

2008- 2018 : ces 10 ans où l'Euro a perdu beaucoup de terrain dans son rêve de concurrencer le dollar comme monnaie de réserve mondiale



Alors que l'un des objectifs de la monnaie unique européenne avait été de venir concurrencer le dollar comme monnaie de réserve, la position de l'euro s'est affaïssée dans ce domaine au cours des 10 dernières années, passant de 28% à 21% du total des réserves mondiales.

Avec Michel Ruimy

Atlantico: Quelles sont les causes de cette situation ?

Michel Ruimy : Tout d'abord, une monnaie internationale comme l'euro peut être recherchée pour différentes raisons : comme monnaie de réserve (dans les réserves de change), comme instrument d'épargne (support de thésaurisation, notamment en période de tensions), comme intermédiaire dans les échanges du commerce international (pour régler les exportations ou importations) ou enfin comme un ancrage (près d'une soixantaine de pays, dont les 19 de la zone euro, lient d'une manière ou d'une autre leur propre monnaie à l'euro).

Ensuite, il faut se rappeler que le développement de l'euro comme devise internationale ne fait pas partie du mandat de la Banque centrale européenne (BCE) et dépend uniquement des marchés... ce qui n'empêche pas la banque centrale de suivre de près le sujet. Ainsi, elle estime qu'environ 25% de la valeur des billets en euros sont détenus à l'extérieur de la zone euro. Ce montant représente, en quelque sorte, le plancher de l'estimation de la circulation de l'euro hors de ses frontières car il n'inclue pas d'autres canaux de sorties nettes de billets, comme le tourisme, les transferts de fonds des travailleurs migrants ou l'économie informelle. Ainsi, l'euro semble avoir acquis une place importante au sein du système monétaire international en se constituant un statut de deuxième devise clé derrière le dollar, mais loin devant le yen.

Il faut néanmoins mettre en perspective ces éléments. En dix ans, l'euro a perdu de sa puissance. Aujourd'hui, il arrive tout juste à constituer environ le quart de la demande internationale de devises notamment tant en termes de réserve de change que d'obligations, là où le dollar atteint plus de 60% des réserves de change et dépasse les 50% pour les obligations.

L'une des raisons pour lesquelles l'euro en est arrivé là réside notamment dans le fait qu'au cours des trois années, depuis le lancement du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE au printemps 2015, les interventions de la banque centrale se sont traduites par un quasi-assèchement du marché de la zone euro c'est-à-dire qu'on observe une baisse tendancielle du volume d'émissions souveraines, nettes de ses achats. En effet, avec ce programme, la BCE est devenue l'un des plus gros acheteurs de dettes européennes. Par exemple, la Banque de France, qui est chargée d'acquiescer les titres français pour le compte de la BCE, détient un peu moins de 20% de la dette négociable de l'État - qui s'élève à 1 700 milliards d'euros - alors que sa part était inférieure à 5% à la fin 2014 ! Ces interventions massives de la Banque de France ont complètement modifié la répartition entre détenteurs étrangers et

français de la dette d'Etat. Tandis qu'en 2009, la part des non-résidents était de près de 68%, ils ne pèsent plus qu'environ 55% aujourd'hui. Et c'est la même chose pour les autres pays de la zone euro.

En d'autres termes, le recul de la demande des investisseurs en obligations publiques et privées libellées en euros et la baisse de la part de l'euro dans les réserves mondiales ne sont que le reflet du programme de rachats d'obligations par la BCE qui a, en partie, asséché le marché de la zone euro. La pénurie de titres sur le marché qui en a résulté a précipité une grande partie de la courbe des taux dans les différents pays de la zone euro en territoire négatif (Quand le taux baisse, cela signifie que le prix de l'obligation monte, donc qu'il y a beaucoup de demande – tout ce qui est rare est cher).

En quoi la moindre offre de titre de la part des européens, actuelle et sans doute à venir au regard des ambitions de réduction de la dette, pourraient conduire à une poursuite de cette tendance négative ?

