

L'euro dans la « guerre des monnaies »

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 11, janvier 2014

Tout le monde ne peut pas avoir une monnaie faible au même moment : si une monnaie s'affaiblit, c'est qu'une autre au moins se renchérit. De cette vérité arithmétique est né le concept de « guerre des monnaies » : une course à la dépréciation monétaire qui ne peut que mal finir. La réalité est toutefois plus complexe car les principales banques centrales des pays développés poursuivent des objectifs internes. Ainsi, la Banque centrale européenne (BCE) a pour mission la stabilité des prix dans la zone euro, tandis que la Réserve fédérale américaine poursuit un double objectif de stabilité des prix et de plein-emploi. Leurs taux de change fluctuent librement sur le marché, en fonction de l'offre et de la demande. Ce ne sont pas des objectifs de politique économique, mais des canaux de transmission de la politique monétaire. En fait de « guerre des monnaies », on assiste à une confrontation de politiques monétaires dont les objectifs, les stratégies et les contraintes varient d'un pays à l'autre.

Depuis l'automne 2012, la BCE s'est distinguée de ses consœurs en menant une politique monétaire bien moins expansionniste. Dans un contexte économique marqué par la désinflation, la faiblesse de la reprise et la fragmentation du marché du crédit, la Note fait différentes propositions en faveur d'un assouplissement monétaire dans la zone euro. Un tel activisme de la BCE devrait s'accompagner d'un affaiblissement temporaire de l'euro. À travers une étude économétrique originale, les auteurs estiment

qu'une dépréciation de l'euro de 10 % élèverait la valeur des exportations hors zone euro de l'ordre de 7-8 %. Cependant, elle renchérirait les importations manufacturières d'environ 3,5 %, sans baisse à court terme des volumes importés. Les prix relatifs ayant un impact aussi important que celui du taux de change sur les exportations, les auteurs soulignent l'importance de renforcer la vigilance sur les effets des politiques publiques (prélèvements obligatoires, coût de l'énergie, etc.) sur les coûts et les prix français. Selon eux, une dépréciation temporaire de l'euro, qui accompagnerait une politique monétaire plus expansionniste, aiderait la zone euro à se sortir d'une situation conjoncturelle difficile. Mais il ne faut pas s'attendre à un affaiblissement durable de la monnaie européenne qui n'est vraisemblablement pas très éloignée de sa valeur d'équilibre de long terme.

Pour limiter les risques liés au cycle mondial du crédit, les auteurs proposent de transférer au niveau de la zone euro les principaux outils de régulation macro-prudentielle, même lorsque ceux-ci supposent une différenciation selon les pays. Ils sont sceptiques sur l'utilité des déclarations des responsables politiques sur le niveau du taux de change comme sur la faisabilité d'une véritable coordination internationale des politiques monétaires. Ils suggèrent néanmoins de réexaminer, au niveau multilatéral, le concept de « manipulation » de change, actuellement peu opérationnel.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a École d'économie de Paris, Université de Paris 1, membre du CAE ; ^b University of California, Berkeley ;

^c Sciences-Po et CEPR, membre du CAE ; ^d École d'économie de Toulouse et IDEI, membre du CAE.

Introduction

On appelle « guerre des monnaies » une situation dans laquelle des pays ou zones monétaires tentent d'affaiblir leur monnaie de manière à gagner des parts de marché au détriment d'autres pays ou zones monétaires. Cette volonté concomitante est arithmétiquement impossible puisque tous les taux de change ne peuvent simultanément se déprécier¹.

Les banques centrales des principales économies avancées – Réserve fédérale américaine (Fed), Banque centrale européenne (BCE), Banque d'Angleterre, Banque du Japon – poursuivent toutes des objectifs internes : stabilité des prix, plein-emploi, ou une combinaison des deux. Les monnaies correspondantes sont flottantes : les banques centrales n'ont pas d'objectif de taux de change ; la valeur externe de la monnaie est alors déterminée librement sur le marché des changes. Dès lors, le taux de change est un canal de transmission de la politique monétaire et non un objectif de la banque centrale : la monnaie d'une économie tend à se déprécier lorsque la banque centrale du pays assouplit ou annonce qu'elle va assouplir sa politique monétaire ; la dépréciation concourt alors à l'objectif de redressement du taux d'inflation ou de soutien de la demande. La « guerre des monnaies » prend la forme d'une confrontation de politiques monétaires indépendantes, suivant des stratégies différentes et avec des doctrines et des contraintes différentes selon les pays.

Compte tenu du faible niveau de l'inflation et des faiblesses persistantes de la zone en matière de financement des entreprises et de croissance, nous pensons que la politique monétaire de la zone euro est devenue trop restrictive en 2013, malgré plusieurs actions dont la baisse bienvenue du taux principal de refinancement de la BCE le 7 novembre 2013. Même si l'euro n'est vraisemblablement pas surévalué au regard des fondamentaux de long terme de l'économie de la zone, il nous semble qu'une politique monétaire plus expansionniste, accompagnée d'une dépréciation nominale de l'euro, serait adéquate au regard de la situation de court terme. Nous sommes plus réservés sur l'efficacité d'interventions sur le marché des changes ou de déclarations orales de la part des gouvernements, tout comme sur la possibilité de mener une coordination effective des politiques monétaires au sein par exemple du G20.

« Guerre des monnaies » ou choc des politiques monétaires ?

Politique de change et politique monétaire sont intimement liées puisqu'elles consistent toutes deux à contrôler la valeur d'une monnaie. La politique de change vise à contrôler la valeur externe de la monnaie (par rapport aux autres monnaies), tandis que la politique monétaire s'intéresse à sa valeur interne (son pouvoir d'achat local). Le lien entre politique monétaire et politique de change est particulièrement étroit dans un environnement de mobilité internationale des capitaux tel que celui de la zone euro : en l'absence de barrières aux mouvements de capitaux, la BCE ne peut à la fois contrôler le niveau des prix (son objectif premier) et le niveau du taux de change². Par exemple, à taux directeur américain inchangé, une baisse de taux d'intérêt dans la zone euro entraîne une dépréciation de l'euro par rapport au dollar car les investisseurs réallouent leurs portefeuilles en faveur du dollar, mieux rémunéré. Le taux de change est ainsi déterminé par la politique monétaire observée et anticipée dans les deux pays, de sorte qu'il n'y a pas de place pour une politique de change indépendante³. L'ajustement du taux de change en réponse aux évolutions relatives des politiques monétaires de deux pays renforce en principe l'impact de la politique monétaire. Dans l'exemple précédent, la baisse du taux d'intérêt de la zone euro soutient la hausse des prix à la fois parce qu'elle encourage la consommation et l'investissement (canal interne) et parce que l'euro se déprécie (canal externe). La dépréciation de l'euro relance les exportations par une meilleure compétitivité-prix, tout en nourrissant l'inflation par renchérissement des biens importés. L'expérience du Japon, dont la monnaie s'est fortement dépréciée depuis la fin 2012, suite à l'annonce d'une politique monétaire violemment expansionniste, illustre le lien entre politique monétaire et taux de change, alors que la politique de la BCE est restée plus timide durant cette période⁴.

Entre juillet 2012 et décembre 2013, l'euro s'est apprécié de plus de 10 % par rapport au dollar, alors que l'écart de conjoncture entre les deux économies s'est creusé au détriment de la zone euro. Nous pensons que cette appréciation reflète une politique monétaire devenue trop restrictive en zone euro. Nous soulignons également les risques de déstabilisation financière associés au resserrement annoncé du crédit par la Fed en 2014.

Les auteurs remercient vivement Bruno Cabrillac et la Direction générale du Trésor pour leur disponibilité, ainsi que Arnaud Mehl pour avoir partagé avec eux ses données sur les interventions orales. Ils remercient également le CEPII et particulièrement Gianluca Orefice pour son travail empirique sur les données d'entreprises, ainsi que Cyriac Guillaumin, conseiller scientifique au CAE, pour son aide et son soutien.

¹ Le concept trouve son origine dans la période des années trente, époque marquée par de nombreuses dévaluations compétitives. Il a resurgi lors de la crise financière mondiale de 2008, lorsque la politique monétaire très expansionniste de la Réserve fédérale américaine a été accusée de déstabiliser un certain nombre d'économies émergentes.

² Cette impossibilité de combiner politique monétaire indépendante, politique de change et mobilité internationale des capitaux est appelée triangle d'incompatibilité de Mundell, du nom de l'économiste canadien Robert Mundell, prix Nobel en 1999.

