

Our euro, your solution. Comment renforcer le rôle international de l'euro

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 89, mars 2026

La célèbre citation du secrétaire au Trésor américain John Connally au début des années 1970, « Our dollar, your problem »*, est plus que jamais d'actualité. Le système monétaire mondial entre cependant dans une phase de recomposition, marquée par une fragmentation géopolitique accrue, des incertitudes sur le leadership économique américain et des reconfigurations des chaînes de valeur mondiales. Ces dynamiques rappellent le « Kindleberger gap », situation dans laquelle la puissance dominante n'est plus en mesure – ou ne souhaite plus – fournir les biens publics mondiaux nécessaires à l'exercice d'un leadership monétaire effectif. Dans ce contexte, une fenêtre d'opportunité s'ouvre pour l'euro, aujourd'hui la deuxième devise la plus utilisée au monde.

Malgré le poids commercial et financier de l'Union européenne, l'euro demeure un « second fort », encore nettement distancé par le dollar dans les systèmes de paiement mondiaux, la facturation des matières premières, les marchés de collatéral et les réseaux de liquidité offshore. Ce retard reflète notamment la fragmentation des marchés de dette souveraine, l'inachèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux, et l'insuffisance de l'offre d'actifs sûrs en euro (obligations souveraines nationales et européennes).

Si l'euro, dans sa configuration institutionnelle actuelle, n'est pas en mesure de supplanter le dollar comme principale monnaie mondiale, il peut néanmoins étendre significativement son empreinte et s'imposer comme une

alternative crédible sur des segments de marché clés. Un renforcement de son rôle international pourrait procurer à l'Union européenne des avantages économiques et géopolitiques significatifs : des coûts de financement plus faibles, une moindre dépendance vis-à-vis du dollar et une influence accrue dans l'économie mondiale.

L'internationalisation ne se produira pas spontanément : pour tirer parti de l'ouverture actuelle, l'UE doit engager un programme de réformes ciblé et de forte ampleur, capable de lever les contraintes structurelles persistantes. Les auteurs recommandent d'abord d'augmenter l'émission d'actifs sûrs européens, notamment des obligations européennes finançant des biens publics communs, et d'intégrer davantage ces titres dans les marchés financiers mondiaux. Ils proposent aussi de développer le marché des capitaux en euros, en soutenant les obligations d'entreprises, en renforçant la supervision financière européenne et en favorisant les investissements dans des entreprises innovantes. La *Note* suggère en outre de renforcer les infrastructures financières, en élargissant les lignes de swap entre la BCE et les autres banques centrales, et en encourageant l'usage de l'euro dans le commerce et les chaînes d'approvisionnement. Enfin, elle recommande d'adapter le cadre réglementaire afin de soutenir l'innovation dans les paiements numériques, via les *stablecoins* en euros et le développement d'un écosystème fondé sur des monnaies numériques de banque centrale émises par la BCE, dont l'euro numérique.

* Rogoff K. (2025) : « Our Dollar, Your Problem », Yale University Press.

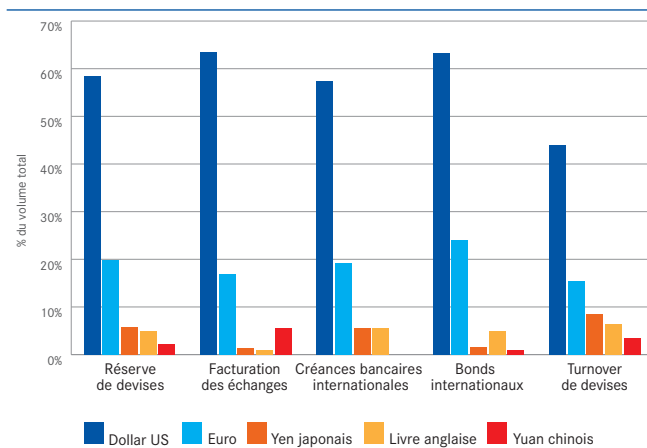
Cette *Note* est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage qu'eux.

^a London Business School et CEPR, ^b Allianz, Harvard et correspondant du CAE

Pourquoi internationaliser l'euro ?

Aujourd'hui, l'euro est la deuxième devise la plus utilisée au monde, représentant environ 20% des réserves de change mondiales — loin derrière le dollar (58%), mais nettement devant les autres monnaies (**Figure 1**). Un renforcement du rôle international de l'euro pourrait procurer à l'Union européenne (UE) des avantages économiques et géopolitiques significatifs : réduction des coûts de financement, autonomie accrue en matière de politique macroéconomique, augmentation des revenus de seigneurage¹, moindre exposition aux chocs extérieurs et influence stratégique renforcée. Il permettrait également d'élargir le volume de capital disponible à un moment où des investissements massifs sont nécessaires dans la défense, l'intelligence artificielle et la transition écologique.

Figure 1. Parts dans l'économie mondiale et répartition des devises



Source : FMI, External Sector Report 2025.

À rebours de certaines critiques, l'internationalisation de l'euro peut se faire sans perdre en compétitivité (pression excessive à la hausse sur son taux de change) si le processus est progressif, repose sur la profondeur financière et non sur des flux spéculatifs, et est accompagné d'émission d'actifs sûrs.

Malgré le poids commercial de l'UE (16% du commerce mondial, contre 16% pour la Chine et 14% pour les États-Unis) et la sophistication de ses marchés financiers (15% des flux financiers, contre 17% pour les États-Unis et 3% pour la Chine), l'euro demeure un « second fort », continuant d'être distancé par le dollar dans les systèmes de paiement mondiaux, la facturation des matières premières, les marchés de collatéral² (créances bancaires et obligations internationales) et les réseaux de liquidité offshore (turnover de devises) (**Figure 1**). Ce retard reflète en partie certaines fragilités macroéconomiques, notamment un déficit d'innovation dans les secteurs à forte

croissance comme les technologies numériques, mais aussi des contraintes institutionnelles telles que la fragmentation des marchés de dette souveraine, l'inachèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux, une offre limitée d'actifs sûrs et des filets de sécurité internationaux en matière de liquidité (*international liquidity backstops*) insuffisants. À ces difficultés s'ajoute la gouvernance diffuse de l'UE en matière de politique étrangère, de sécurité et de puissance économique et financière qui peut entraver une action géopolitique cohérente et limiter ainsi la capacité de l'euro à bénéficier du soutien stratégique qui sous-tend la domination du dollar.

La période actuelle constitue sans doute l'opportunité la plus importante depuis la création de l'euro pour renforcer son rôle international. Si, dans sa configuration institutionnelle actuelle, il n'est pas en mesure de supplanter le dollar comme principale monnaie mondiale, il peut néanmoins étendre significativement son empreinte et s'imposer comme une alternative crédible sur des segments de marché clés.

Mais l'internationalisation ne se produira pas spontanément : malgré les préoccupations croissantes suscitées par le dollar, les investisseurs ont surtout accru leurs stratégies de couverture. Pour tirer parti de l'ouverture actuelle, l'UE doit engager un programme de réformes ciblé et de forte ampleur, capable de lever les contraintes structurelles persistantes.

L'ouverture d'un « Kindleberger gap » : une opportunité pour l'euro comme monnaie mondiale

Les données historiques montrent que les monnaies de réserve mondiales émergent puis déclinent en parallèle des grands cycles géopolitiques de long terme³. La transition la plus récente — de la livre sterling au dollar entre les années 1920 et 1940 — est intervenue alors que les capacités budgétaires et militaires de l'Empire britannique s'érodaient à la suite des deux guerres mondiales. Les transitions entre monnaies de réserve reposent sur la crédibilité de la puissance émergente à fournir les principaux biens publics mondiaux : l'ouverture des échanges, des actifs de réserve sûrs, la sécurité extérieure et des fonctions de prêteur en dernier ressort.

Cela fait près d'un siècle que le dollar domine et le gouvernement américain a atteint un point d'inflexion où les charges d'intérêts de la dette excèdent les dépenses militaires — une évolution qui, historiquement, a souvent coïncidé avec des phases de déclin hégémonique (« loi de Ferguson »)⁴. L'ordre multilatéral d'après-guerre reposait sur l'État de droit et la solidité des institutions. Or, sous l'administration américaine actuelle, les interrogations se sont intensifiées, en particulier sur l'indépendance de la Réserve fédérale ou sur l'engagement

* Les auteurs remercient Samuel Delpeuch, Bjoern Griesbach, Patrick Krizan, Antoine Lopes, Benoît Mojon, Katharina Utermoehl et Augustin Vicard pour leurs contributions à cette Note, et les membres du Conseil d'analyse économique et Éric Monnet pour leurs conseils et remarques.

