



Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro ?

La mondialisation commerciale et financière, ainsi que les crises économiques et sanitaires qui ont marqué le système monétaire international au cours de la dernière décennie, conduisent à réexaminer le bilan coûts-avantages de l'internationalisation de l'euro. Développer le rôle international de l'euro se traduirait par un rééquilibrage du système monétaire international en faveur de l'euro, avec des effets potentiellement bénéfiques en termes de stabilité financière et macroéconomique. Cet article revient sur les raisons qui amèneraient à promouvoir le rôle international de l'euro, mais aussi sur les facteurs de risque associés. Si le bilan reste neutre pour la politique monétaire européenne, accroître le rôle international de l'euro protégerait néanmoins la zone euro des fluctuations mondiales. Surtout, les politiques qui favoriseraient le renforcement du rôle international de l'euro, en particulier la promotion de l'union des marchés de capitaux et des obligations vertes, conforteraient également la résilience et la croissance de long terme de la zone euro.

Mathieu BUSSIÈRE, Rémy LECAT et Edouard VIDON
Direction générale des Statistiques, des Études et de l'International
Banque de France

Codes JEL
E42, F31,
F4, G15,
N22, N24

17 %

la part de l'Union européenne
dans les exportations mondiales

— 11 000 milliards de dollars

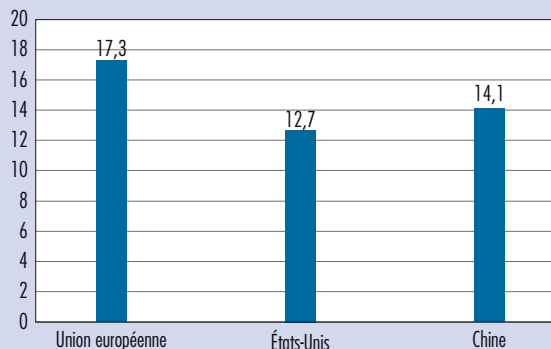
la position extérieure nette des États-Unis

6 700 milliards de dollars

les réserves de change en dollar

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

(en %)



Note : Hors commerce intra-UE.

Sources : Eurostat, FMI (DOTS), OMC.



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

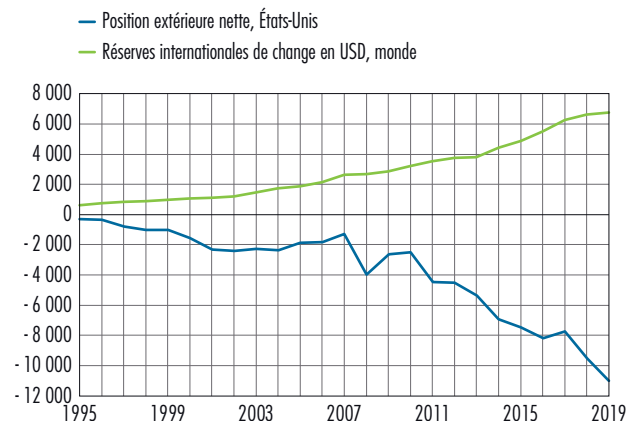
1 Voir Genre (V.), Lecat (R.) et Marsili (C.), « L'euro dans l'histoire du système monétaire international », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/6, mai-juin 2020.

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.

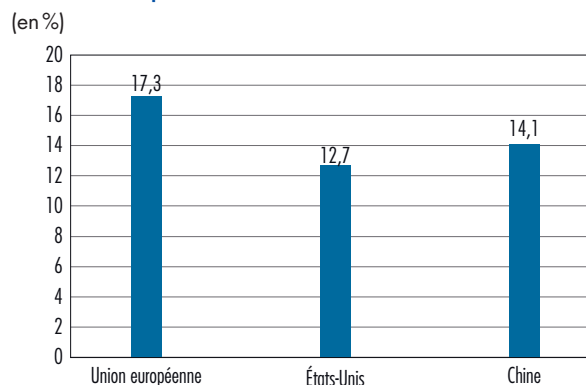
2. Comment développer le rôle international de l'euro ?

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.

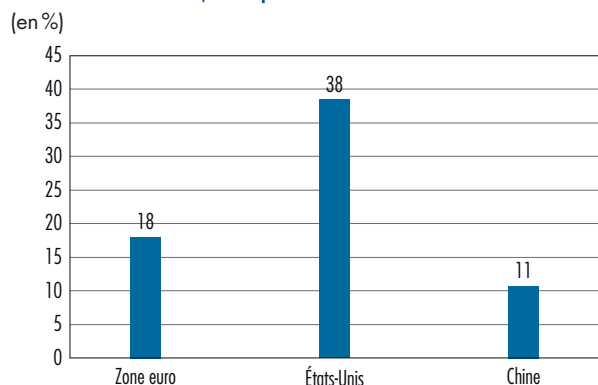
La stabilité de la zone euro et de l'UE a été mise à l'épreuve par les crises, des adaptations du cadre institutionnel ont été nécessaires. L'Eurosystème a joué un rôle décisif dans le cadre de son mandat, et l'architecture de la zone euro s'est enrichie d'un mécanisme d'assistance financière en temps 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.



