

La zone euro peut-elle avoir une politique de change ?

Michel Didier

Directeur du Coe-Rexecode

*(Centre d'observation économique et de recherche pour l'expansion
de l'économie et le développement des entreprises)*

La question examinée ici concerne l'impact économique des fluctuations de l'euro et la possibilité pour la zone euro de conduire une politique de change. La forte hausse de l'euro des années récentes et les difficultés qu'elle entraîne pour certains secteurs industriels invitent à s'interroger sur la capacité de la zone euro à maîtriser les mouvements de l'euro. D'autres pays semblent parvenir à orienter leur taux de change dans un sens favorable à leur économie. Les mouvements du dollar s'avèrent contra-cycliques, le niveau du dollar montant lorsque l'économie américaine est en forte expansion et baissant lors des ralentissements ou des récessions, ce qui soutient l'activité. Le yen est à un niveau bas depuis l'affaiblissement de la croissance japonaise. Quant au yuan chinois, malgré sa hausse récente modérée, il est maintenu par un strict contrôle des changes à un niveau artificiellement bas comme l'atteste la conjonction d'une croissance très forte et d'excédents commerciaux considérables. L'euro peut paraître livré à lui-même, subissant les politiques des autres sans véritable action autonome. Cette vision est sans doute excessive et on peut même soutenir que certains mouvements de l'euro résultent d'une politique implicite de change souhaitée par les autorités monétaires, mais le fait est que l'euro s'est apprécié à une époque où la croissance européenne restait fragile.

Après avoir présenté d'emblée les dix principales conclusions, nous décrivons brièvement les tendances profondes du système monétaire mondial et la place du dernier-né monétaire qu'est l'euro, nous rappellerons les conséquences des mouvements de change sur l'économie, et nous examinerons les marges d'action possibles pour une évolution plus maîtrisée du taux de change de l'euro.

1. Principales conclusions

L'euro a permis de créer une zone de stabilité monétaire de 320 millions d'habitants. Pour les acteurs français, l'instabilité de change a complètement disparu notamment avec l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, qui figurent parmi nos principaux partenaires commerciaux. Si pour l'instant, la croissance tendancielle de la zone, soit 2,2 % l'an reste identique à ce qu'il était avant l'euro, il ne fait pas de doute que l'euro a réduit l'incertitude dans les échanges commerciaux et financiers intérieurs à l'Europe.

La gestion de la monnaie européenne par la Banque centrale européenne est généralement considérée comme un succès, notamment au regard des missions fixées à cette institution par les Traités. La stabilité des prix a été assurée (en dehors des impacts exogènes des hausses des produits de base). Les anticipations d'inflation sont faibles et les taux d'intérêt à long terme sont bas. La Banque centrale européenne a acquis une forte crédibilité.

L'évolution de l'euro depuis sa création s'est cependant avérée, à certaines époques, préjudiciable aux entreprises et à l'industrie de la zone euro en raison de mouvements trop rapides et conduisant l'euro au-delà de seuils critiques. Un euro trop élevé conduit à des surcoûts, à des pertes de parts de marché et à des délocalisations d'activité, tout particulièrement dans un espace économique européen encore morcelé et très partiellement intégré.

Une politique de change de la zone euro devrait comporter, dans la mesure du possible, trois objectifs. Le premier serait de lisser les mouvements de change de très courte période (réduire la volatilité courte). Le deuxième objectif pourrait être d'éviter les trop fortes pentes dans l'évolution des taux de change (amortir les décrochages sans chercher pour autant à s'opposer aux mouvements de fond). Enfin, le troisième objectif serait de contenir les fluctuations de change dans certaines limites, sans doute assez larges, mais en évitant que ne soient franchis des seuils générateurs d'irréversibilités, des disparitions d'entreprises, voire de secteurs, et des délocalisations d'activités.

Les autorités de la zone euro pourraient avoir un discours et une action plus explicites en faveur d'un nouvel ordre monétaire international. Si un système de « zones cibles » de change paraît pour l'instant hors de portée, ces autorités devraient fortement soutenir un objectif de réévaluation des monnaies asiatiques et une désindexation plus marquée des monnaies aujourd'hui trop liées au dollar.

La mise en œuvre de l'euro a été réalisée avec une grande cohérence et l'objectif de stabilité des prix assigné à la Banque centrale européenne a été largement atteint. La question du meilleur équilibre à trouver entre politique monétaire et politique de change reste cependant ouverte. En outre, compte tenu de sa crédibilité, la BCE pourrait aujourd'hui adopter une politique de communication plus ouverte sur ses instruments d'interprétation et ses analyses économiques concernant les changes. Elle pourrait aussi

publier désormais les minutes de ses réunions de politique monétaire afin de mieux informer les marchés.