¹ La banque centrale imprime la monnaie et reçoit des intérêts sur l'argent qu'elle prête ou perçoit un rendement sur les actifs qu'elle acquiert : on parle de revenu de seigneurage.

² Ensemble des transactions et mécanismes par lesquels des actifs sont utilisés, échangés, prêtés ou mobilisés comme garanties dans le système financier.

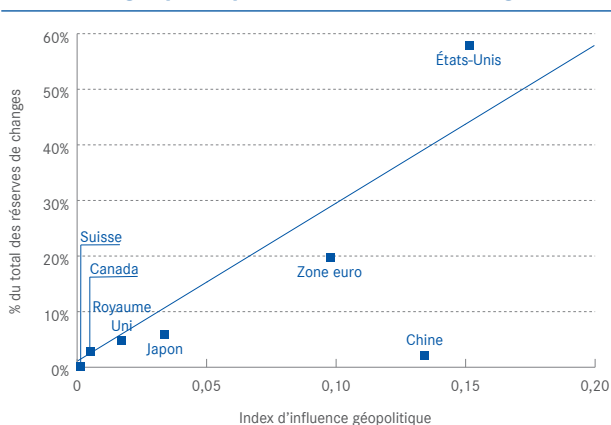
³ Voir Eichengreen B. (2011) : *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press

⁴ Ferguson N. (2025) : « Ferguson's Law: Debt Service, Military Spending, and the Fiscal Limits of Power », Hoover Institution, Stanford University.

international des États-Unis dans un contexte d'accélération de la fragmentation géopolitique. La réaction des marchés au « *Liberation Day* » du 2 avril 2024 a révélé les doutes quant au statut du dollar comme monnaie de réserve.

La composition des portefeuilles mondiaux de réserves reflète en partie des considérations géopolitiques et militaires (Figure 2). Comme le montrent Eichengreen et al.⁵, la part de la monnaie d'un allié militaire dans les réserves d'un pays est environ 30% plus élevée qu'elle ne le serait en l'absence d'une telle alliance. Si les États-Unis venaient à réduire leur engagement militaire ou financier dans la fourniture des biens publics internationaux, cela pourrait engendrer un affaiblissement du système de réserves centré sur le dollar, incitant les gestionnaires de réserves à diversifier davantage leurs avoirs. Cette diversification devient d'autant plus plausible que, de plus en plus, les lignes de swap⁶ de la Réserve fédérale, principal filet de sécurité mondial en matière de liquidité, sont perçues comme susceptibles d'être instrumentalisées à des fins géopolitiques.

Figure 2. Corrélation entre influence géopolitique et réserves de change



Sources : Global Firepower Index, CINC, Allianz Research

Constat 1. Les attaques contre les institutions américaines et l'ampleur du déficit budgétaire américain ouvrent une fenêtre d'opportunité. Si l'UE renforce son infrastructure financière et adopte une stratégie de croissance cohérente, l'euro peut capter une part des réallocations en cours dans les réserves internationales.

La zone euro combine une économie de grande taille et très ouverte, une position extérieure solide, des marchés financiers profonds et sophistiqués, ainsi qu'une banque centrale bénéficiant d'une réputation établie d'indépendance et de stabilité des prix. Le principal défi consiste à dimensionner et à renforcer l'infrastructure financière et monétaire de la zone euro afin de répondre à une demande mondiale croissante de liquidité et de sécurité. La zone euro manque en outre de capacité d'action en tant que puissance. L'UE doit se doter d'une stratégie en tant qu'acteur géopolitique dans un environnement international où la coercition tend à se substituer au multilatéralisme.

Les arguments en faveur d'un renforcement du rôle international de l'euro

Le renforcement du rôle international de l'euro procurerait des bénéfices économiques tangibles et renforcerait la résilience macroéconomique ainsi que l'autonomie stratégique de l'Europe. L'élévation du statut international d'une monnaie comme monnaie de réserve est indissociable de la fourniture d'un volume suffisant d'actifs sûrs, fonction qui confère des avantages significatifs à l'économie émettrice.

Outre l'augmentation des revenus de seigneurage (environ 0,15% du PIB par an pour la Banque centrale européenne (BCE), contre 0,5% du PIB pour la Réserve fédérale), le principal bénéfice réside dans ce que l'on appelle le « privilège exorbitant »⁷, expression forgée par l'ancien président français Valéry Giscard d'Estaing pour décrire la capacité des États-Unis à s'endetter à moindre coût en raison du rôle central du dollar et des titres du Trésor américain dans le système monétaire d'après-guerre, et à acquérir en contrepartie des actifs étrangers à rendement plus élevé. Ce « privilège exorbitant », estimé à environ 1,5% en termes réels entre les années 1950 et 2020, a historiquement contribué à la soutenabilité de la position extérieure nette américaine⁸. Cet avantage s'est toutefois nettement réduit ces dernières années.

Les obligations souveraines les plus sûres bénéficient généralement d'un avantage supplémentaire : les investisseurs acceptent des taux plus faibles en échange de leur sécurité et de leur forte liquidité. Cette prime est appelée *convenience yield*. Sur les titres du Trésor américain de maturité courte, elle se situe en temps normal à quelques dixièmes de point de base⁹. Elle diminue toutefois à mesure que le niveau de la dette augmente et serait aujourd'hui devenue quasi nulle sur les bons du

⁵ Eichengreen B., Mehl A. et Chitu L. (2017) : « Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice », *NBER Working Paper* n° 24145.

⁶ Une ligne de swap de devises entre banques centrales est un accord par lequel deux banques centrales s'engagent à s'échanger des devises, avec obligation de ré-échange à une date future et à un taux prédéterminé. Elle sert principalement à prévenir les pénuries de liquidité en devises, à stabiliser les marchés financiers et à limiter les tensions de change.

⁷ Gourinchas P.-O. et Rey H. (2007) : « From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, p. 11-66.

⁸ Dans la balance des paiements, la position extérieure nette correspond à la différence entre le total des actifs financiers détenus à l'étranger par les résidents et le total des actifs financiers nationaux détenus par les non-résidents. Pour le cas des États-Unis, voir Gourinchas P.-O., Rey H. et Sauzet (2019) : « The International Finance and Monetary Systems », *Annual Review of Economics*, 11(1), p. 859-893.

⁹ Le *convenience yield* correspond à la différence entre le rendement observé d'une obligations d'État et un rendement implicite calculé selon les fondamentaux (taux courts attendus et prime de terme). Dans cette Note, le *convenience yield* estimé correspond à la moyenne de deux méthodes : l'approche des proxys synthétiques (Lustig, H., Jiang, Z., van Nieuwerburgh, S. and Xiaolan, M. (2022) : « Bond Convenience Yields in the Eurozone Currency Union », NBER) et le *convenience yield* inter-souverain (Du W., Im J. et Schreger J. (2018) : « The U.S. Treasury Premium », *Journal of International Economics*). D'autres méthodes

Trésor américains (à l'exception du très court terme). Un autre avantage majeur lié à l'émission de la monnaie de réserve tient à la capacité de refinancement en période de crise : la demande de liquidité en dollars augmente fortement en situation de stress, constituant une source de soutien macroéconomique en cas de choc¹⁰.

Le dollar demeure la principale monnaie mondiale en grande partie parce qu'il est adossé à l'offre considérable d'actifs sûrs émise par le marché des titres du Trésor américain¹¹. Il en résulte une forte sensibilité de l'économie mondiale aux fluctuations du dollar¹². Les banques commerciales de la zone euro restent fortement dépendantes au dollar : environ 17 % de leur financement est libellé dans cette monnaie et près d'un quart d'entre elles ne disposent pas d'une liquidité suffisante pour couvrir cette exposition¹³. L'élargissement du stock d'actifs sûrs libellés en euros pourrait ainsi permettre de réduire les coûts de financement des États, des banques et des entreprises, et de renforcer la stabilité financière d'ensemble¹⁴.