³ L'article 219.2 du Traité prévoit que « le Conseil [...] peut formuler les orientations générales de politique de change vis-à-vis de ces monnaies. Ces orientations générales n'affectent pas l'objectif principal du SEBC, à savoir le maintien de la stabilité des prix ». Cette disposition n'a *de facto* jamais été utilisée depuis la création de l'euro.

⁴ Les politiques de la Fed semblent aussi avoir eu pour effet une dépréciation, significative mais modérée, du dollar. Voir Neely C.J. (2011) : « The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects », *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper*, n° 2010-018C, janvier.

Une politique monétaire devenue trop restrictive

En réaction à la crise financière de 2008, les grands instituts d'émission (BCE, Fed, Banque du Japon, Banque d'Angleterre) ont amené leurs taux d'intérêt (les taux auxquels les banques se refinancent) à un niveau proche de zéro⁵. En outre, elles ont déployé trois types d'instruments pour assouplir davantage leurs politiques monétaires :

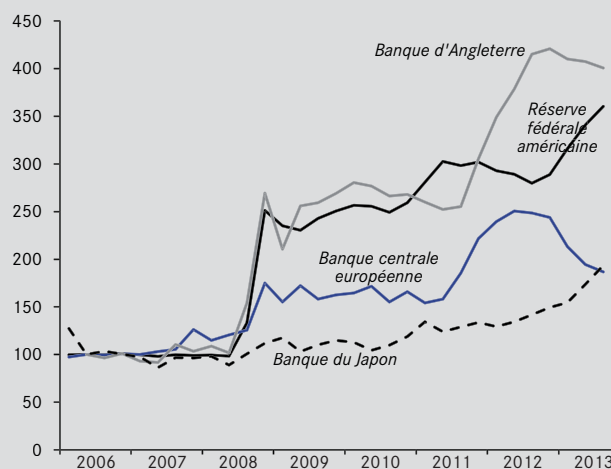
- un *assouplissement du crédit*, qui consiste à élargir les dispositifs de distribution de crédit par la banque centrale aux banques commerciales (allongement de la liste des collatéraux admissibles au refinancement, allongement de la durée des prêts, réduction des décotes appliquées aux collatéraux). Cet assouplissement peut se faire sans modifier la quantité de monnaie mise en circulation par la banque centrale si celle-ci remet sur le marché des actifs antérieurement présents à son bilan pour compenser le volume de prêts octroyés sous ces conditions plus souples (opération dite de « stérilisation ») ;
- un accroissement de la taille de leurs bilans par achat direct d'actifs (*assouplissement quantitatif*) ou par un assouplissement non « stérilisé » du crédit ;
- un guidage prospectif (*forward guidance*) : la banque centrale s'engage à mener des politiques expansionnistes pendant une durée relativement longue qui peut être liée ou non à des seuils explicites d'emploi ou d'inflation.

La Fed, la BCE et la Banque d'Angleterre ont mené des politiques diverses d'assouplissement du crédit depuis 2008. Toutes ont également considérablement accru la taille de leurs bilans, même si la BCE a commencé plus tard que les autres (cf. graphique 1). Toutefois, à partir de l'automne 2012, la BCE se distingue de la Fed et de la Banque d'Angleterre par une diminution marquée de son bilan.

Constat 1. Depuis 2008, la BCE a mené différentes politiques d'assouplissement du crédit. Elle a aussi considérablement accru la taille de son bilan. Mais à partir de l'automne 2012, la BCE se distingue de la Fed et de la Banque d'Angleterre par une diminution marquée de son bilan.

Cette divergence récente reflète une différence de nature majeure entre les opérations menées par la Fed et la BCE pour accroître leurs bilans. La Fed s'est principalement livrée à des achats directs de bons du Trésor américain et de titres adossés à des emprunts hypothécaires *via* des opérations

1. Actif total de quatre banques centrales en % du PIB, base 100 au 2^e trimestre 2006



Source : Banques centrales.

d'assouplissement quantitatif⁶. De son côté, la BCE a principalement accru son bilan du fait des opérations de refinancement à long terme (VLTRO, *Very Long Term Refinancing Operations*), qui ont procuré aux banques de la liquidité à trois ans. Deux opérations de VLTRO conduites en 2011 et 2012 ont alloué un total d'environ 1 000 milliards d'euros aux banques de la zone euro. La contraction du bilan de la BCE observée en 2013 provient pour l'essentiel du remboursement anticipé par les banques européennes les plus solides des prêts obtenus dans le cadre de ces deux opérations de refinancement à long terme, ces prêts devenant moins intéressants pour elles à mesure que l'horizon de remboursement se rapprochait.

Ainsi, la Fed a injecté directement et durablement des liquidités dans les marchés de dettes publique et privée (essentiellement hypothécaire) par achat d'actifs, alors que la BCE a simplement mis d'abondantes liquidités à la disposition des banques de la zone euro. Cette différence d'approche est liée aux contraintes spécifiques de la BCE (inexistence de titres souverains fédéraux, interdiction de monétiser les déficits publics), mais surtout à la place des prêts bancaires dans le financement des entreprises dans la zone euro : en allouant davantage de liquidité aux banques, la BCE espérait relancer le crédit à l'économie. En pratique, toutefois, le système bancaire de la zone n'a que partiellement et insuffisamment utilisé la liquidité qui lui a été offerte, comme l'attestent les montants importants de remboursements anticipés des

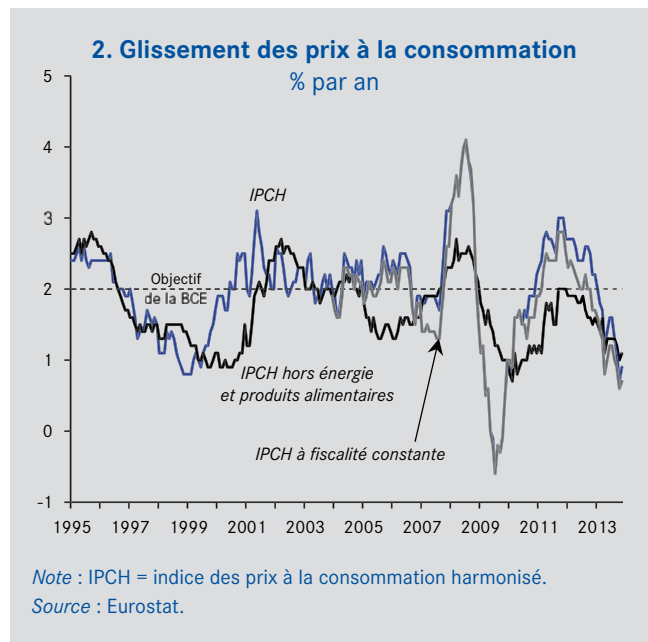
⁵ La BCE a certes maintenu un taux directeur supérieur à celui de la Fed sur la période (il est tombé à 0,25 % le 7 novembre 2013). Mais le taux des facilités marginales de dépôt, qui permettent aux banques de déposer leurs liquidités excédentaires auprès de la BCE, est tombé à 0 %. Or, par ses diverses mesures d'assouplissement du crédit, la BCE a procuré aux banques de grandes quantités de liquidité, de sorte que le taux interbancaire à très court terme (EONIA, *Euro OverNight Interest Average*) a convergé vers ce plancher de 0 %. Ainsi, les taux courts de marché se sont trouvés à peu près identiques de chaque côté de l'Atlantique, et proches de leur limite inférieure de zéro. Fixer un taux directeur nominal négatif est possible en principe, mais reste anecdotique en pratique compte tenu de difficultés de mise en œuvre. Nous noterons néanmoins que l'écart et la volatilité tolérés entre le taux directeur de la BCE et le taux de marché (EONIA) a pu contribuer à brouiller les signaux de politique monétaire que la BCE envoie aux marchés financiers.

⁶ Trois opérations successives ont conduit à un achat total d'environ 2 000 milliards de dollars de bons du Trésor et 1 600 milliards de titres hypothécaires ou de titres émis par les agences fédérales. La BCE a également procédé à des achats d'obligations garanties émises par les banques et de dettes souveraines sur le marché secondaire. D'ampleur bien moindre (environ 300 milliards d'euros), ces opérations ont été en grande partie stérilisées, de sorte qu'elles n'ont pas accru le bilan de la BCE.

prêts VLTRO. Lorsque la liquidité a été massivement utilisée c'est, comme en Italie et en Espagne, pour investir dans des titres de dette souveraine locale plutôt que pour financer les entreprises, ce qui a accentué le renforcement mutuel des risques de crise bancaire et de crise souveraine dans ces pays⁷. Ce constat s'explique largement par les contraintes de fonds propres des banques dans le cadre du renforcement en cours du contrôle prudentiel⁸.