Les traités sur l'Union européenne prévoient explicitement la possibilité pour le Conseil européen, après consultation de la BCE, de formuler des orientations générales de politique de change de l'euro vis-à-vis des autres monnaies. Si un consensus des pays de l'euro était trouvé autour d'une orientation de change, il n'est pas douteux que la BCE en tiendrait le plus grand compte.

Les conditions pour des interventions efficaces sur le marché des changes en vue de ramener l'euro entre 110 et 120 dollars paraissaient à peu près réunies mi-2008. L'euro était clairement au-dessus de sa zone de variations maximales acceptables. Le contexte macroéconomique de ralentissement européen était favorable à une baisse spontanée de l'euro (ce que l'évolution depuis la fin de l'été 2008 confirme). La crédibilité de la BCE est forte. La poussée d'inflation importée due à la hausse du prix du pétrole et des matières premières et les incertitudes qui subsistent sur leurs évolutions à court terme risquent cependant de décaler le mouvement de baisse des taux d'intervention de la BCE.

Pour pouvoir dégager un consensus sur une politique de change, la zone euro devrait renforcer ses politiques en vue de créer un espace économique plus intégré. Cela implique la poursuite des réformes structurelles en France et un effort d'ajustements structurels et de réformes plus coordonnés en Europe afin d'augmenter l'homogénéité de la zone euro et ses capacités d'ajustement aux chocs économiques mondiaux.

Les marges de manœuvre nationales face au niveau de l'euro sont certes modestes mais elles existent. Un usage plus répandu des procédures de couvertures de change pourrait être encouragé. Il existe des procédures de garanties de change auxquelles l'État participe mais qui restent extrêmement limitées et auxquelles les petites et moyennes entreprises ont difficilement accès. Enfin, il reste toujours possible et sans doute souhaitable d'alléger certains coûts fiscaux pesant particulièrement sur l'industrie comme la taxe professionnelle afin de compenser les handicaps causés par le niveau trop élevé de l'euro.

2. Le système monétaire mondial

2.1. Système monétaire et marché des changes

Les grands événements monétaires internationaux sont toujours liés aux événements économiques et bien sûr aux événements politiques. La période de croissance sans inflation de la fin du dix-neuvième siècle et du début du vingtième siècle avait accompagné la généralisation de l'étalon-or. Après la suspension de l'étalon-or lors de la Première guerre mondiale, les tentatives demeurées vaines pour y revenir ont coïncidé avec la grande crise des années trente. La fin officielle de ce régime en 1936, avec l'aban-

don de la France après le Royaume-Uni et les États-Unis, marque un début de reprise économique générale, reprise qui avortera avec le deuxième conflit mondial. Une attitude délibérément ouverte a été adoptée à la fin de la Deuxième guerre mondiale. L'idée dominante était que la liberté des échanges commerciaux était favorable à la croissance mondiale, mais que l'instabilité des taux de change (et le risque de manipulations monétaires agressives telles qu'on les avait connues dans les années trente) serait défavorable au développement économique.

Le système monétaire décidé à la conférence de Bretton Woods en juillet 1944 a fonctionné à peu près jusqu'à la fin des années soixante. Contrairement à une présentation trop sommaire, il ne s'agissait pas d'un système de « changes fixes » mais d'un ensemble de règles fixant les modalités de révisions périodiques des taux de change et d'interventions sur le marché des changes pour stabiliser le niveau des monnaies entre deux révisions. On notera que pendant la période de changes dits « fixes » les mouvements monétaires ont été de grande ampleur. C'est ainsi par exemple que de 1950 à 1971, année qui marque la fin définitive des accords de Bretton Woods, le dollar est passé de 4,20 à 3,49 marks allemands, de 3,50 à 5,54 francs français et de 360 à 349 yens. Les mouvements se sont encore accentués par la suite, le dollar passant entre 1971 et 1998, veille de la création de l'euro de 3,49 à 1,84 mark, de 5,54 à 5,90 francs et de 349 à 130,7 yens. Si on se limite à la période d'existence de l'euro, l'euro est passé de 1,17 dollar à sa création le 1^{er} janvier 1999 à 0,85 dollar en 2000, puis à 1,6 dollar en juillet 2008. Quant au yen japonais, il est passé de 1 dollar = 113 yens au début 1999 à 134 yens au plus haut en mars 2002 et 100,8 au plus bas en mars 2008. C'est dire l'ampleur des variations des prix des monnaies sur des temps réduits.