La domination du dollar reflète également le rôle central des États-Unis dans les systèmes mondiaux de paiement et de règlement, dans les marchés de matières premières, ainsi que l'ampleur du réseau offshore de financement en dollars (marché « eurodollars ») – estimé entre 10 000 et 15 000 milliards de dollars. Une internationalisation accrue de l'euro transférerait le risque de change vers les partenaires commerciaux non membres de la zone euro et stabiliserait ainsi les recettes et les marges des entreprises de la zone euro. Un positionnement renforcé au sein des infrastructures financières mondiales accroîtrait également la capacité de l'UE à exercer un levier géopolitique (par exemple, des sanctions financières) à la mesure de son poids économique. Par exemple, la possibilité d'appliquer des sanctions financières à grande échelle dépend de la dépendance des intermédiaires étrangers à l'accès aux systèmes de paiement et à la liquidité dans la monnaie qui impose les sanctions. À ce stade, la zone euro ne bénéficie pas pleinement de cette capacité, malgré son poids économique substantiel. L'extension de l'usage international de l'euro renforcerait donc l'influence de l'UE sur la scène internationale et améliorerait sa résilience en période de tensions géopolitiques.

Il n'existe toutefois pas de bénéfice sans contrepartie. En période de tensions internationales, le « privilège exorbitant » peut se muer en « devoir exorbitant », lorsque l'économie dominante, en tant que valeur refuge, peut subir une forte appréciation de son taux de change. Cela se traduit par une dégradation marquée de sa position extérieure nette lors des crises mondiales – comme en 2008 ou lors du choc lié à la pandémie de Covid-19.

Constat 2. Un renforcement du rôle international de l'euro permettrait de réduire les coûts de financement des États et des entreprises, de diminuer la dépendance européenne à l'égard des États-Unis et de leurs technologies et d'accroître son influence géopolitique.

Une question est de savoir si l'euro peut s'internationaliser davantage sans reproduire le modèle américain fondé sur des déficits courants persistants et une position extérieure nette fortement négative. La réponse est positive : il n'existe pas de lien automatique entre position extérieure nette négative et internationalisation d'une monnaie. Le Royaume-Uni occupait une place centrale dans le système monétaire international sous l'étalon-or tout en étant créancier du reste du monde, de même que les États-Unis jusqu'aux années 1980. Le principal défi pour la zone euro est donc clair : développer un écosystème financier international robuste fondé sur l'euro et fournir un volume suffisant d'actifs sûrs, tout en préservant la discipline budgétaire.

Les investisseurs sont à la recherche d'une alternative au dollar

Malgré la montée de l'incertitude géopolitique et l'érosion relative de la crédibilité internationale des États-Unis, les investisseurs internationaux n'ont pas abandonné les actifs américains. Les flux de capitaux vers les actions et les obligations américaines demeurent soutenus. Toutefois, les investisseurs ont accru la couverture de change de leurs expositions en dollars plutôt que de réduire ces expositions.

Ce comportement suggère que, si les États-Unis conservent une forte attractivité en raison de leur capacité d'innovation, de leur rentabilité et de la profondeur de leurs marchés de capitaux, la volonté de limiter le risque de change s'accroît.

Au début des années 2000, la part du dollar dans l'encours de dette internationale en circulation avait déjà reculé, passant d'environ 60 % à 40 %, à mesure que les émissions en euros gagnaient du terrain. Cette dynamique s'est toutefois inversée lors de la crise financière mondiale, lorsque les investisseurs ont recherché la sécurité et la liquidité que la zone euro n'était pas en mesure d'offrir. Cet épisode souligne la possibilité de réouvertures périodiques d'un espace concurrentiel au profit de monnaies alternatives. Toutefois, ces fenêtres d'opportunité peuvent se refermer rapidement si l'écosystème financier concurrent ne parvient pas à changer d'échelle.

d'estimation existent, notamment celle de la prime de sécurité (voir Krishnamurthy A. et Vissing-Jorgensen A. (2012) : « [The Aggregate Demand for Treasury Debt](#) », *Journal of Political Economy*).

¹⁰ Ando S., Dell'Ariccia G., Gourinchas P.O., Lorenzoni G. et Roch F. (2023) : « [Debt Mutualization in the Euro Area: A Quantitative Exploration](#) », IMF Working Paper.

¹¹ Gourinchas P.-O., Rey H. et Andreoli M. (2022) : « [Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty](#) », *CEPR Discussion Paper*.

¹² Miranda-Agrippino S. et Rey H. (2020) : « [US Monetary Policy and the Global Financial Cycle](#) », *The Review of Economic Studies*, 87(6), pp. 2754-2776.

¹³ Klaus B. et Mingarelli L. (2024) : « [Euro area banks as intermediators of US dollar liquidity via repo and FX swap markets](#) », *Financial Stability Review*, novembre.

¹⁴ European Banking Authority (2025) : [EU-wide Stress Test](#).

Constat 3. Les investisseurs internationaux couvrent de plus en plus leur risque de change en dollars. L'euro ne pourra devenir une alternative crédible qu'en surmontant la fragmentation des marchés, en créant une liquidité plus profonde et en s'appuyant sur une stratégie de croissance.

Les gestionnaires de réserves recherchent non seulement la stabilité de la valeur de leurs réserves, mais aussi des marchés d'actifs sûrs, profonds et fongibles, une infrastructure de refinancement fiable et un filet de sécurité crédible en matière de liquidité. La BCE a décidé de renforcer sa fourniture de liquidité aux autres banques centrales (facilité repo¹⁵ de l'Eurosystème – EUREP). L'idée sous-jacente est celle d'une ouverture à vocation mondiale, dans la mesure où « le cadre actualisé introduit, en principe, un accès permanent pour toutes les banques centrales, sauf exclusion fondée notamment sur des motifs liés au blanchiment de capitaux, au financement du terrorisme ou aux sanctions internationales¹⁶ ». Actuellement, EUREP ne bénéficie qu'à huit banques centrales voisines hors zone euro et demeure encadré par un dispositif strict de gestion des risques.

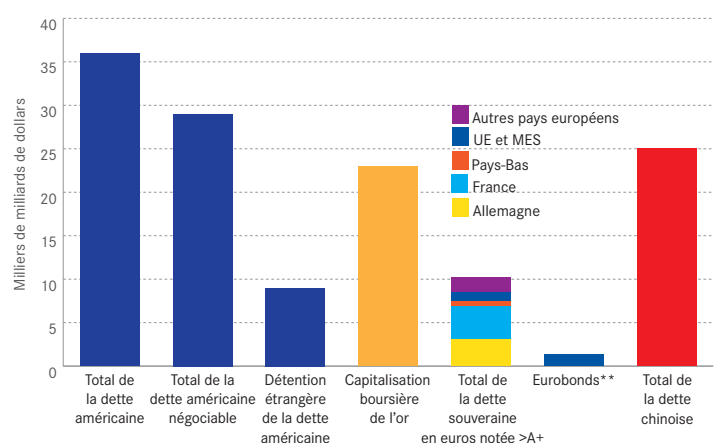
L'UE accuse déjà un retard par rapport à la Chine dans la mise en œuvre d'une telle stratégie. La Banque populaire de Chine (PBoC) a établi 39 lignes de swap avec ses partenaires commerciaux (pour un montant équivalent à environ 600 milliards de dollars), principalement à destination des économies émergentes, dans le cadre de sa stratégie d'internationalisation du renminbi¹⁷. Ce dispositif permet de fournir une liquidité offshore suffisante en yuan aux partenaires étrangers – importateurs de biens chinois ou exportateurs de matières premières vers la Chine – adossée à des collatéraux chinois, principalement des obligations d'État.

En outre, le gouvernement chinois offre aux émetteurs souverains en difficulté associés à l'initiative des nouvelles routes de la soie (*Belt and Road Initiative*) la possibilité de convertir en renminbi leurs dettes en dollars américains¹⁸.

La Chine dispose déjà d'une infrastructure financière et d'une vision politique claire de son rôle dans l'économie mondiale, mais son compte financier demeure insuffisamment ouvert, en raison des contrôles de capitaux. L'Europe, à l'inverse, bénéficie d'un compte financier ouvert, mais manque d'une infrastructure financière pleinement intégrée et d'une vision politique cohérente de son rôle économique global. La domination du dollar tient au fait que les États-Unis réunissent ces trois dimensions. Le dollar bénéficie en outre du marché des titres du Trésor américain – un actif sûr homogène, offrant des maturités allant d'un mois à trente ans et représentant une profondeur de marché d'environ 28 000 milliards de dollars.

L'offre agrégée de dette de haute qualité au sein de la zone euro demeure trop limitée et fragmentée pour permettre un renforcement du statut international de l'euro comme monnaie de réserve. En effet, l'ensemble du stock de dette souveraine et quasi souveraine de la zone euro notée A+ ou mieux est d'un montant à peu près équivalent aux seules détentions étrangères de titres du Trésor américain (Figure 3). La Chine, quant à elle, dispose d'un marché de dette de grande taille, comparable à celui des États-Unis (environ 25 000 milliards de dollars). Toutefois, ce marché est fortement fragmenté entre l'État central, les collectivités régionales et les entreprises publiques, avec des structures comptables et de détention opaques.

