé, à l'inclusion financière, à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, à la confidentialité des données et à la conduite de la politique monétaire. Le 3 novembre 2020, l'Eurogroupe a tenu un premier débat stratégique sur un euro numérique et sur les conséquences économiques, sociales et politiques potentielles qui pourraient découler d'une telle innovation.

Les services de la Commission et de la BCE examineront conjointement, au niveau technique, un large éventail d'enjeux de politique et de questions juridiques et techniques découlant de l'introduction éventuelle d'un euro numérique, en tenant compte de leurs mandats respectifs prévus dans les traités de l'Union européenne.

Parallèlement, dans le cadre de sa stratégie en matière de finance numérique, la Commission a proposé un nouveau règlement sur les marchés des crypto-actifs (MiCA). L'objectif est de garantir que les crypto-actifs dotés d'une fonction de paiement, en particulier les jetons de valeur stable («stablecoins»), ne posent pas de problèmes pour la stabilité financière, la politique monétaire, la transmission de la politique monétaire et la souveraineté monétaire. Cela est conforme au communiqué d'octobre 2020 des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G20. La mise en place de liens de paiement direct entre l'Union européenne et des pays tiers, comme le prévoit la stratégie de la Commission en matière de paiements de détail, atténuera également le déclin observé dans les activités de correspondance bancaire. Comme convenu par le G20, aucun jeton de valeur stable de niveau mondial («global stablecoin») ne devrait être émis tant que toutes les exigences juridiques, réglementaires et de surveillance pertinentes n'auront pas été satisfaites, à la fois par une conception adaptée et par le respect des normes applicables.

(...)

The International Role of the Euro and the Dollar

Forever in the Lead?



Federal Reserve Board Chairman Jerome Powell speaks during a news conference. July 27, 2022. REUTERS/Elizabeth Frantz

1. GREENBACK DOMINANCE

“The simple reality is that we live in a dollar world: on the real side, where dollar invoicing is dominant; on the financial side, where dollar funding is essential to global banks and non-financial corporations; and on the policy side, where dollar anchoring and dollar reserves are prevalent.”

– Pierre-Olivier Gourinchas²

The US dollar has been the dominant international currency for much of the past century. The importance of the US economy became evident in the 1920s when European economies slowly recovered from World War I, and the dollar was at the center of the Bretton Woods system, a global architecture built on the economic and military strength of the United States. The 1971 collapse of Bretton Woods ended the regime of gold-based fixed exchange rates, but it did not diminish the leading role of the dollar. The greenback was by then the global unit of account, and even without a fixed gold parity, the United States continued to be the main provider of safe assets to the rest of the world, underpinned by its fiscal capacity and the depth and liquidity of its financial markets.

As documented in recent work by the [International Monetary Fund \(IMF\)](#)³ and the [Federal Reserve](#)⁴, the dollar is involved in close to 90 percent of all global foreign exchange transactions, and it accounts for more than half of global export invoicing, cross-border banking claims, and international debt securities (Figure 1). Dollar assets also represent around 60 percent of the value of foreign reserve holdings worldwide.

The euro occupies a strong second place behind the dollar in all categories. It is involved in about a third of foreign exchange transactions and accounts for up to a quarter of cross-border banking claims and international debt securities. Currencies of other advanced economies (notably the Japanese yen, British pound, Australian and Canadian dollars, and Swiss franc) make up much of the balance. The share of the Chinese renminbi stays small, being most visible in foreign exchange reserves and in global foreign exchange turnover.