Dans le système de changes flottants qui s'est imposé par la suite (plutôt contre la volonté des gouvernements au départ, avec leur résignation par la suite), il n'y a plus de règle collective de gestion des taux de changes. Les taux de change flottent au gré des marchés. Cela ne signifie pas l'absence totale d'interventions publiques sur le marché des changes, mais ces interventions ne font pas l'objet d'un accord international posé *a priori* et explicite. Chaque pays agit comme il l'entend et en fonction des moyens dont il dispose. En principe, le Fonds Monétaire International exerce une mission de surveillance multilatérale des changes et donne des orientations souhaitables mais il ne dispose d'aucun moyen d'intervention significatif, ce qui le contraint à une grande prudence.

Au cours de la dernière décennie, les deux événements majeurs ont été la création de l'euro et la montée du rôle de la Chine et du yuan chinois. Du point de vue des taux de changes, la création de l'euro revient à la fixation définitive des parités entre douze monnaies européennes (nombre qui augmente depuis chaque année). Compte tenu de l'expérience de Bretton Woods, pour que cette fixation soit effective et définitive, il fallait faire disparaître toute possibilité de différencier les monnaies nationales, et pour cela créer une monnaie unique émise et gérée par une institution unique. C'est le rôle de la Banque centrale européenne. La zone euro est une configuration sans

véritable précédent historique, un espace économique ayant une même monnaie et un ensemble de règles communes à respecter comme la liberté de circulation des biens et des capitaux ou les contraintes imposées aux politiques budgétaires, mais toujours plusieurs États souverains dans de larges domaines, y compris économiques. C'est une configuration qui devra encore évoluer. Il reste que d'ores et déjà, une région du monde parmi les plus développées, regroupant 320 millions de personnes, et qui avait été longtemps un foyer d'instabilité monétaire, est désormais devenue une zone de totale stabilité monétaire intérieure. Il n'en est évidemment pas de même vis-à-vis de l'extérieur, c'est-à-dire des autres monnaies.

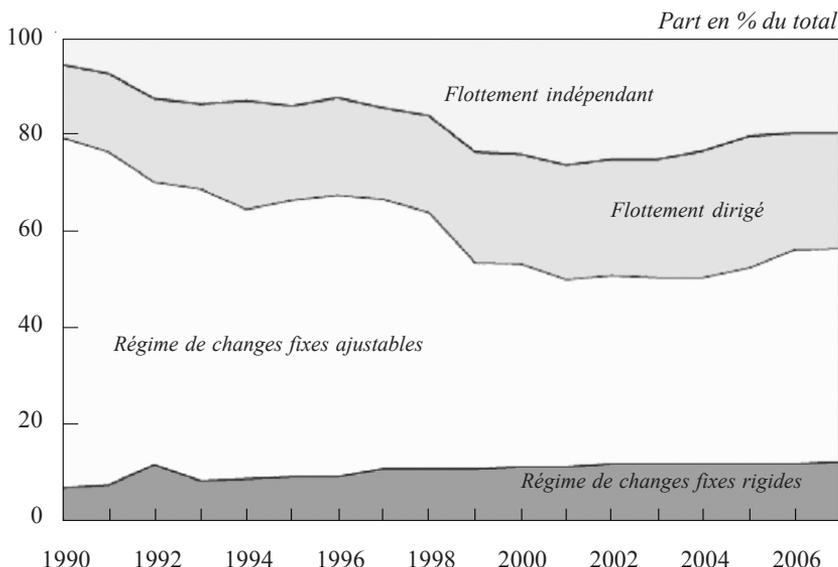
La montée de l'importance du rôle du yuan chinois dans le monde est encore plus récente que l'euro. Au moment du Traité de Maastricht, en 1992, les réserves officielles de la Chine étaient insignifiantes. Elles avaient augmenté à environ 150 milliards de dollars à la création de l'euro en 1999. Elles s'élèvent aujourd'hui à plus de 1 500 milliards de dollars. On sait que la monnaie chinoise n'est pas librement convertible et que la Chine a longtemps suivi une politique de change qui consistait à maintenir fixe la parité avec le dollar par des interventions permanentes de la Banque centrale. La valeur de la monnaie chinoise étant très basse, la Chine a accumulé en quelques années des excédents commerciaux considérables qu'elle a conservés en devises pour éviter une hausse du yuan. Face à l'afflux de dollars, elle a en 2005 remplacé la référence au dollar (le *peg* dollar) par une référence constituée d'un panier de monnaies élargi. Le yuan chinois s'est apprécié très progressivement par rapport au dollar mais son taux de change effectif reste extrêmement bas. Le déséquilibre des échanges commerciaux persiste donc et perturbe l'ensemble des marchés financiers mondiaux.