L'autre différence notable entre la Fed et la BCE depuis le début de la crise porte sur la communication de leurs plans d'actions futures. Le 26 juillet 2012, le Président de la BCE a annoncé que la banque centrale ferait « tout ce qui est possible » pour sauver la zone euro. Le 6 septembre 2012, il mettait en place un programme de rachat de titres de dette souveraine (OMT, pour opérations monétaires sur titres) en cas de résurgence des tensions sur ce marché. Ces annonces, accompagnées d'une communication sur la faiblesse de la reprise économique et l'absence de risque inflationniste, ainsi que sur le maintien des taux directeurs à un niveau très bas pendant longtemps, ont contribué à détendre les taux d'intérêt à moyen et long terme des dettes publiques en particulier dans les pays fragiles. Cependant les PME ont continué d'emprunter à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés dans les pays périphériques qu'en Allemagne ou en France⁹. Par ailleurs, la BCE est restée en retrait par rapport à la Fed en matière de guidage prospectif, cette dernière faisant référence à des horizons spécifiques et à des seuils précis de taux de chômage et d'inflation¹⁰.

Ainsi, la BCE est devenue en 2013 *de facto* plus restrictive que les autres grandes banques centrales. Or, début 2014, les pressions déflationnistes sont réelles : le glissement des prix à fiscalité constante s'établit à 1 % en rythme annuel entre avril et novembre 2013, soit très en dessous de la cible de moyen terme de 2 % (*cf.* graphique 2)¹¹ ; le taux de chômage au sein de la zone euro est supérieur à 12 % ; le crédit est toujours orienté à la baisse ; la transmission de la politique monétaire aux différents pays membres reste excessivement fragmentée (*cf. supra*) ; enfin, la baisse de l'inflation allemande rend l'ajustement des prix relatifs et les gains de compétitivité-prix plus difficiles à réaliser dans les pays de la périphérie où une baisse de prix devient nécessaire, avec tous les risques qu'entraîne la déflation lorsque l'endettement est fort.



Constat 2. L'appréciation de l'euro en 2013 peut s'expliquer par des anticipations de resserrement *de facto* de la politique monétaire de la BCE.

Compte tenu du mandat de la BCE et des outils dont elle dispose actuellement, une expansion monétaire pourrait prendre trois formes :

- l'achat direct par la BCE de crédits aux PME titrisés et sécurisés serait l'instrument le plus efficace pour surmonter la fragmentation des conditions de financement dans la zone euro¹². L'achat direct de titres a deux avantages : d'une part, il cible directement le crédit aux PME, encore très contraint dans les pays périphériques et, d'autre part, il soulage non seulement les contraintes de liquidité des banques, mais également leurs contraintes de fonds propres en allégeant leurs bilans. Or ces contraintes de fonds propres sont le principal frein à la transmission de la politique monétaire dans les pays périphériques ;
- pour sécuriser la liquidité bancaire sur longue période, la BCE pourrait offrir un nouveau refinancement type VLTRO à maturité plus longue, par exemple cinq ans. Un taux fixe sur cinq ans offrirait une visibilité maximale

⁷ Voir, par exemple, Acharya V.V. et S. Steffen (2013) : « The 'Greatest' Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks », *NBER Working Paper*, n° 19039, mai.

⁸ Contrairement aux prêts à l'économie, les obligations souveraines ne sont pas considérées comme risquées pour le calcul des ratios de capitalisation. Une banque peut donc améliorer ses ratios en substituant des actifs publics aux actifs privés à l'actif de son bilan. Ainsi, les contraintes de capitalisation du système bancaire ont largement bloqué la transmission de l'impulsion monétaire à l'économie.

⁹ Compte tenu de leurs fonds propres faibles et de leur difficulté à attirer des capitaux d'autres pays de la zone euro, les banques italiennes et espagnoles sont réticentes à octroyer des prêts aux PME.

¹⁰ Le 12 décembre 2012, la Fed a annoncé qu'elle maintiendrait son taux directeur entre 0 et 0,25 % tant que le taux de chômage resterait supérieur à 6,5 %, l'inflation anticipée à deux ans inférieure à 2,5 % et l'inflation anticipée à long terme « bien ancrée ». Voir <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>

¹¹ Sur la même période, l'inflation totale comme l'inflation sous-jacente (qui ne tient pas compte des prix les plus volatils) s'établit à 1,4 %, toujours en rythme annuel, un chiffre lui aussi inférieur à la cible de 2 %.

¹² La Banque européenne d'investissement apporterait sa garantie aux crédits aux PME avant titrisation. Les crédits titrisés seraient alors vendus sur le marché et la BCE pourrait en acquérir sans prendre de risque. Alternativement, la BCE pourrait les refinancer sans décote (alors qu'actuellement, elle ne refinance que les tranches seniors de ces crédits titrisés). Dans ce second cas, toutefois, l'action de la BCE serait moins directe sur les taux des prêts aux PME.

aux banques emprunteuses, mais exposerait significativement la BCE au risque de remontée des taux. La BCE pourrait toutefois limiter ce risque en se réservant le droit de réviser le taux dans certaines limites au bout de trois ans. Afin de limiter l'usage de ces fonds pour l'achat de dettes publiques (ce qui renforcerait une nouvelle fois le lien délétère entre risque souverain et risque bancaire), le collatéral admissible au refinancement à long terme pourrait être limité à des titres adossés à des créances privées. Une telle approche conduirait probablement à une augmentation importante du bilan de la BCE, tout en respectant le mode de financement dominant de l'économie dans la zone qui reste le crédit bancaire¹³ ;

- s'agissant du guidage prospectif, enfin, la BCE pourrait s'engager à mener des politiques non conventionnelles telles que celles mentionnées ci-dessus au moins aussi longtemps qu'une mesure donnée de l'inflation dans la zone euro reste en deçà d'un certain seuil.

Recommandation 1. La situation économique de la zone euro justifie de s'engager sur une expansion monétaire plus durable : intervenir sur le marché des crédits titrisés aux entreprises, réaliser des opérations de refinancement de type VLTRO aux maturités plus longues et au collatéral restreint aux titres privés. Par ailleurs, la BCE pourrait se lier les mains en promettant de maintenir des taux d'intérêt bas et de poursuivre ses politiques non conventionnelles tant que l'inflation moyenne reste inférieure à un seuil explicite.

Au-delà de la politique monétaire

Pour la zone euro, la normalisation annoncée de la politique monétaire américaine constitue une opportunité car c'est une occasion, pour la BCE, de renforcer sa politique monétaire expansionniste en laissant l'euro se déprécier. Cependant, elle représente également une menace potentielle, parce que le reflux des capitaux étrangers qui en résultera risque de toucher inégalement les économies de la zone et de faire remonter les taux d'intérêt à long terme. Des travaux récents suggèrent en effet qu'un taux de change flexible ne protège pas complètement un pays du cycle mondial du crédit, lequel prend sa source aux États-Unis et se cale sur la politique de la Fed¹⁴. À ce titre, les émetteurs souverains de la zone euro ont sans doute bénéficié des taux d'intérêt faibles prévalant aux États-Unis. *A contrario*, un durcissement des conditions

du crédit par la Fed dans les mois à venir pourrait induire une hausse globale des taux longs, avec des répercussions rapides sur les conditions du refinancement des États et des institutions financières de la zone euro. Ce durcissement pourrait en particulier enclencher un nouveau cercle vicieux entre crises bancaire et souveraine en Espagne et en Italie.