Cette année, le marché de la dette souveraine de la zone euro est bien soutenu avec une BCE, omniprésente, qui absorbe encore et jusqu'à la fin de l'année, pratiquement tout le flux des nouvelles émissions. Il se caractérise toutefois par de fortes divergences dans l'offre. Ainsi, les émissions d'obligations souveraines de la France et de l'Italie devraient, en particulier, excéder les achats attendus de la BCE tandis que les émissions nettes de l'Allemagne ou des Pays-Bas devraient demeurer en territoire négatif.

En effet, grâce aux performances de son économie, le gouvernement allemand a pris l'habitude, depuis quelques années, de gérer des budgets presque à l'équilibre - en 2017, ce pays a même enregistré un excédent budgétaire d'un peu plus de 1% de PIB -, ce qui fait qu'il a émis que très peu de titres sur le marché pour combler un déficit budgétaire, réduit à sa portion congrue. Il faut se rappeler que l'obligation allemande, le Bund, est très recherchée. Elle est, en quelque sorte, une valeur refuge pour les investisseurs et donc, le véritable actif de réserve de la zone euro, ce qui permet à la monnaie unique de rayonner au plan international. Quant aux Pays-Bas, les rentrées fiscales liées à la reprise économique et les produits de cessions d'actifs ont, dans une certaine mesure, réduit le besoin de financement de l'Etat et ceci devrait se traduire par des émissions nettes négatives pour la troisième année consécutive.

Ainsi, à court terme, la pénurie de dettes, notamment allemandes - cette insuffisance de Bunds risque d'ailleurs de faire plafonner le rendement de ces titres – et la volonté émise par les gouvernements de réduire leurs déficits budgétaires devraient conduire à un moindre volume d'émissions obligataires et, en conséquence, à un rôle international de l'euro moins important.

Quels en sont les risques pour l'euro ?

Il faut bien comprendre que les conséquences de l'arrêt des achats de la BCE seront probablement bien différentes de celles de l'expérience américaine. En effet, la fin de l'assouplissement quantitatif exercera une pression à la hausse sur les rendements, mais la faiblesse de l'offre provenant de la solide économie allemande va probablement faire contrepoids : la Bundesbank détient près de 30% des titres de créance allemands et, étant donné que l'émission nette du Bund devrait rester proche de zéro, cette proportion devrait rester à peu près inchangée dans les prochaines années. Le prix des obligations allemandes devrait rester proche de celui observé actuellement. Tout ceci signifie que, malgré le retrait prochain de la BCE de la période d'assouplissement quantitatif, les rendements obligataires de la zone euro, en particulier ceux de l'Allemagne, devraient rester faibles. La pénurie de papier allemand et de « gouvernements sûrs » de la zone euro en général, déclenchée par le programme de la BCE restera un facteur clé de la performance du Bund l'année prochaine.

Mais si les taux faibles voire négatifs affichés par plusieurs obligations d'Etat peuvent sembler être, dans une certaine mesure, un frein, les principaux obstacles pour accroître l'allocation en euros dans les réserves de change sont les performances économiques européennes en demi-teinte et surtout un accroissement des risques non économiques découlant notamment des évolutions géopolitiques (situations en Italie, en Pologne en Hongrie) qui pèsent sur l'avenir de l'Union européenne, en particulier dans la perspective des élections de mai prochain.

Alors que M. Juncker souhaite renforcer le rôle international de l'euro face au dollar, un des premiers soucis de la Commission européenne serait de renforcer l'Union économique et monétaire, en passant peut-être par la création d'un Fonds monétaire européen pour venir en aide aux pays de la zone en difficulté voire un approfondissement de l'Union bancaire, ce qui pourrait donner plus de poids aux marchés financiers de la zone euro et renforcer de manière indirecte la position internationale de l'euro.

Le rôle de l'euro s'accroîtrait sans doute une fois les chantiers menés à bien car, au final, le poids international d'une monnaie n'est que le reflet de la qualité des institutions et marchés du pays émetteur.