Au total, le système monétaire mondial actuel s'avère très hétérogène. Certaines monnaies sont très encadrées comme le yuan chinois et pour des raisons différentes le yen japonais, d'autres sont flottantes (le dollar et l'euro) et les monnaies moins importantes s'ajustent plus ou moins librement. Le Fonds Monétaire International a classé les régimes de changes des différents pays. Il observe que la part des régimes de flottement pur qui avait augmenté jusqu'au début des années 2000 tend plutôt à diminuer au profit des régimes de « *pegs* » souples ou de flottement géré. Ce résultat doit être considéré avec une certaine prudence dans la mesure où les critères de classement sont relativement subjectifs. Il suggère tout de même que le régime de change majoritaire dans le monde n'est pas le flottement pur mais un régime de change plus ou moins géré.

Le marché des changes est certainement aujourd'hui le plus grand marché du monde. C'est un marché non localisé car les opérateurs et les transactions sont répartis sur l'ensemble de la planète. C'est un marché permanent, ouvert 24 heures sur 24. C'est un marché très liquide, qui n'a connu aucune interruption même lors des crises financières passées (1987, 2001 et 2007), assez peu spéculatif dans la mesure où il répond surtout à des besoins commerciaux et financiers. C'est aussi un marché très sensible aux

changements d'anticipations, ce qui le rend peu prévisible. Ces caractéristiques sont largement décrites dans le chapitre 3 par Gilles Bransbourg. Retenons de ce chapitre auquel nous renvoyons le lecteur que le marché des changes fonctionne bien, que compte tenu de sa taille, l'efficacité d'éventuelles interventions est limitée, les prix sont gouvernés par les fondamentaux macroéconomiques sous-jacents mais que des comportements de mimétisme peuvent amplifier fortement leurs mouvements, au moins à court terme.

1. Panorama mondial des régimes de change



Source : FMI.

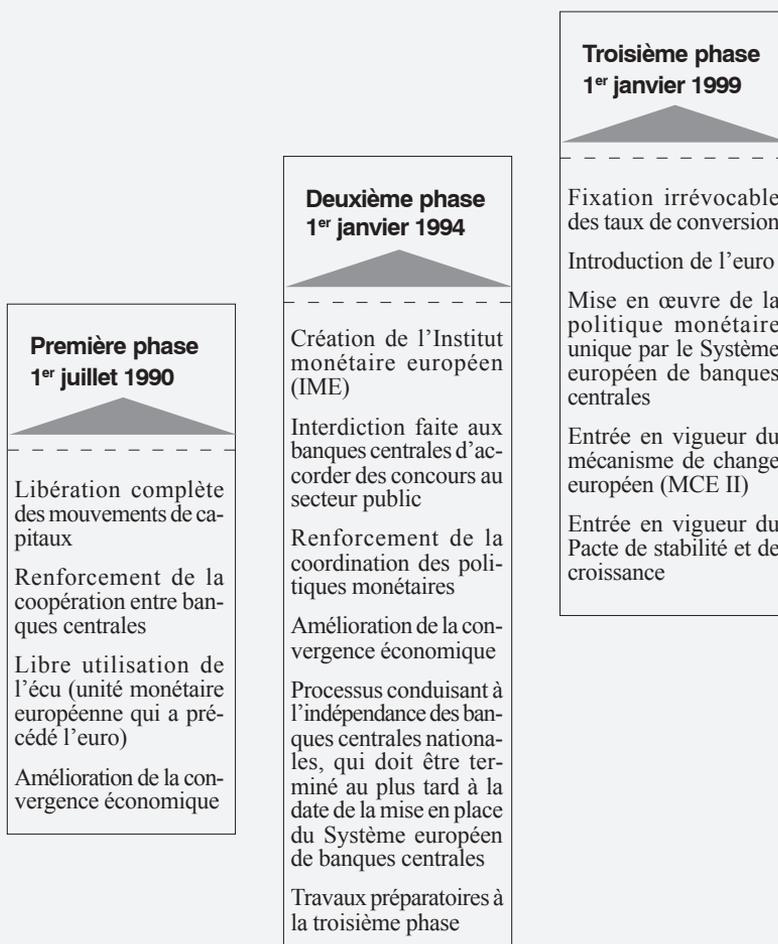
La décision d'instaurer une Union économique et monétaire européenne a été prise en juin 1988. L'euro a été lancé un peu moins de dix ans après, le 1^{er} janvier 1999 au terme de trois phases successives de préparation. Il ne concerne pour l'instant qu'une partie des États de l'Union mais le traité instituant l'Union européenne concerne dans son principe tous les États.