Face à ce risque, la BCE devra annoncer clairement une politique monétaire différente de la Fed et, le cas échéant, mettre en œuvre son programme OMT. À plus long terme, il sera important de mettre en place de manière très opérationnelle et coordonnée une panoplie complète d'instruments macro-prudentiels, autrement dit, des instruments visant à renforcer la stabilité du système financier dans son ensemble au cours du cycle. Les outils macro-prudentiels visent à contrôler l'endettement agrégé des agents privés d'une économie, soit en imposant des limites aux montants qui peuvent être empruntés contre une classe d'actifs donnée (par exemple, en exigeant un apport personnel plus important pour les emprunts immobiliers en phase de *boom* du crédit et en relâchant la contrainte en phase descendante), soit en imposant des ratios de fonds propres aux banques qui varient avec la conjoncture. Or, pour être efficace, la politique macro-prudentielle doit être coordonnée avec la politique monétaire¹⁵. Il nous paraît crucial que les principaux instruments macro-prudentiels soient actionnés par l'entité en charge de la supervision bancaire européenne, en coordination étroite avec la politique monétaire. Une connaissance intime de la situation des institutions individuelles est en effet un pré-requis pour une politique macro-prudentielle efficace, et seul un régulateur supranational sera à même de percevoir les risques d'ensemble posés par les retournements de flux de capitaux. Le projet d'union bancaire confie à un superviseur européen unique (directement pour les plus grandes banques, indirectement pour les autres) les instruments de surveillance micro-prudentielle (ratios de capitaux propres et de liquidité, provisionnement dynamique des banques, traitement des banques systémiques, etc.). Il lui confie aussi la gestion du matelas de capitaux propres contra-cycliques pour ce qui concerne les banques considérées comme « systémiques ». Cependant, les États membres demeurent responsables de la gestion de ces matelas pour les banques plus petites (même si le superviseur unique peut décider d'un renforcement des exigences en fonds propres). Surtout, ils conservent la responsabilité d'autres instruments macro-prudentiels importants, tels que les restrictions en matière de prêts immobiliers. Ainsi, on ne peut exclure une situation où, en raison d'un boom du crédit, le superviseur unique renforcerait les exigences en fonds propres des banques tan-

¹³ La décision du 7 novembre de poursuivre « au moins jusqu'à juillet 2015 » les allocations illimitées à taux fixes lors des opérations normales de refinancement et de continuer aussi les opérations de refinancement à moyen terme (trois mois) va contribuer à sécuriser la liquidité bancaire. Cependant, le taux d'intérêt de cette liquidité sera celui en vigueur au moment de l'opération, ce qui limite l'impact de cette annonce sur les taux auxquels les banques peuvent prêter à l'économie.

¹⁴ Bruno V. et H.S. Shin (2013) : « Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy », *NBER Working Paper*, n° 18942, avril et Rey H. (2013) : *Dilemma not Trilemma*, Intervention au 25th Jackson Hole Symposium 'The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence', Wyoming, août.

¹⁵ En l'absence de coordination, on pourrait se trouver, par exemple, dans une situation où, en phase de récession, la politique monétaire devient excessivement expansionniste parce que la politique macro-prudentielle est excessivement restrictive (le régulateur macro-prudentiel craignant une prise de risque excessive des banques face au crédit facile). Voir, par exemple, Blanchard O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2013) : « Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular », *IMF Staff Discussion Note*.

dis que le régulateur national relâcherait les contraintes en matière de prêts immobiliers – deux actions qui se contrediraient. Nous pensons que les instruments de régulation macro-prudentiels devraient être plus largement transférés au superviseur unique, même lorsque cela implique des traitements différenciés des États membres¹⁶.

Recommandation 2. Pour protéger durablement la zone euro des flux et reflux de crédits excessifs engendrés par la politique monétaire américaine, renforcer les prérogatives du superviseur unique en lui confiant les principaux outils de régulation macro-prudentielle.

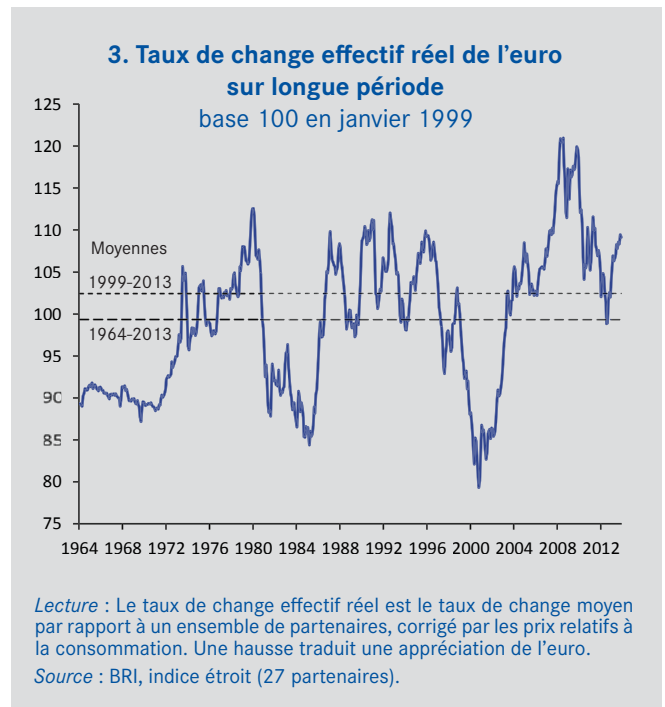
L'euro, victime de la « guerre des monnaies » ?

Un débat très français

Le thème de l'euro fort est un refrain bien connu dans les débats économiques français : l'expression « euro fort » recueille 6,5 millions d'entrées sur Google, tandis que l'expression « euro faible » n'en récolte que 145 000. Le contraste est saisissant avec le débat en Allemagne, où l'euro fort est loin de constituer un leitmotiv : l'expression « *stark euro* » ne recueille que 1,4 million d'entrées (« *schwach euro* » en recueillant 764 000)¹⁷. D'où vient cette différence de perception ?

Une façon d'expliquer les différences de sensibilité sur le taux de change de part et d'autre du Rhin a trait aux performances des deux pays à l'exportation : la part de marché mondiale de la France a fondu de 44 % entre 1999 et 2013, tandis que celle de l'Allemagne ne diminuait que de 18 %¹⁸. Pour Artus et Fontagné (2006)¹⁹, néanmoins, la différence de performance enregistrée entre les deux pays ne tient pas principalement à une sensibilité différente au taux de change de l'euro (et en particulier à son appréciation tendancielle dans les années 2000, cf. graphique 3), mais plutôt à une moindre réactivité des exportations françaises à la demande internationale.

Une autre manière de comprendre les différences de perception entre les deux pays par rapport à la question du taux de change a trait à la culture monétaire et la préférence plus marquée en Allemagne qu'en France pour une inflation faible.



L'euro fort y est perçu comme un rempart contre l'inflation ; et de toute façon, le taux de change est le résultat d'une politique monétaire menée par une banque centrale indépendante dont le mandat principal est la stabilité des prix.

Quels bénéfices tirer d'un euro plus faible ?

Le taux de change nominal d'une monnaie détermine, à un moment donné, le prix relatif des biens et services produits dans ce pays, ainsi que la valeur relative des richesses accumulées dans les différentes monnaies. Une dépréciation nominale de la monnaie améliore transitoirement la compétitivité des exportateurs, lesquels peuvent, dans des proportions variables selon les secteurs, relever leurs marges ou gagner des parts de marché²⁰. Toutefois, les exportations de la France hors zone euro – les seules directement affectées par une dépréciation de l'euro – ne représentent que 11 % du PIB français²¹ : la baisse de l'euro ne peut être la réponse unique à notre déficit de compétitivité.

Parallèlement, il ne faut pas négliger l'impact cette fois négatif d'une dépréciation de la monnaie sur le pouvoir d'achat des ménages, et donc sur leur capacité à consommer des biens

¹⁶ Un autre risque important concerne l'accès des banques européennes à des refinancements en dollars. Il faut ici se féliciter de la pérennisation, depuis le 31 octobre 2013, des lignes de swap mise en place à la fin de 2007 entre la BCE et la Fed. Ces lignes permettront automatiquement à la BCE de fournir de la liquidité en dollar, lorsque cela s'avérera nécessaire – une assurance particulièrement importante dans la perspective de la « normalisation » de la politique monétaire américaine.

¹⁷ Cf. *Google Fight*, 22 octobre 2013.

¹⁸ Cf. Ameco. On s'attend à ce que les parts de marché européennes diminuent au cours du temps en raison de l'arrivée des économies émergentes. Mais la chute de la part de marché française est particulièrement marquée.

¹⁹ Artus P. et L. Fontagné (2006) : « Une analyse de l'évolution récente du commerce extérieur français » in *Évolution récente du commerce extérieur français*, Rapport du CAE, n° 64, la Documentation française.

²⁰ À long terme, l'effet de la dépréciation du change est effacé par la hausse des prix, sauf si les « fondamentaux » de l'économie ont évolué entre-temps (réformes structurelles, désendettement) ou si le taux de change était initialement surévalué (voir *infra*).

²¹ Le ratio correspondant est de 20 % du PIB pour l'ensemble de la zone euro.

et des services : en renchérissant les biens importés, notamment ceux dont les ménages peuvent difficilement réduire leur consommation à court terme (essence), la dépréciation les amène à couper dans des dépenses de services locaux tels que les loisirs ou les services à la personne. Ainsi, la dépréciation entraîne deux types de transferts : des entreprises importatrices nettes (par exemple, le secteur des télécommunications) vers les entreprises exportatrices nettes (par exemple, l'aéronautique) ; et des ménages vers les entreprises exportatrices.