Pour la promotion du rôle international de l'euro comme pour la stabilité financière de la zone après le Brexit, il est donc souhaitable de développer un système de centres financiers européens se caractérisant par une grande fluidité de la circulation des capitaux en son sein. De ce point de vue, certains éléments techniques restent à mettre en place ou à améliorer tels que l'accès à l'information sur les entreprises ou la titrisation par exemple. Mais les décisions clés concernant la fiscalité ou le droit des faillites restent du ressort des politiques gouvernementales.

Si l'Union européenne parle d'une seule voix en matière de commerce international, en revanche la représentation externe de la zone euro ou de l'Union européenne est loin d'être unifiée au sein des institutions financières internationales. Le rapport des cinq présidents (2015) le déplorait notamment dans le cas du FMI. Dans le rapport d'initiative de 2016, le Parlement européen concluait qu'« *au-delà du seul cas du FMI, une rationalisation progressive de la représentation de l'Union devrait être mise en œuvre au cours des prochaines années, tout d'abord au moyen d'une coordination renforcée...* » avant d'envisager à terme une unification des sièges⁹.

Enfin, l'histoire montre que le rôle international d'une monnaie dépend plus généralement de la capacité et de la volonté du pays qui l'émet de déployer sa puissance géopolitique. L'Europe compte parmi les défenseurs les plus fervents de l'ordre multilatéral, mais le développement du rôle de l'euro dépendra de la détermination ou non de l'Union à exercer en commun sa souveraineté et une politique de sécurité et de défense commune. Il ne s'agit pas là de reproduire des modèles pratiquant l'unilatéralisme et donnant une dimension extraterritoriale à leur législation, mais plutôt de donner à l'Europe tout son poids dans un système multilatéral.

Des incitations concrètes seraient également utiles

En décembre 2018, la Commission européenne, alors présidée par Jean-Claude Juncker, avait appelé à faire davantage pour que l'euro puisse jouer pleinement son rôle international. Cet appel s'était assorti d'une

recommandation concernant l'utilisation de l'euro dans les contrats et transactions du secteur de l'énergie, et débouchant sur une série de consultations sectorielles focalisées sur le marché des changes, les marchés de matières premières, et le secteur des transports (Commission européenne, 2018). Le résultat de ces consultations mettait en avant la nécessité d'une série d'actions concrètes visant à :

- favoriser la liquidité des transactions sur les paires de devises comportant l'euro dans les différents compartiments du marché des changes (comptant, terme, dérivés) ;
- travailler avec les bourses de matières premières en vue de favoriser l'émergence de prix de référence en euro pour le pétrole et le gaz naturel, mais aussi pour les matières premières minières et agricoles ;
- faciliter le financement en euro des transactions du secteur manufacturier aéronautique.

L'aspiration à renforcer le rôle international de l'euro a été réaffirmée par la Commission – qualifiée de « géopolitique » – présidée par Ursula von der Leyen, pour qui ce serait à la fois un résultat attendu de l'approfondissement de l'intégration économique et financière et une contribution à l'amélioration de l'environnement des affaires pour les entreprises européennes.

La crise du Covid-19 a entraîné une telle volatilité sur le prix des matières premières, et un tel choc majeur sur les industries de transports (notamment aéronautique), qu'elle pourrait déboucher sur un bouleversement du fonctionnement de ces marchés, non seulement dans les chaînes d'approvisionnement, mais aussi dans des microstructures telles que les modes de facturation et de financement.

Le « pacte vert » mis en avant par la Commission concerne l'ensemble des secteurs de l'économie, mais vise au premier chef à décarboner le secteur de l'énergie, ce qui peut être l'occasion de faire évoluer les pratiques de choix de la devise de transaction dans ce secteur. Les financements qui devront être mobilisés pour cette

⁹ Voir Goulard (S.), « Le rôle international de l'euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/5, mai-juin 2020.



transition seront également un vecteur privilégié de développement d'obligations « vertes » en euro (la moitié des émissions de ce type étant déjà libellées dans la monnaie européenne). Une première étape importante va être franchie dans cette direction avec l'adoption en cours d'un système européen de classification (ou taxonomie), qui permettra aux investisseurs de réorienter leurs investissements vers les technologies et les entreprises qui peuvent être considérées comme durables sur le plan environnemental, tout en évitant l'écueil du « *greenwashing* ». Les recommandations de transparence concernant les expositions du secteur financier au risque climatique et le développement de normes en matière d'émission d'obligations vertes constituent les premiers éléments d'un cadre qui doit favoriser l'émergence d'une véritable place financière verte européenne. Celle-ci constituerait une référence mondiale en matière de normes vertes de marché, et aurait pour caractéristique d'être largement libellée en euro. Des émissions d'obligations souveraines vertes standardisées, voire le cas échéant des émissions communes européennes visant à financer des investissements dans la transition climatique, fourniraient aussi aux investisseurs internationaux des titres de référence sûrs en euro, qui feraient fonction de *benchmark* pour ce marché.