Figure 3. Taille relative des marchés de dette publique et des actifs sûrs : États-Unis, zone euro et Chine



Note : Données disponibles en mai 2025. * La dette publique de la zone euro comprend l'Allemagne, la France, l'Espagne, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande et l'Irlande. ** Eurobonds : encours des émissions de l'UE, du Mécanisme européen de stabilité (MES) et du Fonds européen de stabilité financière (FESF).

Source : LSEG Workspace, Allianz Research

L'euro pourrait attirer une part plus importante des réserves mondiales et être davantage utilisé dans les transactions internationales si son architecture financière était substantiellement renforcée et plus largement internationalisée – notamment par l'élargissement du stock d'actifs sûrs libellés en euros et par le développement de lignes internationales de liquidité plus étendues.

Trois piliers pour renforcer le rôle international de l'euro

Pour internationaliser l'euro, la zone euro doit remédier aux insuffisances de l'architecture de ses marchés financiers, de

¹⁵ Une *repo facility* de banque centrale est un mécanisme par lequel une banque centrale fournit de la liquidité aux banques commerciales ou à d'autres banques centrales en échange de titres (souvent des obligations souveraines), avec engagement de rachat à une date future et à un prix déterminé.

¹⁶ ECB Press Release (2026) : « ECB enhances repo facility for central banks », 14 février.

¹⁷ Eichengreen B., Macaire C., Mehl A., Monnet E. et Naef A. (2023) : « Internationalisation of the renminbi and capital account openness », in *The International Role of the Euro*, BCE, juin

¹⁸ Howell M.J. (2020) : *Capital Wars. The Rise of Global Liquidity*, chapitres 7 et 9.

ses systèmes de paiement et de ses infrastructures numériques. Ce chantier peut être structuré autour de trois piliers : le renforcement des marchés financiers par la création d'un écosystème unifié d'actifs sûrs ; l'élargissement de l'usage de l'euro le long des chaînes de valeur mondiales et des réseaux de paiement ; et le développement d'instruments numériques libellés en euros – en particulier des dépôts tokenisés¹⁹, une monnaie numérique de banque centrale (MNBC)²⁰ de détail et de gros (*wholesale CBDC*), des *stablecoins*²¹ de haute qualité ainsi que des plateformes d'échange hautement sécurisées permettant la circulation d'actifs tokenisés²². L'existence d'une MNBC, susceptible d'assumer une fonction de prêteur en dernier ressort au sein d'un système régulé où dépôts et titres tokenisés peuvent être échangés, constitue un atout par rapport à un modèle américain aujourd'hui largement fondé sur des *stablecoins* conçus sans prêteur en dernier ressort. Les interconnexions internationales des systèmes de paiement constituent également un levier important, qu'il s'agisse des systèmes de paiement de détail existants et performants (tels que l'UPI en Inde ou le PIX au Brésil) ou des infrastructures fondées sur des MNBC. Dans l'ensemble de ces évolutions, la sécurité du système, la gouvernance des plateformes et l'intégrité des données doivent demeurer des priorités absolues.

Renforcer l'architecture financière européenne

Une contrainte majeure pesant sur le renforcement du rôle international de l'euro demeure la taille limitée de son marché obligataire, notamment souverain. En effet, un marché obligataire plus profond (volume important d'émissions et d'échanges, forte liquidité, diversité d'émetteurs, d'investisseurs, de maturités) réduit le coût du capital, renforce la stabilité financière et accroît l'efficacité de la politique monétaire. L'encours total des obligations souveraines de la zone euro et des obligations supranationales notées au moins A+ s'élève à environ 8 000 milliards d'euros. Au sein de cet ensemble, l'encours des émetteurs supranationaux en euros – instruments les plus proches d'un profil de risque véritablement agrégé à l'échelle de la zone euro (par exemple celles de l'Union européenne, du Mécanisme européen de stabilité ou de la Banque européenne d'investissement) – ne représente qu'environ 1 000 milliards d'euros. La zone euro ne fournit pas un volume suffisant d'actifs sûrs pour être utilisé massivement comme collatéral dans le système financier mondial.

Les actifs sûrs libellés en euros souffrent également d'un manque d'homogénéité. Alors que les actifs sûrs américains sont émis par un seul acteur, le Trésor américain, la zone euro est fragmentée entre 20 émetteurs souverains et plusieurs émetteurs supranationaux, chacun présentant des notations de crédit, des conditions de liquidité, des traitements réglementaires, des régimes de retenue à la source et des structures de marché distincts. Cette fragmentation se traduit par une répartition inégale des taux des obligations européennes.

Il en résulte une vulnérabilité persistante de la zone euro : les émetteurs les mieux notés profitent de taux bas, en particulier en période de crise, tandis que les autres doivent accepter des décotes croissantes liées à la liquidité et à la sécurité. À terme, cette dynamique peut engendrer une pénurie systémique d'actifs sûrs, voire un « piège de sécurité » (*safety trap*), susceptible non seulement d'entraver le rôle international de l'euro, mais également d'entraîner des conséquences macroéconomiques négatives²³.

L'environnement actuel est particulièrement favorable à l'émission d'une dette commune européenne. Le gouvernement américain a en effet substantiellement réduit – voire presque épuisé – le *convenience yield* associé à ses titres, en raison de son volume important de dette, qui affaiblit sa crédibilité budgétaire et monétaire et pourrait remettre en cause la perception de sécurité et, in fine, la crédibilité de la monnaie elle-même²⁴. Les pays ayant un niveau de dette publique plus faible, comme l'Allemagne, bénéficient d'un *convenience yield* plus élevé, reflétant une forte prime de sécurité, tandis que des pays très endettés comme le Japon ont un *convenience yield* plus faible. Les États-Unis, la France et le Royaume-Uni se situent dans une position intermédiaire, où l'augmentation de la dette réduit la prime de sécurité mais accroît la prime de liquidité.

La dette souveraine de la zone euro continue de bénéficier d'une prime de sécurité auprès des investisseurs internationaux ; toutefois, sa divergence interne s'est accentuée. Alors que les Bunds allemands conservent un *convenience yield* d'environ 30 points de base, les OAT françaises ont perdu leur avantage et se négocient désormais avec une décote de sécurité comprise entre 20 et 45 points de base. Pour les obligations de l'Union européenne, le *convenience yield* estimé s'élève à environ 10 points de base, les situant entre l'Allemagne et la France, mais au-dessus des États-Unis²⁵ (**Figure 4**).

¹⁹ Il s'agit de dépôts bancaires traditionnels émis par des établissements régulés, mais représentés sous forme de jetons numériques. Contrairement aux *stablecoins*, ils restent intégrés au système bancaire et soumis au cadre prudentiel existant. Voir Krizan P., Lopes A. et Subran L. (2026) : « Le rôle international de l'euro à l'ère du numérique », *Focus du CAE* n° 128.

²⁰ Une MNBC de détail, à l'image du projet d'euro numérique porté par la BCE, est une monnaie numérique émise par une banque centrale et accessible aux particuliers et aux entreprises. Une MNBC de gros est une monnaie numérique de banque centrale réservée aux banques et institutions financières pour les règlements interbancaires. Voir Krizan P., Lopes A. et Subran L. (2026) : *ibid.*

²¹ Un *stablecoin* est un actif numérique (crypto-actif) conçu pour maintenir une valeur stable, généralement indexée sur une monnaie comme le dollar ou l'euro. Voir Krizan P., Lopes A. et Subran L. (2026) : *ibid.*

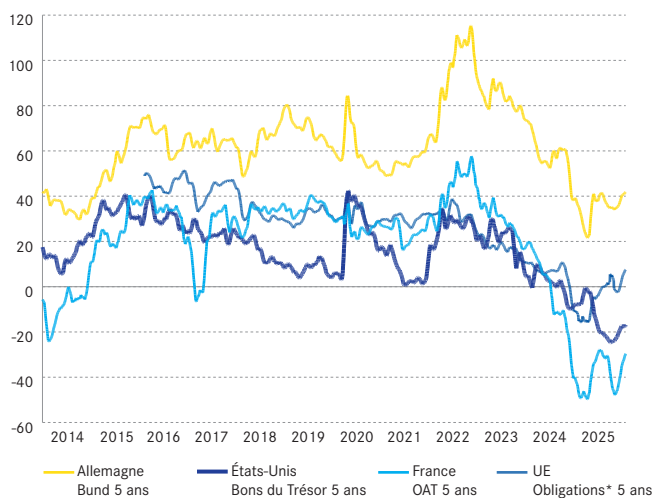
²² Un actif (ou titre) tokenisé est un titre financier représenté sous forme de token numérique sur une blockchain. Les obligations, les actions (comme les actifs réels ou monétaires) peuvent être tokenisés pour fractionner, accroître la liquidité, régler plus rapidement, automatiser (par exemple les dividendes ou coupons, on parle alors de finance programmable).