Enfin, une dépréciation du taux de change revalorise les actifs et les dettes en monnaies étrangères par rapport aux actifs et dettes en monnaie nationale. La France a, dans son ensemble, davantage d'actifs que de dettes en monnaies étrangères. Fin 2012, par exemple, l'actif brut de la France était de 5 829 milliards d'euros, pour un passif brut de 6 259 milliards d'euros. Nos calculs indiquent une position nette approximative de 306 milliards d'euros investie en dollars et de 247 milliards en livres sterling. Dans ces conditions, une appréciation du dollar de 10 % par rapport à l'euro entraînerait un gain en capital d'environ 1,5 % du PIB, tandis qu'une appréciation équivalente de la livre sterling entraînerait un gain d'environ 1,2 % du PIB²².

Impact de l'euro sur les exportations

Nous proposons ici une estimation nouvelle des effets de l'euro sur les exportations françaises à partir des données des Douanes sur la période 1995-2010²³. La méthode et les résultats sont résumés dans l'encadré 1. Les estimations suggèrent que, toutes choses par ailleurs, une dépréciation de 10 % de l'euro par rapport à un pays partenaire hors zone euro relève la valeur des ventes d'un exportateur moyen vers ce pays d'environ 5-6 %. Cette augmentation – qui a lieu pour l'essentiel l'année même de la dépréciation – vient principalement d'une hausse des volumes exportés (4-5 %), le reste (0,5-1 %) provenant d'une revalorisation des marges sur chaque unité vendue (*via* une légère hausse de prix en euro). Une appréciation de l'euro de 10 % a un impact symétrique : la valeur des exportations diminue en moyenne pour une entreprise exportatrice de 5-6 %.

Au niveau agrégé, l'impact d'une dépréciation de 10 % de l'euro sur la valeur des exportations est plus important – de l'ordre de 7-8 % – car la dépréciation non seulement améliore la situation des exportateurs déjà en place, mais elle fait aussi entrer de nouvelles entreprises sur les marchés export²⁴.

Ces effets sont importants : les exportations françaises hors zone euro représentant 11 % du PIB, une dépréciation de l'euro de 10 % par rapport aux monnaies de tous ses partenaires commerciaux hors zone euro constituerait un choc positif de demande d'environ 0,7 point de PIB. Cela n'implique pas que le PIB augmenterait de 0,7 % puisque nous ne prenons pas en compte ici les effets de la dépréciation sur les importations (notamment les importations d'énergie et de matières premières, qui représentent environ 1,5 % du PIB), le pouvoir d'achat, la consommation, l'emploi, les salaires. Selon le modèle macro-économétrique Mésange, une dépréciation de l'euro de 10 % entraînerait une augmentation du PIB français de 0,6 % après un an et de 1 % après deux ans²⁵.

Dans le détail, on ne distingue pas d'importantes différences de sensibilité selon les grands secteurs manufacturiers. En particulier, les principaux secteurs exportateurs (chimie, automobile, agroalimentaire, aéronautique) sont très proches de la moyenne française. En revanche, les exportations françaises vers les pays OCDE sont plus sensibles aux variations de taux de change que celles vers les pays émergents. Par exemple, les exportations vers les États-Unis augmentent de 9 % en valeur si l'euro se déprécie de 10 % par rapport au dollar. C'est aussi le cas pour les exportations vers le Royaume-Uni. Cela peut s'expliquer par le fait que les produits exportés vers les pays OCDE sont plus semblables et substituables aux productions locales (et donc plus sensibles aux différences de prix) que les exportations vers les pays émergents.

Les entreprises les plus productives (qui sont aussi les plus grosses exportatrices) réagissent moins que la moyenne aux variations de taux de change²⁶. En effet, elles absorbent davantage les variations de change dans leurs marges : elles relèvent leurs marges à l'exportation quand l'euro se déprécie et les réduisent quand l'euro s'apprécie. De même, les entreprises exportatrices qui importent une grande partie de leurs biens intermédiaires réagissent moins que la moyenne aux variations de change. Pour elles, le gain de compétitivité résultant d'une dépréciation de l'euro est limité par le renchérissement des biens intermédiaires importés. Or, les entreprises les plus performantes à l'exportation sont aussi celles qui importent le plus de biens intermédiaires. On peut considérer que la tendance des entreprises à internationaliser leur processus de production par la mise en place de chaînes de production mondialisées tend ainsi à réduire l'effet des mouvements de taux de change. Réduire la dépendance à l'instabilité des changes est d'ailleurs l'une des motivations de la diversification des sites de production.

²² Calculs approximatifs des auteurs à partir du rapport 2012 de la Banque de France sur la balance des paiements.

²³ Les données détaillent, pour chaque exportateur français au-dessus d'un certain seuil de ventes annuelles, les exportations par pays et par produit, au sein de la nomenclature SH6 (environ 5 000 produits). Nous ne disposons malheureusement pas de données similaires pour d'autres pays de la zone euro.

²⁴ L'entrée de nouvelles entreprises sur les marchés étrangers se fait rapidement (l'année de la dépréciation) et représente environ 20 % de la croissance des exportations totales. Voir Berman N., P. Martin et T. Mayer (2012) : « How Do Different Exporters React to Exchange Rate Changes? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, n° 1.

²⁵ Voir Direction générale du Trésor (2014) : *Rapport économique, social et financier pour 2014*, tome I, p. 54. Les hypothèses faites dans ce modèle sur l'élasticité des exportations au taux de change de l'euro ne sont pas très éloignées de ce que nous trouvons sur données d'entreprises.

²⁶ Voir Berman et al. *op. cit.*

On entend souvent dire qu'au-delà d'un certain seuil, une appréciation de l'euro serait particulièrement néfaste aux exportations. Cela suggère un effet non linéaire des variations de change : faible lorsque l'euro est proche de son niveau d'équilibre et fort lorsqu'il dévie fortement de celui-ci. Pour les exportateurs français, nous n'avons pas pu déceler un tel effet de seuil : une appréciation de l'euro de 10 % réduit les exportations d'une entreprise moyenne d'environ 5-6 % quel que soit le niveau de taux de change à partir duquel se fait cette appréciation.

Un autre argument souvent entendu est que la montée en gamme ou qualité des produits français permettrait d'isoler nos exportations des variations de taux de change en les rendant moins sensibles aux prix. Il est certain qu'une meilleure qualité permet de vendre davantage, pour un prix donné. Cependant, il n'est pas clair que la qualité permette de réduire la sensibilité des exportations aux variations de change. Pour le savoir, nous avons isolé les entreprises dont les valeurs unitaires moyennes à l'exportation sont les plus élevées, produit par produit. L'idée est que ces entreprises exportant des biens plus chers sont spécialisées dans le « haut de gamme ». Les résultats préliminaires ne confirment pas que les entreprises exportant du « haut de gamme » soient moins sensibles aux variations de change, même si notre mesure de qualité est trop frustrée pour conclure définitivement.

Une dépréciation de l'euro permet de réduire les prix des entreprises exportatrices françaises en monnaie étrangère. En théorie, le même effet peut être obtenu par une baisse de prix en euro, sans variation de taux de change. Nous avons vérifié que l'impact d'une dépréciation nominale de l'euro a le même effet sur la valeur des exportations qu'une baisse des prix en France par rapport aux prix étrangers. Ceci est important car si le taux de change nominal n'est plus un instrument de politique économique du gouvernement français, celui-ci peut néanmoins influencer les prix des exportateurs à travers sa panoplie de politiques économiques qui ont un impact direct sur les coûts des entreprises (charges sociales, taxation, coût de l'énergie²⁷...). Les entreprises françaises peuvent aussi améliorer leur compétitivité en travaillant sur la qualité de leurs produits. Là encore, la politique économique, en termes de soutien à l'innovation et à la recherche et en termes de formation, n'est pas impuissante. Alors qu'une dépréciation nominale n'a qu'un effet de court-moyen terme sur la compétitivité, les réformes structurelles permettant une baisse des coûts ou une amélioration de la qualité des biens produits ont un effet permanent sur la compétitivité. L'avantage d'une dépréciation nominale est que l'effet compétitivité est rapide mais il ne diminue en rien la nécessité de réformes qui doivent améliorer la compétitivité structurelle de l'économie française, lesquelles favorisent l'ensemble des exportations et non pas seulement celles à destination de pays hors zone euro.

