



L'euro dans la « guerre des monnaies »

Le Conseil d'analyse économique préconise une politique monétaire plus expansionniste

Le Conseil d'analyse économique (CAE) a présenté le 21 janvier 2014 sa dernière Note. Elle traite de l'évolution de l'euro face aux stratégies des différentes grandes banques centrales. Dans un contexte économique délicat pour la zone euro, Agnès Bénassy-Quéré, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin et Guillaume Plantin formulent plusieurs propositions sur la politique monétaire et les outils mobilisables par la Banque centrale européenne (BCE).

Alors que l'Europe est en crise depuis plusieurs années, l'euro reste à un niveau qui semble dé-corrélé des performances économiques de l'Union monétaire. L'euro est-il trop fort par rapport au dollar américain ? La question fait régulièrement débat au sein des responsables politiques et des décideurs. Les experts du CAE considèrent qu'en fait de « guerre des monnaies », nous assistons à un choc des politiques monétaires. Ils se posent alors logiquement la question de la politique monétaire de la BCE.

Une politique monétaire trop restrictive en zone euro

Si les banques centrales n'ont pas d'objectif de taux de change, ceux-ci s'expliquent en partie par la politique monétaire qu'elles conduisent. Compte tenu du bas niveau d'inflation et des faiblesses persistantes de la zone en termes de financement des entreprises et de croissance, la politique monétaire est devenue trop restrictive en 2013 pour la zone euro. Les auteurs de la Note suggèrent trois instruments : une nouvelle opération de refinancement à très long terme ciblant le crédit aux entreprises, des achats directs de titres de PME et un engagement plus explicite de la BCE quant à sa politique monétaire future.

Des risques liés à la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis

Une politique plus expansionniste de la BCE est particulièrement adaptée dans la perspective de la normalisation de la politique monétaire américaine. Face au risque de reflux inégal des capitaux hors de la zone euro, la BCE pourrait en outre actionner son programme de rachat d'obligations souveraines (OMT, opérations monétaires sur titres). Pour mieux résister aux effets déstabilisateurs du cycle mondial du crédit, les auteurs proposent de transférer au niveau de la BCE l'intégralité des outils macro-prudentiels permettant de contrôler l'endettement des agents privés dans chaque économie de la zone.

Baisse de l'euro : pour quoi faire ?

La Note du CAE ne soutient pas l'idée d'une surévaluation de l'euro par rapport à son niveau de long terme. Mais elle convient qu'un assouplissement de la politique monétaire, qu'elle appelle de ses vœux, s'accompagnerait d'une baisse temporaire de l'euro.

Une baisse de l'euro améliorerait transitoirement la compétitivité des exportateurs. À une baisse de 10 % de la valeur de l'euro, les résultats fondés sur une analyse des données des exportateurs prédisent une augmentation des exportations vers les pays hors zone euro de l'ordre de 7 à 8 % mais un renchérissement

des importations d'environ 3,5 %, sans compter la facture énergétique. Par ailleurs, la baisse de l'euro provoquerait un transfert de ressources des entreprises importatrices vers les exportatrices et une perte de pouvoir d'achat pour les ménages.

Les auteurs rappellent que des résultats équivalents seraient obtenus par des politiques de réduction des coûts de production des entreprises (cotisations sociales, taxation, coût de l'énergie) qui peuvent être mises en œuvre au niveau national.

Faut-il intervenir sur le marché des changes ?

En complément de la politique monétaire, la BCE peut faire varier le taux de change en achetant d'autres monnaies et *via* des prises de paroles pour influencer les marchés. La Note souligne que sans coordination des banques centrales, les seules déclarations des responsables politiques, même de premier plan, resteront inefficaces.

« 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 à prendre en compte le risque de déflation dans sa stratégie monétaire. Cette inflexion s'accompagnerait d'une baisse temporaire de l'euro permettant à notre pays d'accentuer les politiques de compétitivité des entreprises », concluent les auteurs de cette nouvelle Note du CAE.

Quatre recommandations pour une politique monétaire plus expansionniste

- **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 aux maturités plus longues et au collatéral restreint aux titres privés. Par ailleurs, la BCE pourrait s'engager 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.
- **Recommandation 2.** Pour protéger durablement la zone euro des flux et reflux de crédits excessifs engendrés par la politique monétaire américaine, il conviendrait de renforcer les prérogatives du superviseur unique en lui confiant les principaux outils de régulation macro-prudentielle.
- **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.
- **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.

Retrouvez la Note sur www.cae-eco.fr

*Placé auprès du Premier ministre, le **Conseil d'analyse économique** a pour mission d'« éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses, les choix du gouvernement en matière économique ». Le Conseil d'analyse économique examine les questions qui lui sont soumises par le Premier ministre. Il peut procéder de sa propre initiative à l'analyse prospective de questions économiques qu'il estime pertinentes pour la conduite de la politique économique du pays.*

Le Conseil d'analyse économique est composé de membres et de correspondants. Les membres participent à l'ensemble des travaux du Conseil. Les correspondants sont appelés à participer par le Président délégué en tant que de besoin. Les membres et les correspondants sont des économistes professionnels choisis en raison de leurs compétences telles que reconnues notamment par les usages du monde universitaire.

Contact Presse

Christine CARL : 01 42 75 77 47

christine.carl@pm.gouv.fr
c.carl@orange.fr (courriel itinérant)

Suivez le CAE sur  @CAEinfo