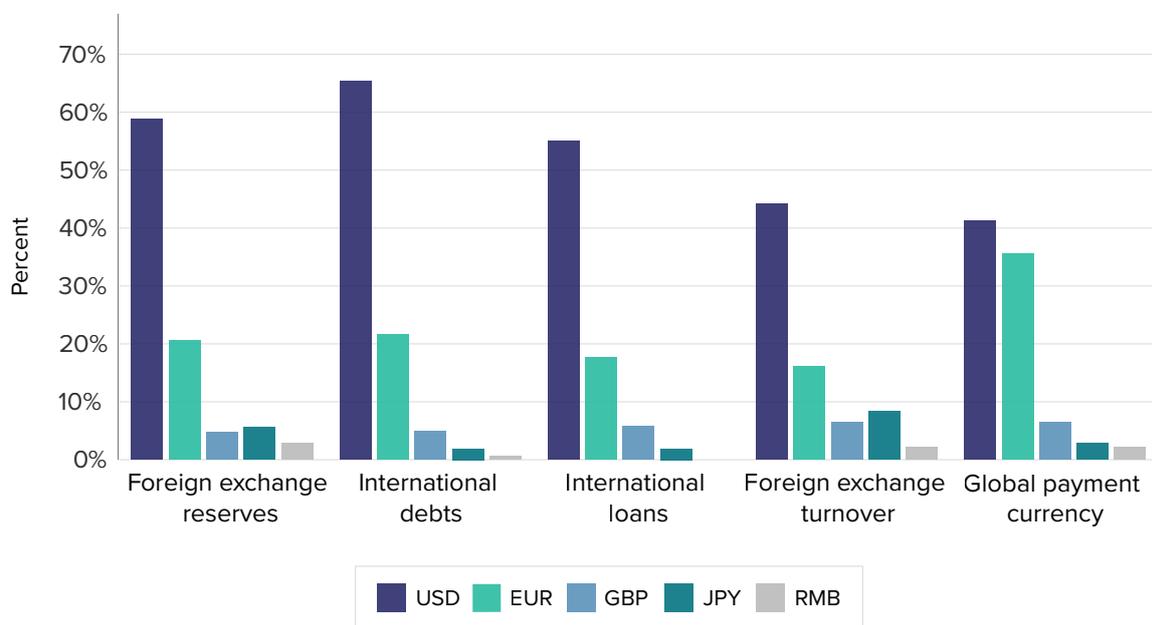
Academic work⁵ has established that once a dominant currency⁶ is in place, there are powerful stabilizing forces and network effects in play that perpetuate its position unless a major paradigm shift occurs. Since a country's foreign exchange reserves need to be of the highest liquidity, central banks will not change their reserve currency allocation unless they believe that markets in a new reserve currency will offer greater liquidity (implying that other market participants are switching their reserve holdings, too).

Countries also have an incentive to stabilize their exchange rates vis-à-vis the dominant currency, since it tends to be a key driver of import price fluctuations. This incentive increases with openness to foreign trade, giving a further boost to the dollar as trade barriers generally declined in recent decades.

Consistent with this trend, many countries have adopted exchange rate policies that tie the value of their currencies close to the dollar. According to some estimates⁷, the number of currencies that are either directly or indirectly anchored to the dollar (e.g., via currencies that are itself tied to the dollar) is currently as large as during the Bretton Woods era. Moreover, dollar invoicing leads to higher demand for dollar-denominated safe assets, which tends to reduce dollar borrowing costs and, therefore, incentivizes the financing of international trade in dollars.

Network effects would of course pertain to any international currency that gained the status of a dominant currency, and it is not a given that the dollar and euro will remain forever in the lead. Transitions from one dominant reserve currency to another have occurred in the past, usually over lengthy time intervals and in connection with major geopolitical transitions (see below).