²³ Caballero R. et Farhi E. (2017) : « The Safety Trap », *Review of Economic Studies*, 85, 1.

²⁴ Farhi E. et Maggiori M. (2018) : « A Model of the International Monetary System », *Quarterly Journal of Economics*.

²⁵ Lustig H., Jiang Z., van Nieuwerburgh S. et Xiaolan M. (2022) : « Bond Convenience Yields in the Eurozone Currency Union », NBER.

Figure 4. Estimation des *convenience yield* européens et américain



Note : Moyenne de proxies synthétiques mentionnés dans Lustig et al. (2024) et *convenience yield* inter-souverain de Du et al. (2018).

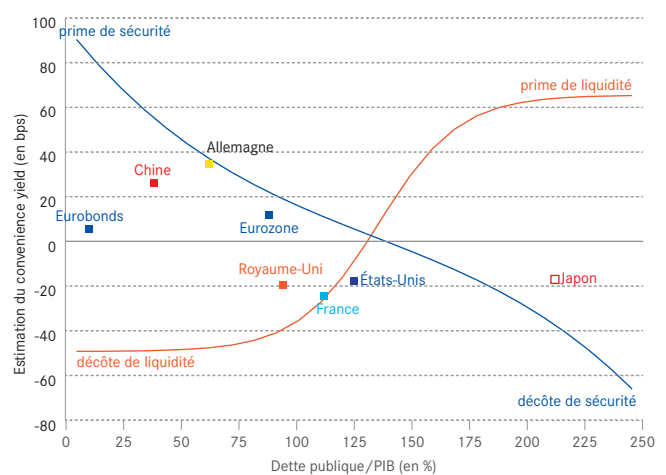
Sources : LSEG Datastream, Allianz Research.

L'écart entre le *convenience yield* des obligations de l'UE et celui des Bunds allemands ne tient pas à une différence de sécurité — les deux étant notés AAA — mais à une prime de liquidité plus faible, principalement due à l'exclusion des obligations européennes des principaux indices obligataires souverains. Une inclusion plus large dans ces indices élargirait la base d'investisseurs des obligations de l'UE, cette inclusion étant déterminante pour les investisseurs institutionnels²⁶.

Que se passerait-il en cas d'accroissement de l'offre d'obligations de l'UE ? Selon notre modèle, qui estime les primes de sécurité et de liquidité associées à différents niveaux d'émission, l'encours d'Euro-obligations pourrait être accru jusqu'à 2 500 milliards d'euros sans éroder le *convenience yield* actuel. En outre, une émission supplémentaire de 500 milliards d'euros accroîtrait vraisemblablement le *convenience yield* des obligations de l'UE de 15 à 20 points de base via un renforcement de la prime de liquidité, sans compromettre la composante sécurité ni affecter significativement celle des autres obligations souveraines très bien notées (Figure 5), à condition que la crédibilité budgétaire soit maintenue. Cela serait suffisant pour couvrir les besoins européens en matière de dépenses dans les futures technologies de la défense (connectivité, robotique et IA, quantique) dans une phase de rattrapage s'étendant de 2026 à 2035²⁷. Un financement commun par un sous-ensemble de pays pour des actifs détenus en commun (comme des satellites) pourrait rencontrer un soutien politique. Une autre possibilité serait la mise en œuvre de conversion d'une partie de la dette existante en EU bonds²⁸.

L'émission de tels instruments de plus longue maturité permettrait de passer d'une logique opportuniste à une approche stratégique, avec pour objectif de construire une courbe de référence liquide pour les obligations européennes (EU Bonds)²⁹.

Figure 5. Relation entre niveau de dette publique et *convenience yield*



Note : *Convenience yields* estimées comme la moyenne d'indicateurs synthétiques, tels que présentés dans Lustig et al. (2024), et primes de commodité inter-souveraines fondées sur Du et al. (2018). Les fonctions de sécurité et de liquidité sont stylisées à partir des courbes propres à chaque émetteur. Elles convergent au centre mais peuvent présenter des pentes différentes aux extrémités.

Sources : LSEG Workspace, Allianz Research.

En complément, une émission conjointe pourrait se concentrer sur les maturités les plus courtes, c'est-à-dire sur des titres de dette à court terme (EU Bills). À condition qu'une augmentation des émissions conjointes s'accompagne d'un renforcement de la supervision budgétaire centralisée, ces instruments ne devraient pas rencontrer de résistance politique, dès lors qu'ils n'impliquent pas de transferts budgétaires permanents et financent des biens publics européens largement acceptés³⁰.

Le marché actuel des EU Bills, principalement alimenté par l'Allemagne, la France et l'Italie, ne représente qu'environ 500 milliards d'euros. Pour avoir un impact significatif à l'échelle mondiale, l'encours d'EU Bills devrait au moins doubler. L'inclusion semble être déterminante dans des indices de référence pour investisseurs institutionnels³¹.

Toutefois, même avec un tel approfondissement de la liquidité de marché, la fonction de *convenience yield* européenne restera plus sensible que celle des États-Unis à la composante liée au niveau d'endettement (sécurité). Autrement dit, pour atteindre une prime de l'ordre de 40 points de base, l'UE devra

²⁶ Bonfanti, G., & Marcucci, J. (2025) : *A European Safe Asset? Not Without the Investors*.

²⁷ Hildebrand P., Rey H. et Schularick M. (2025) : « *European Defense Governance and Financing* », CEPR, novembre.

²⁸ Blanchard O. et Ubide Á. (2025) : « *Now is the time for Eurobonds: A specific proposal* », PIIE.

²⁹ Vallée S. (2026) : *A global Euro*.

³⁰ Pisani-Ferry J. (2014) : *The Euro Crisis and Its Aftermath*, Oxford University Press.

³¹ Bonfanti G. et Marcucci J. (2025) : *op. cit.*

développer plus largement son écosystème en euros (y compris les marchés monétaires et les marchés offshore) dans la mesure où sa capacité d'absorption de la dette demeure largement tributaire de son secteur bancaire et des contraintes pesant sur les bilans.

Recommandation 1. Accroître le stock d'actifs sûrs en euros (émissions conjointes d'EU Bills et d'obligations de l'UE par la Commission européenne ou des coalitions de pays), afin de financer des biens publics européens et des actifs communs (la défense, la transition climatique, etc.) et renforcer ainsi l'autonomie stratégique de l'UE. Promouvoir l'inclusion des obligations de l'UE dans les principaux indices obligataires internationaux.

Les contraintes structurelles pesant sur la taille et la liquidité du marché obligataire en euros ne concernent pas uniquement les émetteurs souverains. Le marché des obligations d'entreprises libellées en euros demeure également nettement plus restreint et moins liquide que son équivalent américain, principalement en raison du modèle de financement propre à la zone euro, où environ 65 % du financement des entreprises provient de prêts bancaires et seulement 35 % de dettes négociées – à l'inverse de la structure observée aux États-Unis, où la répartition est d'environ 15 % de prêts bancaires contre 85 % de financement de marché³².

L'élargissement du rôle international de l'euro devrait donc s'accompagner d'incitations à un financement davantage orienté vers les marchés de capitaux pour le secteur privé, tant au sein de l'Union européenne que pour les entreprises non européennes émettant en euros (par exemple via des émissions dites *reverse Yankee bonds*, dont les émissions ont atteint un record de 85 milliards de dollars en 2025). Une attention particulière devrait être portée aux petites et moyennes entreprises, qui constituent un pilier du tissu économique européen, notamment par la mise en place d'un guichet unique européen pour les introductions en bourse³³.