Les banques centrales de l'Eurosystème, dans le cadre de leur mandat, ont également un rôle à jouer dans les

politiques qui contribuent à consolider le rôle international de la monnaie qu'elles émettent. C'est tout particulièrement le cas en matière d'infrastructures et de systèmes de paiement, de stabilité financière ou plus généralement de fonctionnement des marchés financiers. Cela passe notamment par la mise en place de toute la gamme des indices de référence sur les produits de taux d'intérêt, comme l'illustre l'établissement du taux de référence à court terme €STER en octobre 2019. Surtout, la consolidation des infrastructures de règlement des paiements et des titres en monnaie centrale (Target2 et T2S), ainsi que le déploiement de la plateforme de règlement instantané (TIPS) joueront un rôle central dans la fourniture de services de règlement sûrs et efficaces, fonction essentielle de la monnaie. Le développement d'une stratégie européenne pour les systèmes de paiement de détail sera également crucial, afin de préserver l'indépendance de l'Europe et la sécurité des utilisateurs par rapport aux réseaux et fournisseurs non européens de services de paiement. Il s'agit notamment de garantir que les données européennes de transactions ne soient pas détenues et valorisées hors d'Europe par les géants du numérique. Face au développement d'offres concurrentes de crypto-actifs digitaux liés plus ou moins étroitement au dollar ou à un panier de monnaies, la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement en euro sont un enjeu majeur de confiance des citoyens européens dans leur monnaie.



Bibliographie

Aldama (P.) et Ouvrard (J.-F.) (2020)

« Variantes analytiques du modèle de prévision et simulation de la Banque de France pour la France (FR-BDF) », *Document de travail*, Banque de France, n° 750, janvier.

[Télécharger le document](#)

Banque centrale européenne (BCE) (2020)

The International Role of the Euro, juin.

Bernanke (B.) (2005)

« The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit », Remarques devant la Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, 10 mars.

Borio (C.) et Disyatat (P.) (2011)

« Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link? » *BIS Working Papers (Document de travail*, Banque des règlements internationaux), n° 346.

Coeuré (B.) (2019)

« The Euro's Global Role in a Changing World: a Monetary Policy Perspective », Discours devant le Council on Foreign Relations, 15 février.

Commission européenne (2015)

« Compléter l'Union économique et monétaire européenne », rapport dit des cinq présidents, juin.

[Télécharger le document](#)

Commission européenne (2018)

« Vers un renforcement du rôle de l'euro », Communication au Parlement européen, au Conseil européen, au Conseil, à la BCE, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 5 décembre.

[Télécharger le document](#)

Eichengreen (B.), Mehl (A.) et Chițu (L.) (2018)

How Global Currencies Work: Past, Present, and Future, Princeton University Press.

Farhi (E.), Gourinchas (P.-O.) et Rey (H.) (2011)

Reforming the International Monetary System, Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Genre (V.), Lecat (R.) et Marsilli (C.)

« L'euro dans l'histoire du système monétaire international », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229-6, mai-juin.

Gopinath (G.), Boz (E.), Casas (C.), Díez (F. J.), Gourinchas (P.-O.) et Plagborg-Møller (M.) (2020)

« Dominant Currency Paradigm », *American Economic Review*, vol. 110, n° 3, mars, p. 677-719.

Goulard (S.) (2020)

« Le rôle international de l'euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229-5, mai-juin.

Ortega (E.) et Osbat (C.) (2020)

« Exchange Rate Pass-Through in the Euro Area and E.U. countries », *ECB Occasional Paper Series* (publication de la BCE), n° 241, avril.

Parlement européen (2016)

Rapport sur le rôle de l'Union dans le cadre des institutions et organes internationaux dans le domaine financier, monétaire et réglementaire, Commission des affaires économiques et monétaires (rapporteuse : Sylvie Goulard).

Shin (H. S.) (2012)

« Global Banking Glut and Loan Risk Premium », *IMF Economic Review* (publication du Fonds monétaire international), vol. 60, n° 2, p. 155-192.



Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Rédaction en chef

Corinne Dauchy,
Dominique Rougès

Secrétaires de rédaction

Alexandre Capony,
Cécile Golfier

Réalisation

Studio Création
Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