Figure 1. Role of major currencies in the international monetary system

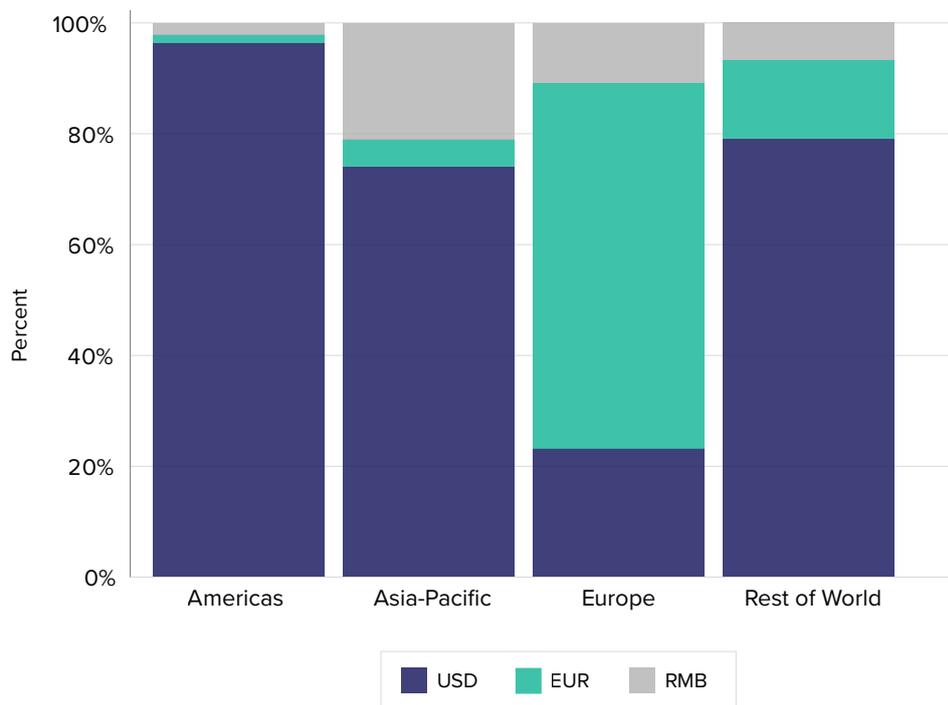


Notes: The latest data for foreign exchange reserves, international debt and international loans are for the fourth quarter of 2021. Foreign exchange turnover data as of April 2019. SWIFT data as of December 2021

Data sources: BIS, IMF, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) and ECB calculations.

Source: European Central Bank, The international role of the euro, Frankfurt: June 2022, <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202206~6f3ddeab26.en.html>.

Figure 2. Share of Export Invoicing



Notes: Average annual currency composition of export invoicing, where data are available. Data extend from 1999 through 2019. Regions are those defined by the IMF.

Data sources: IMF Direction of Trade; Central Bank of the Republic of China; Boz et al. (2020); Federal Reserve Board staff calculations.

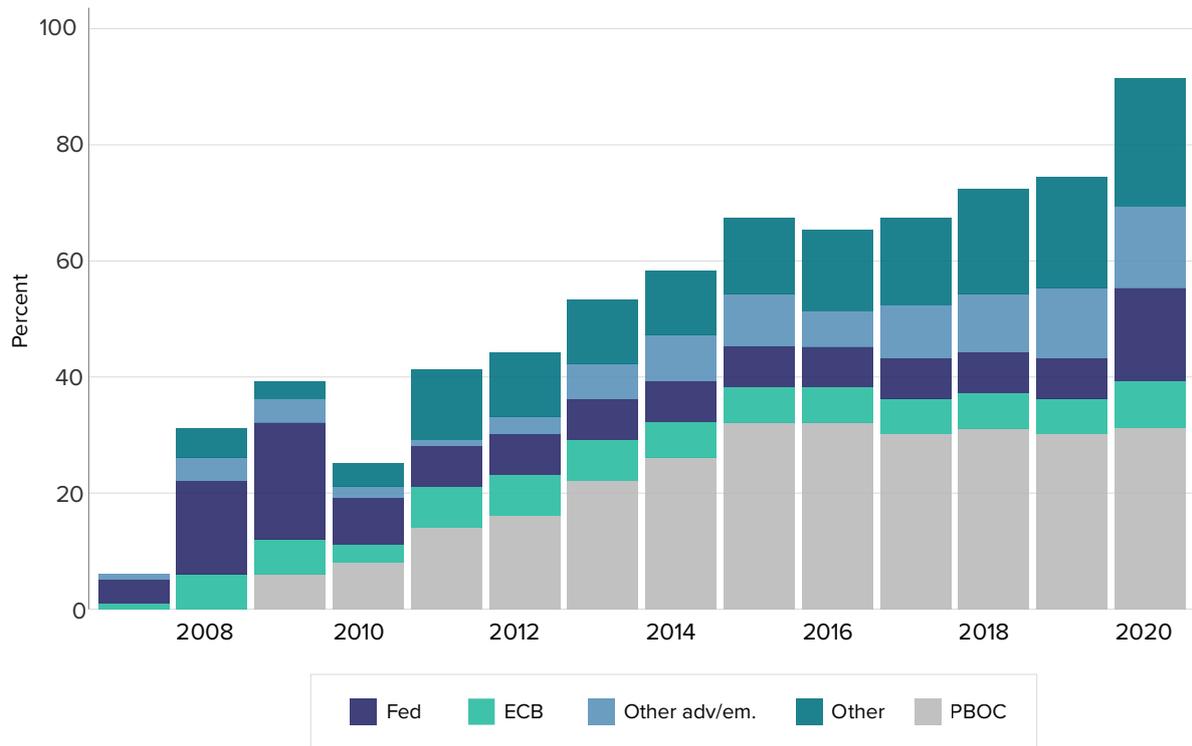
Source: C.C. Bertaut, B. von Beschwitz, S.E. Curcuru (2021). "The International Role of the U.S. Dollar," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, October 6, 2021, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2998>.

