

L'euro en tant que monnaie internationale : Implications en matière de taux de change

Intervention de
M. Jacques de Larosière

lors d'un séminaire organisé par Euro50 GROUP
les 2 et 3 juillet à Rome

sur le thème

« 50 YEARS AFTER THE ROME TREATY : STRENGTHENING THE ECONOMIC LEG OF EMU »

Avant de donner la parole aux membres du panel, je voudrais rappeler et mettre en perspective quelques aspects factuels du rôle international de l'euro.

1. L'euro est devenu la monnaie la plus importante pour ce qui est de l'émission des instruments de dette internationale :

Si l'on additionne les obligations émises par les « non-résidents » -sociétés, gouvernements étrangers, institutions multilatérales- sur les marchés extérieurs (c'est-à-dire sur les marchés situés à l'extérieur des pays ou de la zone monétaire où ces émetteurs ont leur siège social), l'on observe que les émissions de ce type libellées en euros ont représenté de 1999 à la fin de 2006 un montant cumulé pratiquement égal à celui des émissions comparables en dollars (5,1 milliards d'euros contre 5,7 milliards d'euros pour les USA).

Mais si l'on ajoute à ces chiffres (qui ne comprennent que les obligations de plus de deux ans) les bons et les titres à court terme émis par les non-résidents, les instruments libellés en euros représentent environ 48 % du total mondial, contre 37 % pour le dollar¹.

Ainsi, en ce qui concerne les instruments de dette émis par les emprunteurs internationaux, nous vivons depuis la création de l'euro dans un monde bipolaire où l'euro joue le rôle dominant.

2. Le rôle de l'euro dans la dénomination et le règlement des transactions du commerce international reste limité :

L'usage de l'euro dans les transactions commerciales internationales est, d'une façon générale, limité géographiquement aux pays qui ont des liens régionaux avec la zone euro (pays ayant accédé à l'Union Européenne, pays de l'Union n'ayant pas adopté l'euro, membres de la zone CFA en Afrique).

¹ A la fin septembre 2006, les émissions en euros représentaient presque la moitié du total du stock des obligations internationales à court et long terme (voir : "The Euro : ever more global" par Axel Bertuch-Samuels et Parmeshwar Ramlogan, « Finance and Development », FMI , Mars 2007 ; voir aussi J. de Larosière : « The achievements and challenges of European Union : Financial Integration and its implications for the US » (Group of Thirty, Juin 2007).

3. Le rôle de l'euro comme monnaie de réserve internationale augmente mais lentement :

« En termes d'usage officiel, environ un tiers des pays qui choisissent une devise tierce pour stabiliser le cours de change de leur propre monnaie, s'ancrent à l'euro » (c'est le cas, en particulier, des pays ayant accédé à l'Union Européenne, des accédants potentiels et des membres de la zone CFA...) »²

La plupart des pays composant les deux autres tiers (situés surtout en Amérique latine, en Asie, et en Afrique), ancrent leur monnaie au dollar. Mais leur poids dans l'économie mondiale est substantiellement plus lourd.

Ceci est en ligne avec la composition actuelle des réserves officielles mondiales :

65 % : pour le dollar
24 % : pour l'euro
7 % : pour le yen et le sterling

On peut observer que le rôle de l'euro en tant que monnaie internationale s'est lentement accru au cours des années récentes et que les pays en développement détiennent une part plus importante -encore que limitée- de leurs réserves en euros que ce n'est le cas pour les pays industrialisés. Dans la mesure où les pays émergents sont la source principale de l'augmentation des réserves mondiales, ceci peut augurer pour l'euro un rôle plus important dans l'avenir.

oOo

Pour conclure, je ferai quelques simples remarques :

Pour devenir une monnaie de réserve internationale (ce qui peut comporter des avantages mais aussi des inconvénients et ce que la Banque Centrale Européenne ne s'est nullement fixé comme objectif), une monnaie doit répondre à plusieurs critères :

- elle doit maîtriser l'inflation de façon à préserver sa « valeur réelle ». A cet égard, l'euro est évidemment bien placé ;
- elle doit être attrayante aux investisseurs internationaux en ce qui concerne la croissance potentielle de son économie et la stabilité politique de son pays (de ce point de vue, les Etats-Unis sont dans une situation avantageuse par rapport à celle de l'Europe) ;
- elle doit s'appuyer sur un marché financier profond, liquide et ouvert sur lequel les investisseurs internationaux ne se sentent pas pris au piège et peuvent facilement vendre et transférer leurs avoirs. A cet égard, la zone euro est très bien placée, même si de nombreuses réformes restent à réaliser pour parfaire l'intégration des marchés financiers européens (en particulier, pour ce qui est d'une meilleure harmonisation réglementaire) ;

² Voir : « Finance and Development », FMI , Mars 2007 (cité ci-dessus)

- elle doit pouvoir attirer la confiance des investisseurs étrangers. De ce point de vue, « c'est un signe prometteur pour l'euro que les flux nets de capitaux vers la zone euro aient significativement augmenté depuis sa création, ce mouvement résultant dans le doublement des avoirs nets financiers en euros détenus par les non-résidents entre 1999 et la fin de 2006 »³ ;
- l'ampleur d'un glissement éventuel des réserves internationales vers l'euro dépendra beaucoup de la façon dont les déséquilibres mondiaux seront réduits. Si le mouvement est graduel et fondé sur des ajustements « réels » (reconstitution progressive de l'épargne des ménages aux Etats-Unis, accroissement de la consommation en Chine), on peut escompter des mouvements relativement limités sur le taux de change du dollar et, par conséquent, une réallocation graduelle -si elle devait se produire- des réserves officielles vers l'euro. Mais un ajustement brutal, combiné à une forte dépréciation du dollar -avec ses conséquences macroéconomiques, en matière de commerce extérieur et de protectionnisme- pourrait en revanche, modifier substantiellement les préférences relatives en faveur du dollar et de l'euro. Ceci exacerberait la tendance à la diversification des réserves -qui, jusqu'à présent, n'a pas posé de problème⁴- et aggraverait la volatilité des taux de change :
- enfin, si -croissance économique et gains de productivité aidant- l'euro devait devenir un jour une puissante monnaie internationale (ce qui supposerait que la balance des paiements courants de la zone devienne déficitaire et qu'elle attire des flux nets de capitaux extérieurs), la nouvelle allocation des réserves officielles qui résulterait de ce phénomène ne se réaliserait que sur le long terme, ne serait-ce qu'en raison de la force des habitudes (comme on l'a observé dans le passé pour la très lente évolution du sterling au profit du dollar).

³ Voir (2) ci-dessus.

⁴ Voir Edwin Truman and Anna Wong : « The case for an international reserve diversification standard », Institute for International Economics, Mai 2006.