Compte tenu des progrès limités de l'Union de l'épargne et de l'investissement dans sa forme traditionnelle, les efforts de politique économique devraient privilégier une approche pragmatique : la mise en place d'un « 28^e régime » offrant aux entreprises un cadre optionnel pleinement harmonisé, opérant en parallèle des régimes nationaux sur la base d'un corpus réglementaire unique et simplifié. Ce dispositif inclurait un renforcement de la supervision centralisée par l'Autorité

européenne des marchés financiers (ESMA), dotée de responsabilités directes à l'égard des principales entités, à l'image du mécanisme de supervision bancaire de la BCE³⁴. Une telle initiative accélérerait l'intégration des marchés, approfondirait la liquidité et soutiendrait l'internationalisation de l'euro sans nécessiter une harmonisation complète entre tous les États membres. Plusieurs propositions sont actuellement à l'étude pour améliorer le fonctionnement des marchés de capitaux européens (produits d'épargne et mécanismes d'introduction en bourse pan-européens)³⁵. Il est urgent de mettre en place des initiatives pragmatiques et d'ampleur pour favoriser les capitaux « patients »³⁶ investis dans des actifs risqués. La moindre présence de fonds de pension par rapport aux États-Unis constitue un handicap majeur pour le financement de la croissance des entreprises.

Les rapports Draghi et Letta³⁷ soulignent que la fragmentation juridique au sein de l'Union constitue un obstacle majeur au financement des entreprises et à la croissance. Le 28^e régime couvrirait notamment des aspects relevant du droit des sociétés, du droit des faillites, du droit du travail et de certaines dispositions fiscales. L'objectif serait d'étendre cette logique au financement des entreprises, en particulier par le biais du marché obligataire.

Recommandation 2. Promouvoir l'utilisation du « 28^e régime » auprès des entreprises européennes et étrangères afin de soutenir le marché des obligations d'entreprises en euro. Renforcer le rôle de l'ESMA en tant qu'autorité de supervision centralisée et favoriser l'investissement de capitaux « patients » dans des actifs risqués pour permettre la croissance d'entreprises innovantes.

Un rôle mondial accru de l'euro pourrait également encourager un plus grand nombre de pays émergents à émettre de la dette libellée en euros. À ce stade, le marché de la dette souveraine émergente en devises demeure très largement dominé par le dollar, tandis que les émissions en euros restent concentrées chez les voisins européens hors zone euro.

La promotion de l'internationalisation de l'euro doit s'appuyer sur un filet de sécurité monétaire solide et crédible. La BCE a formalisé son cadre de lignes de liquidité (EUREP), mais son ambition demeure, à ce stade, très en deçà de l'ampleur et de la portée mondiale du réseau de lignes de swap en dollars de la Réserve fédérale, de la facilité repo FIMA et du réseau en expansion de la Chine en renminbi.

³² ICMA (2024) : « [Bond Markets to Meet EU Investment Challenges](#) », rapport ICMA.

³³ Letta E. (2024) : [Much More than a Market – Speed, Security, Solidarity](#), avril.

³⁴ Letta (2024) : *ibid.*

³⁵ IEP@BU (s.d.) : [Feasible Steps to Finance Innovation in Europe: Six Proposals to Strengthen EU Capital Markets](#) ; Noyer C. et Kukies J. (2026) : « [Financing Innovative Ventures in Europe](#) », janvier.

³⁶ Les capitaux « patients » désignent des financements de long terme qui privilégient la création de valeur, tout en visant un rendement financier sur un horizon plus long que d'autres formes traditionnelles d'investissement (capital-risque).

³⁷ Draghi M. (2024) : [L'avenir de la compétitivité européenne](#), Commission européenne, septembre ; Letta (2024) : *ibid*

Pour être à la hauteur de son ambition internationale, une approche plus stratégique d'EUREP est nécessaire. Celle-ci impliquerait un assouplissement des critères d'accès, une réduction des coûts, ainsi qu'un allongement et une augmentation des volumes des lignes de liquidité proposées. Cette approche pourrait s'appuyer sur la forte présence de l'Europe dans le commerce international, notamment en matière de facturation et de règlement, mais impliquerait certaines responsabilités et certains risques.

Lors de la crise financière mondiale de 2008–2009, les lignes de swap en dollars de la Réserve fédérale ont atteint un pic de 600 milliards de dollars (soit environ 4 % du PIB américain). La Fed n'a enregistré aucune perte sur ces opérations, la structure contractuelle transférant l'intégralité du risque de crédit à la banque centrale emprunteuse³⁸. Le recours à EUREP est demeuré modeste jusqu'à présent, avec un pic d'environ 4 milliards d'euros fin 2025. Même en cas d'augmentation substantielle de ces volumes, les risques de pertes demeureraient limités, mais la BCE aurait besoin d'ajustements en matière de gouvernance et de contrôle.

Dans un contexte où les États-Unis pourraient instrumentaliser la liquidité en dollars, en particulier en période de tensions, le développement de partenariats fondés sur la fourniture de liquidité en euros viendrait compléter la stratégie commerciale de l'Union européenne. Selon notre analyse, les gains de long terme en matière d'échanges, d'autonomie financière et de stabilisation macroéconomique l'emportent sur les risques de court terme associés. En effet, les opérateurs étrangers seront d'autant plus enclins à utiliser l'euro dans leurs transactions internationales qu'ils auront l'assurance que la liquidité en euros sera disponible en période de stress.

Afin d'accompagner la montée en puissance de l'euro dans les transactions commerciales internationales, il serait également souhaitable de favoriser le développement d'un marché repo offshore³⁹ en euros vaste et liquide, un « marché EuroEuro » ou plutôt un « marché euro du Sud global ». Le marché offshore en dollars – le système des eurodollars (initialement constitué de dépôts en dollars non garantis hors du système bancaire américain), dont le volume est estimé entre 15 000 et 20 000 milliards de dollars – constitue l'un des piliers majeurs de la domination du dollar. Si l'euro doit assumer un rôle international accru, il doit offrir un écosystème offshore évolutif, incluant des services de repo tripartites⁴⁰, des mécanismes de compensation interopérables⁴¹ et des critères standardisés d'éligibilité du collatéral⁴². Il s'agit d'utiliser l'euro hors de la zone euro comme monnaie de financement, de réserve, de

collatéral et de règlement, tout en étant capable d'absorber des volumes croissants, d'être résilient en période de stress et d'offrir des standards et une interopérabilité à l'échelle mondiale. Ces mesures pourraient par ailleurs inciter davantage les États non européens à émettre des obligations en euro.

La zone euro dispose déjà d'infrastructures domestiques de compensation avancées, notamment TARGET2, mais leur extension internationale et leur interopérabilité demeurent limitées. La création d'un marché repo offshore en euros renforcerait significativement l'attractivité de l'euro pour les investisseurs et les institutions financières internationales, approfondirait ses réseaux de liquidité et consoliderait son statut de monnaie internationale de financement et de règlement.

Recommandation 3. Favoriser l'internationalisation de l'euro en étendant les lignes de swap de la BCE avec les banques centrales hors zone euro. La consolidation des infrastructures de compensation et de règlement doit devenir un enjeu stratégique.

« Euroïser » les chaînes de valeur européennes

Le renforcement des marchés financiers constitue une condition nécessaire à l'internationalisation, mais elle n'est pas suffisante. Le rôle international d'une monnaie dépend également de son utilisation dans la facturation des échanges, le règlement contractuel et les infrastructures de paiement transfrontières. Le dollar demeure dominant : environ 60 % du commerce mondial est facturé en dollars, contre seulement 18 % en euros – un écart frappant au regard des parts respectives des États-Unis (environ 14 %) et de l'Union européenne (environ 16 %) dans le commerce mondial.

La domination du dollar tient ainsi aussi au fait que les principales matières premières mondiales et les instruments de couverture associés (notamment les contrats à terme sur matières premières) sont libellés et réglés en dollars. En outre, les marchés de change sont structurés autour de paires de devises impliquant le dollar, ce qui fait des instruments de couverture très liquides qui font du dollar une « monnaie véhicule » : les exportateurs et importateurs peuvent aisément couvrir leurs expositions en dollars, tandis que la couverture du risque en euros demeure plus coûteuse et moins fluide. Le marché du financement en dollars offshore – structuré autour du marché des eurodollars – renforce encore cette position

³⁸ Bordo M. D., Humpage O. F. et Schwartz A. J. (2015) : « The Evolution of the Federal Reserve swap lines since 1962 », *IMF Economic Review*, 63(2), p. 353-372 ; Congressional Research Service (2020) : COVID-19: Federal Reserve Support for Foreign Central Banks.

³⁹ C'est un marché de financement garanti (repo) en une devise, organisé hors du territoire monétaire d'origine de cette devise.

⁴⁰ Un repo tripartite implique le prêteur, l'emprunteur, et une infrastructure de marché qui gère le collatéral (elle sélectionne le collatéral éligible, valorise les titres, applique les haircuts, gère les appels de marge).

⁴¹ Le dollar bénéficie d'un *clearing* extrêmement intégré et liquide. La compensation (*clearing*) interopérable centralise les transactions et réduit les risques de contrepartie, tout en garantissant un accès transfrontalier harmonisé et une reconnaissance réglementaire mutuelle. La mutualisation du risque peut être faite via plusieurs chambres de compensation (CCP).