Pour réaliser les deuxième et troisième phases de l'Union économique et monétaire (UEM), une révision du traité instituant la Communauté économique européenne (Traité de Rome) était nécessaire afin de créer de nouvelles institutions. Les négociations ont abouti au traité sur l'Union européenne signé à Maastricht le 7 février 1992. Un Institut monétaire européen (IME) a été mis en place le 1^{er} janvier 1994 afin de renforcer la coopération entre les banques centrales et la coordination des politiques monétaires des États membres et d'assurer la préparation du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la monnaie unique. Afin de compléter et de préciser les dispositions du Traité relatives à l'Union économique et monétaire, le Con-

seil européen a adopté en juin 1997 le Pacte de stabilité et de croissance constitué de deux règlements (complétés en 1998 par une déclaration du Conseil) visant à assurer la discipline budgétaire dans le contexte de l'UEM.

Le 2 mai 1998, le Conseil de l'Union européenne a décidé à l'unanimité que onze États membres remplissaient les conditions nécessaires pour l'adoption d'une monnaie unique à compter du 1^{er} janvier 1999 (la Belgique, l'Allemagne, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande). Le nombre des États membres participants est passé à douze le 1^{er} janvier 2001, lorsque la Grèce est entrée dans la troisième phase de l'UEM. La Slovénie est devenue le treizième pays participant le 1^{er} janvier 2007.

1. Les trois phases de l'Union économique et monétaire



Source : Banque centrale européenne.

Depuis la création de l'euro, les échanges commerciaux au sein de la zone euro ont augmenté. La valeur des échanges de marchandises entre pays de la zone euro est passée d'environ 26 % du PIB à 33 % du PIB (année 2007)⁽¹⁾. Les échanges de services ont aussi augmenté passant de 5 à 7 % du PIB. Le taux d'ouverture de la zone euro, c'est-à-dire le poids des échanges extérieurs dans le PIB a par ailleurs augmenté sensiblement depuis 1998 (de 11 points de pourcentage). L'euro a également favorisé une certaine convergence des prix parmi les États membres mais des écarts subsistent et les taux d'inflation nationaux restent assez différents. La part de marché de la zone euro a reculé depuis dix ans, ce qui est la conséquence normale du développement commercial des pays émergents. Le recul de la part de marché de la zone euro (- 1,7 % par an du niveau de la part de marché) est dans la fourchette des baisses des autres pays exportateurs (- 1,2 à - 1,7 % par an) mais parmi les plus fortes baisses. On constate au sein de la zone euro d'assez grandes différences. La part de marché de l'Irlande et de l'Allemagne a augmenté, celles de la France et de l'Italie ont fortement reculé. Ces écarts s'expliquent par les différences de compétitivité entre pays et sans doute aussi par les sensibilités différentes des économies aux fluctuations de l'euro.

La zone euro (qui représente environ un quart de PIB a par ailleurs sensiblement accru son taux d'ouverture aux échanges financiers, le ratio des avoirs et engagements vis-à-vis du reste du monde ayant augmenté d'environ 60 % du PIB de 1999 à 2006. La zone euro est ainsi une zone particulièrement ouverte sur le plan financier, ses avoirs et engagements internationaux dépassant 150 % du PIB (en 2006) contre 115 % pour les États-Unis et 90 % pour le Japon. La création de l'euro a eu aussi pour effet d'augmenter la réallocation des portefeuilles vers des actifs financiers en euros. Enfin, la part actuelle de l'euro dans les réserves officielles mondiales est plus élevée que la part cumulée de toutes les monnaies que l'euro a remplacées. L'augmentation s'est opérée entièrement entre 1999 et 2002, la part de l'euro dans les réserves mondiales étant stable, de l'ordre de 25 %, depuis 2002. Enfin, il est difficile de déceler un éventuel impact de la création de l'euro sur la croissance de la zone euro. Le taux de croissance annuel moyen de la zone euro avait été de 2,18 % de 1980 à 1999. Il a été de 2,18 % depuis la création de l'euro (1999 à 2007). Mais il faut souligner que sur la même période, le taux de croissance moyen par habitant de la zone euro a été de 1,7 % par an, strictement égal au taux de croissance des États-Unis par habitant.