1. Mesurer la sensibilité des exportations françaises hors zone euro au taux de change

Nous observons les exportations de marchandises en valeur d'environ 100 000 exportateurs français chaque année vers chaque marché en dehors de la zone euro, de 1995 à 2010 (plus de 4 millions d'observations). Ces données sont enregistrées par les Douanes, en cumulant les ventes de chaque exportateur sur une année pour une catégorie de produits et une destination données. Les exportations de services ne sont pas disponibles. Nous expliquons les variations des ventes d'une année à l'autre par un ensemble de variables de contrôle spécifiques à la destination ou l'année observée, et par la variation du taux de change.

Les résultats rapportés ci-dessous correspondent à la spécification ayant servi à quantifier l'impact d'une dépréciation de l'euro^a. La valeur des exportations (en logarithme) d'une entreprise f du secteur s vers le pays i pendant l'année t , $\ln X_{fsit}$ est régressée sur le taux de change réel de l'euro vis-à-vis du pays i (en logarithme) $\ln EURO_{it}$, sur le PIB de destination (en logarithme) $\ln PIB_{it}$, sur le niveau des prix dans le pays de destination (en logarithme) $\ln P_{it}$ et sur un ensemble d'effets fixes (entreprise-secteur-destination et année) qui permettent de prendre en compte les spécificités de l'entreprise exportatrice sur la destination :

$$\ln X_{fsit} = -0,61 \ln EURO_{it} + 0,66 \ln PIB_{it} + 0,10 \ln P_{it} + \text{effets fixes}$$

(0,04) (0,08) (0,02)

Les coefficients estimés sont indiqués devant chaque variable explicative et leur écart-type est précisé entre parenthèses. Les trois coefficients sont significatifs au seuil de 1 %. Une dépréciation de l'euro de 10 % augmente les exportations françaises en valeur d'environ 6 %. Lorsque l'estimation est faite en régressant le taux de croissance des exportations d'une année à l'autre sur la variation de taux de change, on obtient un effet un peu moins important (5 %). Au niveau agrégé, on obtient une élasticité de 0,76. Cette élasticité est un peu plus élevée que celle estimée par exemple pour l'Allemagne sur données agrégées, qui est de 0,6^b.

^a Pour une analyse plus détaillée et technique, voir Héricourt J., P. Martin et G. Orefice (2014) : « Les exportateurs français face aux variations de l'euro », *La Lettre du CEPII*, n° 340, janvier.

^b Voir Thorbecke W. et A. Kato (2012) : « The Effect of Exchange Rate Changes on Germany's Exports », *RIETI Discussion Paper*, n° 12-E-081.

Impact de l'euro sur les importations

Enfin, nous avons estimé l'impact d'une dépréciation de l'euro sur les importations manufacturières des entreprises françaises qui viennent de l'extérieur de la zone euro. Les impor-

²⁷ Dans une Note récente, le CAE a ainsi estimé qu'une augmentation de 10 % des prix de l'électricité en France réduirait la valeur des exportations en moyenne de 1,9 %. Voir Bureau D., L. Fontagné et P. Martin (2013) : « Énergie et compétitivité », *Note du Conseil d'analyse économique*, n° 6, mai.

tations totales de la France hors zone euro représentent 13 % du PIB français. Nous mesurons l'impact moyen d'une dépréciation de l'euro par rapport à chaque pays fournisseur sur les importations manufacturières en provenance de ce pays. Nos estimations sont un peu moins précises que pour les exportations. Une dépréciation de l'euro induit une baisse des volumes importés mais renchérit chaque unité importée – deux effets contraires sur la valeur des importations. Les résultats suggèrent qu'une dépréciation de l'euro de 10 % augmente pour un importateur moyen les prix des biens manufacturés importés d'environ 2 %. La demande de biens importés diminue selon les estimations d'environ 0 à 2 %. À court terme, c'est donc l'effet prix qui semble l'emporter sur l'effet volume et la valeur des importations augmente de 0 à 3 %. Ce n'est qu'au bout de deux ans que l'effet volume l'emporte sur l'effet valeur. Au niveau agrégé, la valeur des importations augmente d'environ 3,5 %. Ce résultat est important car il montre qu'une dépréciation élève les coûts des entreprises françaises importatrices.

Constat 3. Une dépréciation de l'euro de 10 % élève la valeur des exportations (hors zone euro) de l'ordre de 7-8 % ; mais elle renchérit les importations (hors zone euro) d'environ 3,5 %, sans baisse à court terme des volumes importés. Une baisse de 10 % des prix en France relativement à ceux de ses partenaires a le même effet sur les exportations qu'une dépréciation de 10 % de l'euro.

Recommandation 3. Les prix relatifs ayant un impact aussi important que celui du taux de change sur les exportations, il y a lieu de renforcer la vigilance sur les effets des politiques publiques (charges sociales sur les salaires, taxation, coût de l'énergie) sur les coûts et les prix français.

Comment juger de la valeur de l'euro ?

L'euro est-il aujourd'hui trop fort, et si oui, au regard de quel critère ? L'encadré 2 résume les différentes approches possibles.

Une première approche est d'examiner l'évolution historique du taux de change effectif réel. Le graphique 3 montre que depuis 1964 (en reconstituant l'euro à partir des monnaies des États membres avant 1999), on ne décèle pas de tendance particulière pour l'euro. Entre janvier 2012 et novembre 2013, l'euro s'est situé en moyenne 2 % au-dessus de sa valeur moyenne depuis 1999 et 5 % au-dessus de sa valeur moyenne sur longue période. Compte tenu des marges d'erreur sur la mesure des prix, on peut considérer que la valeur de l'euro est en ligne avec son niveau de longue période.

2. La notion de taux de change d'équilibre

La notion de taux de change d'équilibre n'a rien d'évident dans la mesure où, lorsqu'une monnaie flotte librement, son taux de change est à tout moment déterminé par un équilibre de marché. L'usage est cependant de réserver l'expression « taux de change d'équilibre » à différentes normes de moyen ou long terme. Pour un pays avancé, trois normes différentes peuvent être utilisées :

- la parité des pouvoirs d'achat : sur le très long terme, les taux de change réels entre monnaies clés ne dénotent pas de tendance. Selon ce premier critère, l'euro est proche de sa valeur de très long terme (graphique 3) ;
- La position extérieure nette : sur le long terme, un pays dont la position extérieure nette (actif – passif) se détériore voit en principe son taux de change réel se déprécier. Ce deuxième critère ne modifie pas fondamentalement le diagnostic sur l'euro car, dans son ensemble, la zone a accumulé peu de déséquilibres au cours du temps^a ;
- l'équilibre interne et le lien avec la politique monétaire : si, comme nous le recommandons plus haut, la politique monétaire de la zone euro doit s'orienter dans un sens plus expansionniste, il est logique que l'euro se déprécie à court terme. L'ampleur de la dépréciation est extrêmement difficile à calculer car elle repose sur de nombreuses hypothèses incertaines. Tentons cependant un chiffrage avec de nombreux « si ». L'objectif de la BCE est d'atteindre un taux d'inflation proche de 2 % alors que celui-ci est aujourd'hui autour de 1 % avec un danger déflationniste reconnu. Une dépréciation de l'euro de 10 % permettrait de se rapprocher de la cible d'inflation de la BCE en augmentant, *via* l'augmentation des prix des biens importés, les prix dans la zone euro d'environ 0,8 %^b. Cette dépréciation, qui accompagnerait une politique monétaire plus expansionniste, permettrait aussi de réduire en partie l'écart qui s'est creusé dans la zone euro entre la production potentielle et la production effective, aujourd'hui estimé à 2,7 % du PIB par le FMI et à 4,2 % du PIB par l'OCDE (cf. graphique 4).

^a Dans cet état d'esprit, le Fonds monétaire international met en évidence pour 2013 une sous-évaluation de l'ordre de 5-10 % en Allemagne et une surévaluation de même ordre de grandeur en France. Les deux pays ayant la même monnaie, cela signifie que le désajustement est essentiellement interne : le niveau des prix serait trop élevé, de l'ordre de 10 %, en France par rapport à l'Allemagne. L'euro, lui, est considéré comme proche de sa valeur d'équilibre. Voir *IMF External Stability Report 2013*.

^b Voir Landau B. et F. Skudelny, « Pass-Through of External Shocks Along the Pricing Chain: A Panel Estimation Approach for the Euro Area », *European Central Bank Working Paper*, n° 01/2009. Autrement dit, une politique monétaire plus expansionniste permettrait que le déficit de demande de biens et services dans la zone euro se résorbe par une baisse du taux de change plutôt que par une baisse des prix, dont les conséquences macroéconomiques pourraient être désastreuses notamment du fait des niveaux élevés de dette.