⁴² Pour qu'un actif soit utilisé comme garantie dans un repo ou auprès d'une banque centrale, il doit être : éligible, valorisable, liquide, juridiquement sûr. La BCE a déjà un cadre d'éligibilité harmonisé pour ses opérations, mais l'écosystème offshore nécessite des standards communs reconnus mondialement.

en permettant aux entreprises d'emprunter, de prêter et de régler en dollars en dehors des marchés domestiques américains. Ce système de financement atteint 20 000 milliards de dollars, alors que le marché offshore en euros (« marché euro du Sud global ») reste inférieur à 1 000 milliards de dollars, ce qui illustre la sous-représentation de l'euro.

Au-delà de l'approfondissement des marchés financiers, « euroïser » les chaînes de valeur européennes suppose d'agir activement sur la manière dont les transactions transfrontières sont libellées et réglées. Les grands instruments européens pourraient offrir des leviers : NextGenerationEU (NGEU), notamment dans ses volets climatiques, et la nouvelle facilité SAFE — lancée en 2025 afin de renforcer la base industrielle de défense européenne — mobilisent en effet des centaines de milliards d'euros en faveur de l'investissement public, impliquant souvent des importations de biens intermédiaires, de machines et d'intrants critiques.

L'insertion de clauses de paiement libellées en euros dans ces programmes permettrait de garantir que les fournisseurs non européens bénéficiant de la demande financée par l'UE effectuent également leurs transactions en euros. Le développement des secteurs stratégiques européens (énergies renouvelables, hydrogène, technologies propres, défense) constitue ainsi une opportunité de structurer des chaînes d'approvisionnement centrées sur l'euro.

La structuration des marchés publics, des contrats d'achat à long terme et des partenariats technologiques conjoints en euros protégerait les entreprises européennes contre la volatilité du taux de change et contribuerait progressivement à faire de l'euro la monnaie de règlement par défaut dans des régions partenaires telles que le pourtour méditerranéen, l'Afrique et l'Asie.

Toutefois, cette politique, à elle seule, ne modifierait pas substantiellement la part mondiale de l'euro comme monnaie de transaction. Même si la moitié des 150 milliards d'euros de marchés publics financés par SAFE était consacrée à des importations et que l'ensemble de ces transactions passaient du dollar à l'euro, la part mondiale d'utilisation de l'euro n'augmenterait que d'environ 0,3 point. Des effets d'entraînement pourraient néanmoins apparaître : une fois que les importateurs et exportateurs adoptent une nouvelle monnaie, ils peuvent l'utiliser pour leurs futurs flux commerciaux. Cette politique pourrait donc agir comme un catalyseur en faveur d'une adoption plus large de l'euro.

Recommandation 4. Conditionner l'accès aux mécanismes européens de relance et d'investissement de la Commission européenne (SAFE, NGEU) à l'utilisation de l'euro pour la facturation au sein des chaînes d'approvisionnement, notamment pour les fournisseurs hors UE.

Un second levier réside dans la politique commerciale. L'Europe peut renforcer le rôle de l'euro le long de ses axes commerciaux en faisant de la facturation en euros la norme dans les nouveaux accords et dans ceux en cours de renégociation. L'accord UE-Mercosur a été ratifié, celui avec l'Inde a été signé, tandis que des négociations se poursuivent avec l'Australie et la Nouvelle-Zélande. Ces accords offrent des opportunités concrètes d'intégrer des objectifs de facturation et de règlement en euros, en particulier dans les secteurs caractérisés par des contrats de long terme ou par une forte demande européenne. L'intégration systématique de l'usage de l'euro dans les accords commerciaux permettrait de sécuriser une demande transactionnelle récurrente et de rééquilibrer progressivement le paysage mondial de la facturation aujourd'hui dominé par le dollar.

Recommandation 5. Intégrer une clause soutenant la facturation en euros dans les prochains accords commerciaux négociés par la Commission européenne. Inciter les entreprises européennes à facturer davantage en euros les matières premières et intrants dans les secteurs où l'UE est un acteur central des chaînes de valeur.

Cryptoactifs et *stablecoins* : projeter l'euro dans l'avenir

L'essor de la finance numérique présente à la fois des risques et des opportunités pour renforcer le rôle international de l'euro. Plusieurs instruments coexistent ou émergent : les *stablecoins* privés, les dépôts tokenisés émis par les banques commerciales et les monnaies numériques de banque centrale.

Les *stablecoins* sont des crypto-actifs émis par des acteurs privés dont la valeur est généralement indexée sur une monnaie officielle comme le dollar ou l'euro. Ils ont connu une expansion rapide : leur capitalisation est passée de 32 milliards de dollars en 2021 à environ 300 milliards aujourd'hui, ce qui alimente une dynamique de dollarisation numérique. L'euro, comme la plupart des autres devises, est resté en marge de cet essor : près de 99 % de la capitalisation des *stablecoins* est libellée en dollars. L'absence de *stablecoins* majeurs en euros reflète en partie une prudence réglementaire, mais également une offre limitée de collatéral de court terme approprié en euros. En effet, les *stablecoins* reposent sur des collatéraux — des réserves d'actifs sûrs et liquides libellés dans la même monnaie, typiquement des titres publics de court terme, détenus à hauteur d'environ un euro (ou un dollar) pour chaque jeton en circulation. Si le marché des *stablecoins* en euros devait atteindre une taille comparable à celui des *stablecoins* en dollars, cela impliquerait de mobiliser environ la moitié de l'encours actuel de Euro Bills.

En l'absence d'alternatives crédibles en euros, la domination des *stablecoins* en dollars risque de devenir auto-entretenu, renforçant l'ancrage du dollar dans les systèmes numériques de paiement et de règlement, ce qui constitue un risque pour

la souveraineté monétaire et de paiement européenne. Dans un scénario extrême, cette dynamique pourrait conduire à une dollarisation insidieuse de l'Europe – et d'autres régions du monde – susceptible d'affaiblir significativement l'efficacité de la politique monétaire et les revenus de seigneurage. Par ailleurs, l'essor de transactions hors du circuit formel pourrait éroder l'assiette fiscale et accroître le risque de fragmentation budgétaire au sein de la zone euro⁴³.

Les *stablecoins* comportent toutefois de nombreux risques pour la stabilité financière et présentent des faiblesses de conception : fragmentation monétaire, absence de prêteur en dernier ressort, absence de rémunération explicite. Ils peuvent également être utilisés pour contourner l'impôt, la réglementation ou les sanctions internationales⁴⁴. À terme, ils pourraient être supplantés par des dépôts tokenisés ou d'autres instruments plus régulés. Les dépôts tokenisés se distinguent des *stablecoins* : il s'agit de dépôts bancaires classiques émis par des établissements régulés, mais représentés sous forme de jetons numériques sur une infrastructure *blockchain*. Contrairement aux *stablecoins*, ils constituent juridiquement une créance sur une banque commerciale et restent intégrés au système bancaire existant. Néanmoins, les *stablecoins* sont actuellement activement soutenus par l'administration américaine, notamment parce qu'ils génèrent une demande additionnelle pour les titres du Trésor américain.

L'UE dispose néanmoins d'atouts significatifs : une monnaie largement reconnue et crédible, des institutions solides et le règlement MiCA, le cadre réglementaire le plus avancé au monde en matière de cryptoactifs⁴⁵. Ce cadre pourrait également constituer un levier pour soutenir l'innovation financière.

Dans une économie numérique où la gouvernance et la transparence conditionnent l'adoption, la clarté réglementaire, associée à une stabilité et à une sécurité renforcées, constitue un avantage compétitif déterminant. Les acteurs du secteur financier européen devraient dès lors élaborer une stratégie et un écosystème capables de tirer parti d'une monnaie numérique de la BCE, susceptible d'exercer un rôle de prêteur en dernier ressort au sein de l'écosystème crypto, fonction aujourd'hui absente dans l'environnement américain. Compte tenu de la sous-offre structurelle d'actifs sûrs de court terme en euros, qui ne pourra être résorbée rapidement, l'Europe devrait fonder sa stratégie en matière de *stablecoins* sur son secteur bancaire, en privilégiant les dépôts tokenisés.