Depuis sa création, la valeur de l'euro par rapport aux autres monnaies mondiales a connu d'amples fluctuations. Dans un système de changes flottants, toutes les monnaies varient par rapport aux autres monnaies. Les seuls mouvements observables sont les variations des taux de change bilatéraux et il est le plus souvent difficile d'affirmer qu'une monnaie monte ou baisse car elle peut à la fois monter contre certaines monnaies et baisser par rap-

(1) Les données mentionnées ci-après sont tirées de *BCE, Bulletin mensuel* (dixième anniversaire de la BCE).

port à d'autres⁽²⁾. Les comparaisons bilatérales entre l'euro et les autres grandes monnaies mondiales montrent qu'en faisant remonter sa « création » à 1997 (les taux de change ayant alors été pratiquement fixés), l'euro est passé de 1,20 dollar (1997) à 0,82 dollar (2000), puis à 1,60 (2008)⁽³⁾.

Une approche plus synthétique consiste à calculer un indice de « taux de change effectif » entre l'euro et les autres monnaies mondiales. Cet indice est obtenu à partir d'une année de base en pondérant les variations de chacune des monnaies par son poids dans les échanges extérieurs de la zone euro. L'indice obtenu, appelé « taux de change effectif » reflète l'évolution de l'euro par rapport aux autres monnaies *du point de vue de l'Europe*. Il faut en effet souligner que si l'Europe a peu d'échanges avec un autre pays, la monnaie de ce pays comptera peu dans le calcul du taux de change effectif. En revanche, cette même monnaie pourra compter beaucoup par exemple dans le calcul du taux de change effectif du dollar. Cette dissymétrie peut conduire à des visions assez différentes de la même réalité selon le point de vue duquel on se place. Par exemple, pour un Européen (de la zone euro), les exportations vers les États-Unis représentent environ 17 % du total de leurs exportations, à peu près autant que leurs exportations vers le seul Royaume-Uni, moins que leurs exportations vers les autres pays d'Europe hors Royaume-Uni (24 %). Pour un Américain, les exportations vers le seul Canada représentent 23 % de leurs exportations totales (beaucoup plus que le poids des États-Unis pour l'Europe). Pour un Américain, le taux de change du dollar canadien (et du peso mexicain) compte beaucoup alors qu'il est d'un faible poids pour un Européen.

Quoi qu'il en soit, depuis 1970, le taux de change effectif de l'euro (euro reconstitué) a connu deux périodes de baisse (1979-1984 et 1995-2000) et trois périodes de hausse (1970-1979, 1985-1990, et 2002-2008). Il est aujourd'hui (à 1,55 dollar environ) un peu au-dessus de ses points hauts de 1990-1995, au-dessus de sa moyenne 1970-2008 de 28 %, et au-dessus de sa moyenne 1999-2008 de 20 %.

Le taux de change effectif du dollar présente une certaine symétrie avec le taux de change effectif de l'euro, symétrie qui est loin d'être parfaite. Par exemple de 2002 à 2006, le taux de change effectif de l'euro et celui du dollar ont été tous deux au-dessus de leur moyenne de longue période. Le yen a clairement changé de régime d'évolution de taux de change depuis qu'il a changé de régime de croissance. Après une longue période de rattrai-

(2) On peut éventuellement considérer que l'euro préexistait dès 1997 dans la mesure où les taux de change des monnaies qui ont constitué le noyau de l'euro ont été stabilisés entre eux dès le début 1997. Auparavant, ces monnaies variaient entre elles malgré l'effort de stabilisation du Serpent monétaire. Pour des comparaisons antérieures à 1997, certains considèrent que le véritable « ancêtre » de l'euro et le deutsche mark, d'autres préfèrent l'écu ou mieux « l'euro reconstitué », c'est-à-dire la monnaie obtenue par une pondération des monnaies de l'euro. Nous retiendrons ici cette dernière solution en soulignant que les comparaisons antérieures à 1997 sont en toutes hypothèses sujettes à caution.

(3) Si on prend une période plus longue, la valeur de l'euro « reconstitué » avant 1999 en dollars a connu deux périodes de baisse (1980-1984 et 1995-2000), deux périodes de hausse (1985-1989 et 2001-2008) et une période de relative stabilité (1990-1995).

page économique et de hausse du taux de change effectif (de l'indice 30 à l'indice 120 !), le yen s'est stabilisé puis a nettement reculé. L'anomalie la plus flagrante concerne le yuan chinois. À l'abri des variations cycliques grâce au contrôle des changes, le yuan a été très fortement déprécié à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix, avant l'ouverture commerciale. Il est légèrement remonté depuis 2004 mais cette remontée à partir d'un point très bas reste extrêmement modeste pour un pays en fort rattrapage de croissance. Elle s'effectue à un rythme bien inférieur à ce qui avait été observé au Japon jusqu'aux années quatre-vingt.