Une deuxième approche consiste à se demander si l'euro n'aurait pas dû s'apprécier sur longue période (sous l'effet des excédents extérieurs accumulés) ou au contraire se déprécier (en raison de la croissance tendancielle plus faible dans la zone par rapport au reste du monde). Ces deux effets contradictoires sont difficiles à quantifier. Les estimations existantes sont entachées d'une marge d'erreur importante et elles ne modifient pas fondamentalement le diagnostic sur l'euro²⁸.

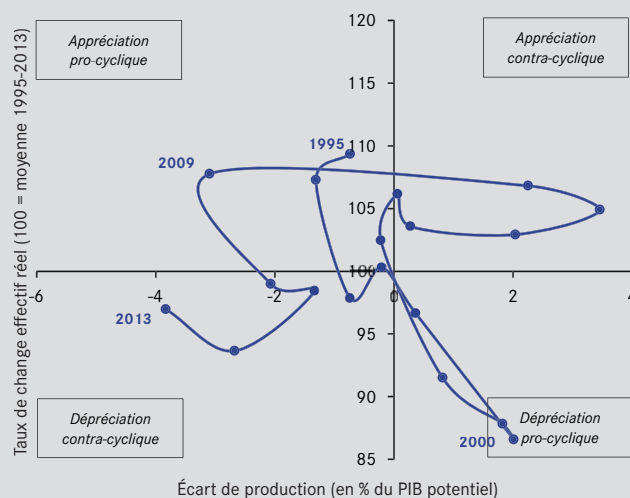
Une troisième approche se concentre sur le court terme : indépendamment des considérations de long terme, l'euro n'est-il pas trop fort au regard de la difficile sortie de crise de la zone ? Pour répondre à cette question, on peut regarder comment a varié le taux de change effectif réel de l'euro en fonction de l'écart de production de la zone (écart entre production effective et production potentielle), et comparer à ce qui s'est passé aux États-Unis. Pour être stabilisant, le taux de change réel (taux de change nominal corrigé de l'évolution des prix) doit varier dans le même sens que l'écart de production : s'apprécier quand l'activité se porte relativement bien ; se déprécier dans le cas inverse. Le graphique 4 montre que ce fut le cas entre 1995 et 2013 aux États-Unis, mais non dans la zone euro. Si l'euro s'est bien déprécié en 2012, en ligne avec la dégradation de l'activité, c'est l'exception plutôt que la règle. En 2009, alors que l'activité chutait fortement dans la zone, la valeur réelle de l'euro est restée stable. En 2013, l'euro s'est apprécié par rapport à 2012 alors que le PIB de la zone continuait de se contracter. À l'inverse, en 2000, le pic d'activité de la zone a coïncidé avec un euro particulièrement faible.

Dans cette optique, et en cohérence avec notre diagnostic sur la politique monétaire (*cf. supra*), on peut considérer (encadré 2) qu'une politique plus expansionniste de la Banque centrale européenne, qui s'accompagnerait d'une dépréciation nominale de l'euro d'environ 10 %, permettrait à la fois de se rapprocher de l'objectif d'inflation de la BCE et d'atténuer l'insuffisance de demande dans la zone. L'euro n'étant pas surévalué au regard des différentes normes de longue période (*cf. supra*), il ne faut toutefois pas s'attendre à une dépréciation durable.

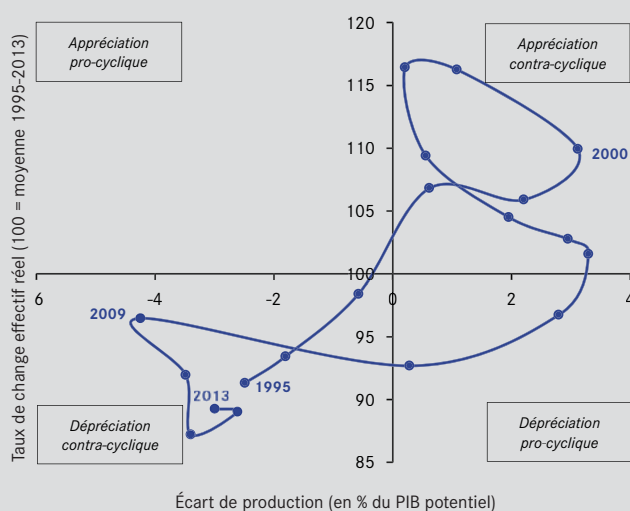
Constat 4. Début 2014, la situation conjoncturelle dans la zone euro justifierait un euro transitoirement plus faible, en cohérence avec une politique monétaire plus expansionniste. Toutefois, l'euro n'étant pas surévalué au regard des différentes normes de longue période, on ne peut s'attendre à un affaiblissement durable de l'euro.

4. Taux de change effectif réel et cycle d'activité

a. Zone euro



b. États-Unis



Lecture : Un écart de production positif signifie que le PIB est au-dessus de son niveau potentiel ; un taux de change effectif réel supérieur à 100 signifie que le taux de change effectif réel est plus fort que sa moyenne sur 1995-2013.

Sources : OCDE (2013) : *Economic Outlook 2013-2*, BCE et Fed.

Interventions sur le change et coordination internationale

Interventions sur le marché des changes

En dehors de la politique monétaire, une banque centrale a théoriquement deux outils à sa disposition pour faire varier le taux de change : elle peut intervenir sur le marché des changes, c'est-à-dire, par exemple, acheter du dollar

²⁸ Voir par exemple Bénassy-Quéré A., S. Béreau, V. Mignon (2009) : « Taux de change d'équilibre. Une question d'horizon », *Revue Économique*, vol. 60, n° 3, pp. 657-666.

lorsqu'elle veut affaiblir sa propre monnaie ; elle peut aussi faire des déclarations sur le taux de change dans l'espoir de coordonner les anticipations des marchés.

Les recherches empiriques ont mis en évidence un certain nombre de conditions à réunir pour qu'une intervention soit efficace : l'intervention doit si possible être coordonnée entre plusieurs banques centrales, être annoncée au marché (plutôt que maintenue « secrète »), porter sur des montants conséquents, n'être pas trop fréquente et ne pas être « stérilisée »²⁹. Par ailleurs, les interventions « orales » des banques centrales sur les taux de change peuvent s'avérer efficaces si elles sont crédibles, notamment si elles n'entrent pas en contradiction avec les annonces de politique monétaire³⁰. Toutefois, il est sans doute illusoire de fonder une stratégie de change sur le seul outil des interventions orales, dont la crédibilité dépend, à terme, d'actions effectives en termes de politique monétaire ou d'interventions effectives sur le marché.

Le mandat de la BCE étant centré sur un objectif interne – la stabilité des prix –, il faut s'attendre à ce que sa politique d'interventions (effectives et orales) soit assujettie à cet objectif interne : la BCE n'interviendrait que lorsque l'euro est fort *et* le risque de déflation très présent ; ou bien lorsque l'euro est faible *et* le risque inflationniste imminent.

La tentation est alors forte pour les gouvernements de la zone euro d'intervenir par des déclarations sur le taux de change, dans l'espoir de coordonner eux-mêmes les anticipations sur un autre équilibre. Nous avons analysé cette possibilité en étudiant l'impact de onze déclarations de hauts responsables politiques français entre 2006 et 2013 (encadré 3). Les résultats sont sans appel : les interventions orales des responsables politiques sont sans effet sur le taux de change.

Constat 5. Les déclarations des dirigeants politiques en vue de faire varier le taux de change sont généralement inefficaces.

Coordination internationale, pour quoi faire ?