Le projet de MNBC de la BCE, l'euro numérique, constitue une priorité stratégique pour l'indépendance des systèmes de paiements européens. Le développement simultané des

dépôts tokenisés, des *stablecoins* libellés en euros et de la MNBC peuvent permettre de bâtir un écosystème monétaire numérique plus diversifié, plus stable et plus sûr que son équivalent américain. Porter la part des *stablecoins* en euros à 10 % de la capitalisation mondiale générerait non seulement une demande additionnelle d'actifs en euros de l'ordre de 30 milliards d'euros, mais déclencherait également un volume annuel de transactions pouvant atteindre 4 000 milliards de dollars⁴⁶.

Recommandation 6. Continuer d'explorer le développement de *stablecoins* en euros et adapter le règlement MiCA en faveur de l'innovation tout en renforçant la transparence.

Les avancées relatives à l'euro numérique de détail doivent progresser en parallèle. L'euro numérique a vocation à constituer un moyen de paiement public numérique accessible dans l'ensemble de la zone euro, complémentaire aux espèces, tout en renforçant la souveraineté monétaire européenne et en réduisant la dépendance à l'égard des prestataires de paiement non européens.

Le projet repose sur un modèle à deux niveaux : l'Eurosystème émettrait la monnaie et générerait l'infrastructure centrale, tandis que les banques et les prestataires de services de paiement assureraient l'entrée en relation avec la clientèle, la gestion des portefeuilles numériques et les services aux commerçants. Avec une mise en service attendue en 2029, l'euro numérique ne répondra pas aux besoins de court terme, mais pourra, à cet horizon, servir d'ancrage public de confiance, renforcer la résilience du système de paiement européen et consolider le statut international de l'euro.

Des initiatives complémentaires de la BCE – telles que le règlement entre grandes institutions financières en monnaie de banque centrale fondé sur les technologies de registres distribués (DLT)⁴⁷ et l'amélioration des paiements internationaux en connectant entre eux les systèmes de paiement instantané de différents pays – renforceront encore l'efficacité et l'attractivité internationale du système.

Une monnaie numérique de banque centrale destinée aux institutions financières (wCBDC, ou euro numérique de gros) renforcerait cet écosystème en améliorant le caractère définitif du règlement, en réduisant le risque de contrepartie et en permettant des mécanismes efficaces de paiement contre paiement (*payment versus payment*) à l'échelle transfrontalière. L'interopérabilité entre wCBDC, dépôts tokenisés et *stablecoins* régulés est essentielle si l'euro veut devenir une monnaie centrale de la future architecture financière numérique, plutôt

⁴³ Pappadà F. et Rogoff K. (2025) : « Rethinking the Informal Economy and the Hugo Effect », *Journal of the European Economic Association*, 23, à paraître.

⁴⁴ Rey H. (2025) : « Stablecoins, Tokens and Financial Dominance », FMI.

⁴⁵ Entré en application progressivement à partir de 2024, le règlement (UE) 2023/1114, dit MiCA (Markets in Crypto-Assets), encadre les émetteurs et les prestataires de services sur crypto-actifs, impose des exigences de transparence, de gouvernance et de gestion des risques, et prévoit un mécanisme de « passeport européen » permettant aux prestataires d'opérer dans l'UE. Voir Krizan P., Lopes A. et Subran L. (2026) : *op.cit.*

⁴⁶ Depuis 2024, le volume hebdomadaire moyen des transactions en *stablecoins* est de 750 milliards USD.

⁴⁷ Un registre distribué est une base de données partagée et synchronisée entre plusieurs ordinateurs d'un réseau, sans autorité centrale, dont les informations validées collectivement ne peuvent en principe être ni modifiées ni supprimées. La blockchain en est la forme la plus connue.

que de demeurer en position périphérique au sein de systèmes ancrés sur le dollar.

Sans actif commun européen de référence, l'euro numérique risque d'accentuer la fragmentation financière (les actifs souverains nationaux n'ont pas tous la même qualité de crédit). Les Eurobills permettraient à la BCE de gérer son bilan de façon plus homogène si l'euro numérique montait en charge.

La zone euro devrait accorder une attention particulière à l'interopérabilité avec les solutions de paiement numérique dans des régions géographiquement proches et diplomatiquement partenaires, telles que l'Afrique du Nord, l'Inde ou l'Amérique du Sud⁴⁸. L'Europe pourrait s'appuyer sur des axes de transferts de fonds existants dont les volumes sont au moins comparables à ceux des États-Unis (environ 160 milliards de dollars par an), et particulièrement dynamiques dans les corridors IEP Ming Espagne-Amérique du Sud et France-Afrique du Nord. Avec un coût moyen de transaction de 6,4 %, la mise en place d'un système international de paiement numérique en euros, à faible coût, constituerait une incitation économique significative⁴⁹.

Recommandation 7. Accélérer le développement de l'euro numérique de la BCE via davantage d'interopérabilité entre les instruments (monnaie numérique de banque centrale de gros, dépôts tokenisés, et solutions de paiements numériques hors zone euro) et une augmentation des émissions d'actifs sûrs de court terme, afin de fournir le collatéral de qualité nécessaire.

Tous ces éléments conjugués composent une stratégie cohérente visant à faire en sorte que l'euro ne se contente pas de s'adapter à l'ère numérique, mais qu'il contribue activement à la façonner — en renforçant l'autonomie monétaire de l'Europe et en assurant la pertinence de l'euro dans le système financier mondial de demain. Pour l'ensemble de ces développements, les technologies de chiffrement devront être résistantes aux

attaques quantiques (*quantum-proof*) afin de garantir l'intégrité des données et de prévenir les intrusions lorsque les ordinateurs quantiques deviendront opérationnels. Le recours à un chiffrement résistant aux technologies quantiques constituerait pour l'écosystème de l'euro un moyen de prendre une avance technologique sur les États-Unis et d'autres acteurs en matière de robustesse et de résilience de l'infrastructure financière.

Recommandation 8. Soutenir la recherche fondamentale ainsi que le déploiement de la cryptographie post-quantique — domaine dans lequel l'école française dispose d'un savoir-faire reconnu — afin de devancer les architectures numériques existantes.

L'internationalisation de l'euro constitue un pilier de l'indépendance stratégique de l'Europe pour les décennies à venir. Elle n'est toutefois ni spontanée ni inéluctable. Elle requiert une stratégie volontaire et cohérente, articulée autour d'une vision commune du rôle de l'Europe dans l'économie mondiale.

L'euro est bien positionné pour devenir un point cardinal du système monétaire international, à condition que l'Europe achève les projets institutionnels laissés inaboutis depuis l'Union économique et monétaire : la création d'un marché unifié d'actifs sûrs, l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux, la mise en place d'un filet de sécurité international robuste en matière de liquidité, ainsi qu'une architecture monétaire numérique tournée vers l'avenir.

La fenêtre ouverte par le « Kindleberger gap » ne le restera pas indéfiniment. D'autres acteurs, notamment la Chine, avancent rapidement. L'Europe doit désormais décider si l'euro demeurera une monnaie régionale puissante ou s'il deviendra un pilier central de l'ordre monétaire mondial.

⁴⁸ Ferrari Minesso M. et Bagur O. (2025) : « Geopolitics and global interlinking of fast payment systems », BCE, in *The International Role of the Euro*, juin.

⁴⁹ World Bank (2024) : « Remittances Slowed in 2023, Expected to Grow Faster in 2024 », juin ; KNOMAD (2023) : *Policy Brief 19*, mars.



**conseil d'analyse
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du gouvernement en matière économique.

Président délégué Xavier Jaravel
Secrétaire général Augustin Vicard

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Samuel Delpeuch, Claudine Desrieux, Arthur Poirier

Économistes/Chargés d'études

Nicolas Grimpel, Lucie Huang, Alice Lapeyre, Antoine Lopes, Rose Salaün

Assistante du président délégué
Orkia Saïb

Membres Adrien Auclert, Emmanuelle Auriol, Antonin Bergeaud, Antoine Bozio, François Fontaine, Julien Grenet, Fanny Henriot, Xavier Jaravel, Florence Jusot, Sébastien Jean, Isabelle Méjean, Thomas Philippon, Vincent Pons, Xavier Ragot, Alexandra Roulet, Katheline Schubert, Emmanuelle Taugourdeau, Jean Tirole

Correspondants

Dominique Bureau, Benoît Mojon, Anne Perrot,

Aurélien Saussay, Ludovic Subran
Les Notes du Conseil d'analyse économique
ISSN 2273-8525

Directeur de la publication Xavier Jaravel
Directeur de la rédaction Augustin Vicard
Réalisation Hélène Spoladore

Contact presse Hélène Spoladore
helene.spoladore@cae-eco.fr
Tél. : 01 42 75 77 47 — 07 88 87 55 44