Il est difficile d'établir une relation stable entre les variations du niveau de l'euro et des variables explicatives simples comme l'écart de taux d'intérêt ou les balances de paiement. Il arrive quelquefois que la corrélation attendue se vérifie notamment à court terme. C'est le cas par exemple au 1^{er} semestre 2008 où la hausse de l'euro coïncide avec une augmentation de l'écart des taux d'intérêt entre la zone euro et les États-Unis. Mais il arrive aussi l'inverse, par exemple en 2005. La relation avec les soldes de la balance des paiements n'est pas non plus très claire. On notera tout de même que la hausse de l'euro des années récentes est concomitante avec le renforcement de la crédibilité de l'euro comme monnaie de placement financier.

Le solde du compte courant de la zone euro a peu varié depuis le début des années 2000. Il était légèrement négatif en début de période, il est proche de zéro en 2008. Cette situation reflète des disparités entre les différents membres de la zone euro, les pays du Nord de l'Europe présentant plutôt des excédents de la balance des paiements et ceux du Sud dont la France ainsi que l'Irlande des déficits. Au total, il n'y a pas eu de grand changement du solde courant global de la zone euro. Le solde des investissements directs a été systématiquement négatif, de l'ordre d'une centaine de milliards d'euros en 2000, plus proche du double depuis 2005. Les investissements directs sortent donc de la zone euro et ils sortent de plus en plus. En revanche, les investissements de portefeuille entrent. Le changement le plus important dans la balance des paiements concerne précisément les investissements de portefeuille. Leur solde, proche de zéro autour de 2000, est de plus de 300 milliards d'euros en 2008. Les investissements de portefeuille sortant de la zone euro vers l'étranger ont pourtant augmenté au cours de la période. Mais les investissements de portefeuille des étrangers vers la zone euro ont largement surcompensé ce mouvement. Ils étaient de l'ordre de 300 milliards d'euros au début de la décennie. Ils atteignent maintenant environ 900 milliards d'euros. Une petite partie de ce gonflement s'explique par la diversification des réserves officielles des banques centrales des pays en fort excédent de paiement mais c'est la réallocation de l'ensemble des portefeuilles privés vers l'euro qui est à l'origine du mouvement. En résumé, les investissements directs sortent plutôt de la zone euro pour aller vers l'étranger, les placements financiers viennent plutôt vers la zone euro et poussent l'euro à la hausse. Ce double mouvement n'est pas en soi préoccupant. Pour l'interpréter, il faut aussi s'interroger sur le taux d'investissement productif au sein de la zone euro, sur les

déficits publics et sur l'ensemble du régime de croissance des pays. On notera tout de même que les performances de la zone euro ont été assez médiocres et on peut craindre que le double mouvement de capitaux ait pu constituer un élément de cette médiocre performance. La zone euro est en quelque sorte victime du succès de l'euro comme monnaie de placement et la tendance s'est encore accentuée dans la période récente. L'entrée de placements financiers insuffisamment orientés vers l'investissement productif conduit à une hausse de l'euro qui pénalise la compétitivité. Le contraste entre la baisse précipitée du taux d'intervention de la Réserve fédérale, que l'on peut interpréter selon les points de vue comme une réactivité salutaire ou comme une panique tardive, et en contrepartie le flegme de la Banque centrale européenne qui fait de la zone euro une « ancre de stabilité » dans un monde perturbé, contribue sans doute à cette tendance à l'afflux de placements financiers.