Depuis l'Accord du Plaza qui, en septembre 1985, a déclenché (ou accompagné) le retournement du dollar, puis l'Accord du Louvre de 1987, qui a mis fin à sa dépréciation, le G7 a régulièrement rappelé publiquement les bienfaits de taux de change flexibles (donc non manipulés), avec un succès très limité. Le G20 a pris le relais, sous la forme de déclarations soigneusement préparées, différant peu d'un sommet à l'autre. Le bilan du G7 et du G20 en matière de coordination

3. Mesurer l'effet des communications des dirigeants politiques sur le taux de change

Les responsables politiques ont-ils la capacité d'infléchir le taux de change par leurs interventions orales ? Divers travaux, notamment Fratzscher (*op. cit.*) ont montré que les déclarations des autorités des banques centrales sur le taux de change réussissent à influencer le taux de change dans le sens désiré même sans changement de politique monétaire. Peut-on en dire autant des responsables politiques ? En suivant la même méthode, nous avons estimé l'impact, sur le taux de change euro-dollar, de onze déclarations de hauts responsables politiques français (Président de la République, Premier ministre, ministre des Finances, ministre de l'Industrie) entre le 1^{er} janvier 2006 et le 30 septembre 2013, et de trois déclarations en Allemagne (contredisant les déclarations françaises). Nous n'avons trouvé aucun effet significatif de ces déclarations, même à court terme (c'est-à-dire le jour de la déclaration). Sur les onze déclarations françaises, cinq ont été suivies le jour même d'une dépréciation de l'euro (l'effet *a priori* recherché), mais six autres ont été suivies d'une appréciation. Si on analyse l'évolution du taux de change le jour suivant la déclaration, trois sont des succès (dépréciation de l'euro) et huit sont des échecs (appréciation de l'euro). Une estimation économétrique sur l'impact des déclarations françaises et allemandes confirme qu'elles n'ont pas eu d'impact statistiquement détectable sur le taux de change euro/dollar.

En résumé, le marché des changes ne semble prêter aucune attention aux déclarations des personnalités politiques sur le taux de change, alors qu'il semble attentif à celles des autorités monétaires.

internationale des politiques monétaires et des politiques de change est mitigé. D'un côté, cette coordination est vouée à l'échec à partir du moment où les banques centrales sont indépendantes avec un mandat bien défini par rapport à des objectifs internes. De l'autre, la coordination s'est avérée précieuse en période de crise, lorsque les accords de swaps entre banques centrales ont permis d'alimenter les banques en liquidités dans plusieurs monnaies à la fois.

Au-delà de sa faisabilité pratique, les bienfaits de la coordination internationale des politiques monétaires ne font pas consensus, dans un monde où les États ont des instruments pour faire face aux mouvements erratiques de capitaux (ajustement du taux de change, politiques macro-prudentielles) et où il est important que chaque zone conserve son instrument monétaire pour mener une politique de croissance non inflationniste. Ainsi, l'idée d'un jeu à somme nulle, voire négative, véhiculée par le concept de « guerre des monnaies », est controversée. Il semble que le G20 soit plus utile lorsqu'il

²⁹ Voir Lecourt C. et H. Raymond (2008) : « Les interventions de banques centrales sur les marchés des changes : un instrument de politique économique désuet ? » in *La politique de change de l'euro*, Rapport du CAE, n° 80, La Documentation française. La stérilisation d'une intervention de change consiste à neutraliser son effet sur la base monétaire en réalisant une opération inverse sur le marché monétaire national (par exemple, en achetant des actifs nationaux pour compenser la vente de réserves en monnaies étrangères).

³⁰ Fratzscher M. (2008) : « Oral Interventions versus Actual Interventions in FX Market: An Event Study Approach », *Economics Journal*, vol. 118, n° 530, pp. 1079-1106.

s'occupe de régulation financière que lorsqu'il cherche à coordonner les politiques monétaires.

Le concept de « manipulation du change », régulièrement mis en avant par le Congrès américain au regard du régime de change chinois, a peu de portée pour des zones monétaires en régime de change flexible et parfaite mobilité des capitaux, dans lesquels la politique monétaire est tournée vers des objectifs internes. De fait, les États-Unis et le Royaume-Uni n'ont pas mis en avant la dépréciation de leur monnaie comme objectif principal de leurs politiques d'assouplissement quantitatif (seul le Japon l'a fait, sans l'assumer complètement devant le G20). En revanche, on peut faire le parallèle entre protection commerciale et protection monétaire, lorsque la Banque centrale intervient lourdement sur le marché des changes pour éviter par exemple l'appréciation de sa monnaie.

Les travaux empiriques existants montrent que les droits de douane ont beaucoup plus d'impact sur les échanges commerciaux que les taux de change, probablement parce que, contrairement aux fluctuations de change, ils peuvent être considérés comme durables³¹. Ainsi, l'équivalent d'une sous-évaluation de change de 10 % n'est pas un droit de douane de 10 %, mais plutôt un droit de douane de 1 %. Le parallèle n'en est pas moins légitime, ce qui pose la question de recours possibles devant l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Sur la question des manipulations de change, l'article XV de l'OMC s'en remet au FMI, tout en acceptant le principe de contrôles des changes. Quant au FMI, il proscriit, dans son article IV, les manipulations de change visant « à bloquer des ajustements de balances des paiements ou à créer un avantage de compétitivité déloyal ». Toutefois, aucune sanction n'est définie. Lors des réformes de 2007 et 2012, il a été précisé qu'un pays peut intervenir sur le marché des changes en réaction à des mouvements de change de court terme jugés excessifs. Un taux de change est considéré comme « manipulé » si le pays a mis en œuvre des interventions ou des contrôles de change destinés à maintenir durablement une sous-évaluation du change par rapport à son niveau fondamental, et si l'objectif de cette sous-évaluation est de stimuler les exportations. Ces deux conditions sont très restrictives, d'autant qu'il est recommandé

d'accorder à l'État membre le bénéfice du doute. En outre, le FMI n'a pas sur ce sujet de pouvoir de sanction. Finalement, aucun pays n'a jamais été sanctionné pour manipulation de son taux de change car la coordination est limitée entre FMI et OMC, mais aussi parce que les preuves de manipulation sont difficiles à réunir et le FMI hésite à pointer les pays « manipulateurs », surtout lorsqu'ils sont des membres importants³².

Devant les hésitations des organisations internationales, le danger est que le concept de manipulation de change ne soit traité au niveau de chaque zone monétaire, avec le risque de déclencher des guerres cette fois commerciales. C'est pourquoi nous pensons qu'il serait bon de réexaminer le concept et son application au niveau multilatéral, en s'appuyant sur une meilleure transparence des banques centrales en matière notamment d'interventions de change.

Recommandation 4. La coordination internationale devrait se concentrer sur la régulation financière et sur la gestion de crise. Les accusations de « manipulation » de change devraient être réexaminées au niveau multilatéral pour éviter de dégénérer en guerres commerciales.

Conclusion

L'apparition de conflits monétaires entre grandes puissances est inévitable dans un système monétaire international où tous les pays ne peuvent simultanément déprécier (ou apprécier) leur monnaie. On peut toutefois en réduire la gravité en développant des politiques macro-prudentielles actives et en prévoyant une coordination forte entre banques centrales en cas de crise. La zone euro gagnerait de son côté à prendre sérieusement en compte le risque de déflation dans sa stratégie monétaire – une inflexion qui s'accompagnerait normalement d'un affaiblissement temporaire de l'euro. Il ne faut toutefois pas s'attendre à ce que l'euro s'affaiblisse durablement, ce qui renforce, pour la France, la nécessité d'amplifier les politiques de compétitivité prix et hors prix. ●

³¹ Fitzgerald D. et S. Haller (2012) : *Exporters and Shocks*, mimeo, Stanford University et Economic and Social Research Institute, Dublin.

³² Voir Zimmermann C.D. (2011) : « Exchange Rate Misalignment and International Law », *The American Journal of International Law*, vol. 105, n° 3, pp. 423-476 et Mussa M. (2008) : « IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy » in *Debating China's Exchange Rate Policy*, Goldstein et Lardy (eds), Peterson Institute for International Economics. Le même schéma se retrouve au niveau européen : l'article 142 du Traité stipule que « Chaque État membre faisant l'objet d'une dérogation [notamment le Royaume-Uni, ajout des auteurs] traite sa politique de change comme un problème d'intérêt commun » ; mais la question de l'« intérêt commun » n'est pas régulièrement discutée au sein du Conseil Ecofin.



**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.

Présidente déléguée Agnès Bénassy-Quéré

Secrétaire général Pierre Joly

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Jézabel Couppey-Soubeyran,
Manon Domingues Dos Santos,
Cyriac Guillaumein

Membres Philippe Askenazy, Agnès Bénassy-Quéré,
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Brigitte Dormont,
Lionel Fontagné, Cecilia García-Peñalosa,
Philippe Martin, Guillaume Plantin,
David Thesmar, Jean Tirole, Alain Trannoy,
Étienne Wasmer, Guntram Wolff

Correspondants Patrick Artus,
Laurence Boone, Jacques Cailloux

Les Notes du Conseil d'analyse économique
ISSN 2270-2385

Directeur de la publication Agnès Bénassy-Quéré
Rédacteur en chef Pierre Joly
Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl
christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47