Before asking whether we are again at the verge of such a transition, however, it may be useful to take a closer look at the distinct functions that reserve currencies play in international markets, and to see whether other currencies have been gaining in importance even as the dollar is still dominant.

- Unit of account.** A major change in the denomination of international transactions, whether in trade or financial instruments, has been the introduction of the euro in 1999. Taking on the role of its predecessor currencies, the euro assumed a large share of international payments right from the start but has failed to make significant headway outside of Europe. As seen above, the euro rivals the dollar in SWIFT payments, and it also accounts for close to 80 percent of trade invoicing within Europe and parts of Africa, but its role in the rest of the world is still small (Figure 2). Moreover, it has become *less of an anchor currency*⁸ for other countries following the euro area crisis a decade ago.

The Chinese renminbi's status as a freely tradeable international currency has been boosted by the inclusion of the renminbi in the IMF's Special Drawing Rights (SDR) currency basket in 2016. Despite an increase in foreign capital flowing into China, however, there are no signs yet that the renminbi is becoming a more widely used currency, even if its use in pricing Chinese exports to key partner countries seems to be gradually increasing.

Figure 3. Number of Bilateral Swap Lines

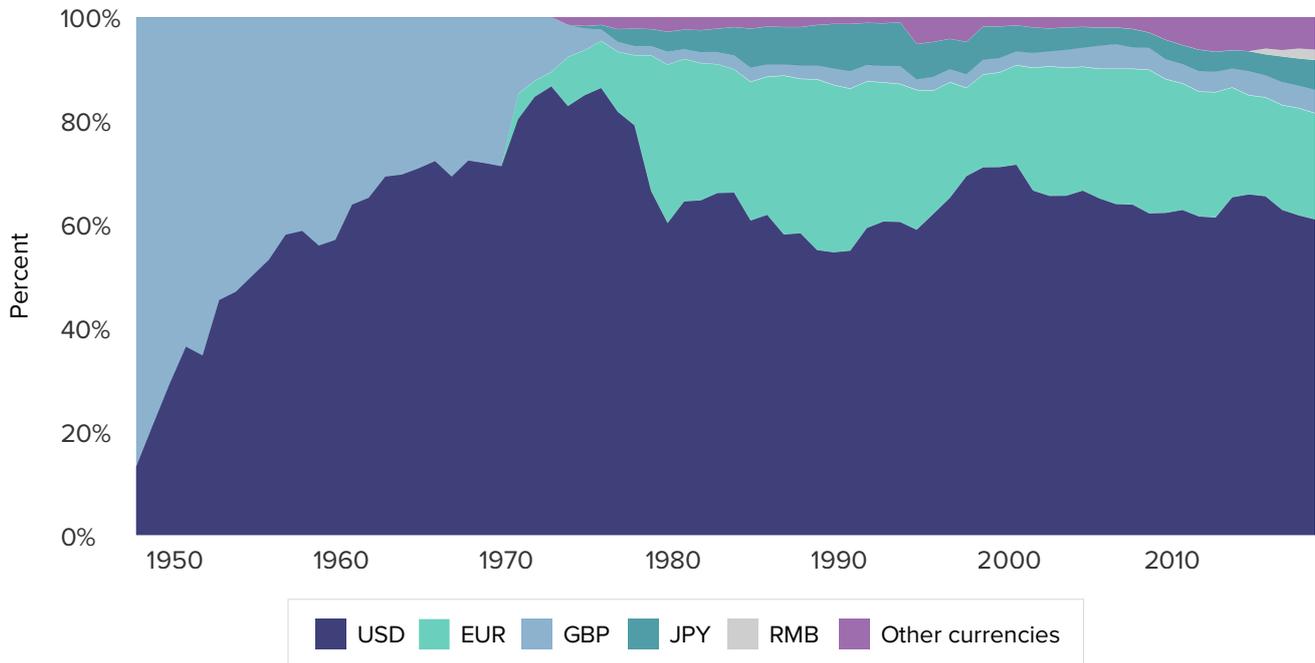


Data Sources: Central Bank websites and IMF staff estimates.

Source: M. Perks, Y. Rao, J. Shin, K. Tokuoka, "Evolution of Bilateral Swap Lines," IMF Working Paper 21/210, Washington, DC, August 2021. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2021/English/wpia2021210-print-pdf.ashx>

- Medium of exchange.** Since the currency of settlement and currency of invoicing are often closely tied to each other, the dollar's use as a medium (or "vehicle") of exchange is linked to its status as the global unit of account. In addition, given the depth and liquidity of dollar markets, global investors flock to the dollar in times of crisis. The official sector also conducts most foreign exchange interventions in dollars. During times of crisis, the Federal Reserve has backed up global dollar markets by providing emergency liquidity and swap lines to other major central banks, acting as a lender of last resort to the global economy. China has also become a major provider of [bilateral swap lines](#)⁹ after the global financial crisis, often to developing countries and in smaller amounts (Figure 3).
- Store of value.** While the dollar still accounts for the bulk of global foreign exchange reserves, its share has gradually declined since it went off gold in the 1970s (Figure 4). European currencies became considerably more attractive after US president Richard Nixon delinked the dollar from gold in 1971 (the "Nixon shock"), but lost ground in the run-up to the introduction of the euro in 1999. Since then, the status of the euro as the second-most held reserve currency has been fairly stable. In fact, a group of [less widely used currencies](#),¹⁰ such as the renminbi, Australian and Canadian dollar, and Korean won, among others, did more to challenge the dollar than the euro over the past two decades. The renminbi accounts for about a quarter of the increase in smaller currencies' share but has stayed at around 3 percent of total reserve holdings.

Figure 4. Currency Composition of Foreign Exchange Reserves, 1974–2019 (percent of total)



Note: Excludes unallocated reserves. European Currency Unit and legacy currencies are included in the euro prior to 1999.

Data sources: IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) database; and IMF staff calculations.

Source: A. Iancu, G. Anderson, S. Ando, E. Boswell, A. Gamba, S. Hakobyan, L. Lusinyan, N. Meads, Y. Wu, "Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System," IMF Departmental Paper No. 2020/002, Washington, DC, November 17, 2020. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/DP/2020/English/RCEIMSEA.ashx>

While these statistics convey a large degree of intertemporal stability, it is important to keep in mind that a country's status as currency hegemon is closely related to its geopolitical position. The standing of a currency may depend as much on the *perception* of a country's strategic capabilities (and alliances) as its actual means of achieving its objectives—but once the gap between the two becomes too large, the currency's role becomes untenable. Harold James, a professor of history and international affairs at Princeton University, evokes the parallels of the pound and the dollar going off gold in 1931 and 1971, respectively. In the first instance, the League of Nations (sponsored mainly by the United Kingdom) could not prevent armed aggression in Manchuria, and in the second, the Nixon shock occurred when the United States was burdened by the costs of the Vietnam War. Thinking about the future of the dollar-based economic order, James concludes:

"In looking for a new path forward, the essential message of 1931 and 1971 should be heeded. Chaotic financial transitions are also security challenges. Only by re-creating a viable system for managing interstate relations can financial stability be assured. And stable international politics tend to be a prerequisite for establishing new financial orders."¹¹

Does Javier Milei's dollarisation plan for Argentina make any economic sense?

President-elect's idea is a gamble that is likely to crash an economy paying the price for mistakes of his predecessor.

Javier Milei's bigger-than-expected victory in the Argentinan presidential election suggests voters in South America's second biggest country have willingly opted for shock treatment to sort out the country's deep economic malaise.

It is perhaps not hard to see why 56% of the electorate backed the rightwing libertarian: Argentina may have the world's best football team but its economy has performed disastrously in recent years. Inflation is running at 140% and a three-year drought has led to a sharp fall in agricultural production. Two out of five people live in poverty and the currency has lost 90% of its value in four years.

Milei's big idea involves abolishing the peso and for Argentina to use the US dollar instead. A milder form of this policy was tried in the early 1990s, when – after a previous episode of recession and hyperinflation – the government in Buenos Aires fixed the exchange rate at one peso to the dollar. This strategy, known as convertibility, was abandoned in 2002 after a deep recession and violent street protests against restrictions on bank withdrawals made it untenable.

Argentina's president-elect says he wants to go further. Under his proposal, the country's central bank would in effect be abolished and the economy fully “dollarised”. This would mean monetary policy for Argentina being set in Washington rather than Buenos Aires.

Other countries – Panama and Ecuador – have gone down this route but never one as big as Argentina, which is a member of the G20 group of leading developed and developing nations.

There are some obvious problems with Milei's economic experiment. The first is that Argentina and the US are very different economies, and so what might be the right monetary policy for the latter may be the wrong one for the former. Countries have to be careful about giving up the freedom to set their own interest rates and devalue their currencies.

The second problem is more practical: where would Argentina get its dollars from? At present, the central bank has almost no US dollar reserves to speak of, and lacks the access to global capital markets to obtain the stocks that would be required to keep the economy going. In theory, Milei could apply to the International Monetary Fund for a loan, but the chances of success would not be high. Argentina is already the biggest borrower from the IMF and owes it \$44bn (£35bn).

The IMF harbours doubts about whether dollarisation is feasible in the short term. The peso would require a substantial devaluation before dollarisation, and a weaker currency would push up prices and push up inflation still further.

Third, even if a solution can be found to the technical problems associated with abandoning the peso, Milei's shock treatment could blow up in his face relatively quickly. Dollarisation is a one-way street – a policy gamble with no exit that could lock Argentina into an unsustainable course and crash land the economy.

Mark Weisbrot, the co-director of the Center for Economic and Policy Research thinktank in Washington, said Argentina was paying a heavy price for the mistakes of a previous administration led by Mauricio Macri in the year after 2015.

“But a crazed, economically suicidal approach would only make things worse – and as Argentina has experienced, things can get a lot worse,” Weisbrot added.

Milei's victory speech made no reference to dollarisation or abolishing the central bank, leading to speculation that he could row back on his radical plans. In addition to currency reform, these include deep cuts in welfare payments and closing more than a dozen ministries

Nicolás Saldías, a senior Latin American analyst at the Economist Intelligence Unit, a research and analysis division of the Economist Group, said many of Milei's proposed reforms would be unpopular, especially with low-income Argentinians, and were likely to trigger social unrest by the country's powerful labour unions and social movements. “As a result, politics is likely to be highly polarised and divisive in the coming months, which is likely to result in a short honeymoon period for Milei.”

Larry Elliott
Economics editor