2.3. Estimer le taux de change d'équilibre de l'euro

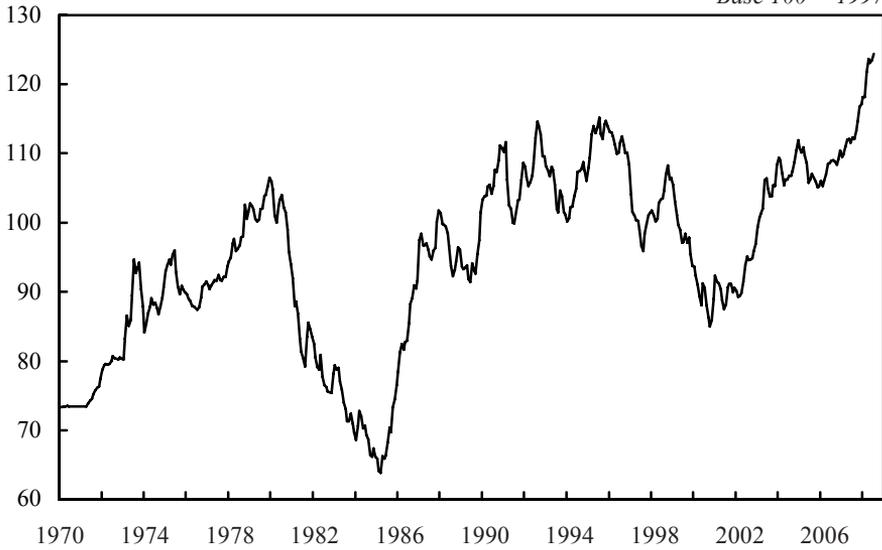
L'intuition suggère que les taux de change observés quotidiennement comportent une composante « fondamentale » et une composante plus « aléatoire » liée à des mouvements de marché de courte période. Mais seul l'équilibre global est observable et sa décomposition ne peut reposer que sur des interprétations éventuellement modélisées. La problématique du taux de change d'équilibre est largement développée dans le chapitre 2 d'Agnès Bénassy-Quéré.

Trois approches sont le plus souvent proposées. La plus simple consiste à considérer que le taux de change d'équilibre est le taux de change qui réaliserait la parité des pouvoirs d'achat. L'idée est pour que l'économie internationale soit en équilibre on doit pouvoir acheter la même chose en Europe et aux États-Unis, une fois l'euro converti en dollars. Le magazine *The Economist* constatait par exemple en 2007 que l'on pouvait acheter un même « Big mac » en Europe avec un euro ou aux États-Unis avec 1,10 dollar. Le taux de change « d'équilibre » de l'euro en dollar serait donc selon la parité des pouvoirs d'achat en « Big mac » de 1 euro = 1,10 dollar. Cette vision simple se heurte à plusieurs obstacles. Seule une partie des produits fait effectivement l'objet d'échanges internationaux. En outre, aux échanges de biens réels s'ajoutent des échanges d'actifs financiers qui ont aussi une incidence sur les règlements monétaires et pour lesquels la notion de pouvoir d'achat n'est pas pertinente (on peut parler de pouvoir d'achat en blé mais pas de pouvoir d'achat en actions). Enfin, l'observation montre que le taux de change peut s'écarter durablement du taux de change d'équilibre ainsi défini. Le graphique 5 montre par exemple que si le taux de change de l'euro en dollar assurant la parité du pouvoir d'achat est proche de 1 euro = 1,15 dollar depuis 1991, le taux de change observé a fluctué entre 0,85 et 1,55 dollar et surtout que les mouvements sont assez continus, ce qui suggère un enchaînement d'équilibres intermédiaires ou temporaires assez fortement corrélés entre eux.

2. Taux de change effectif nominal

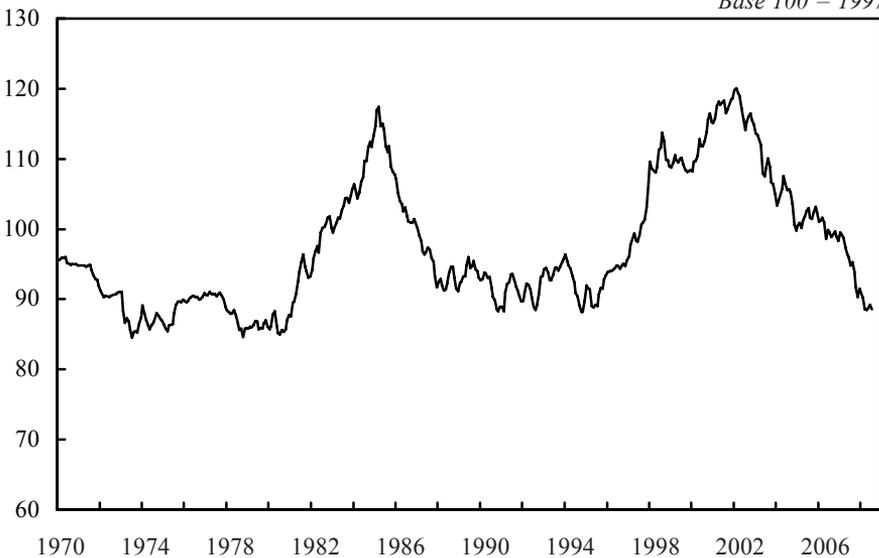
a. Euro

Base 100 = 1997



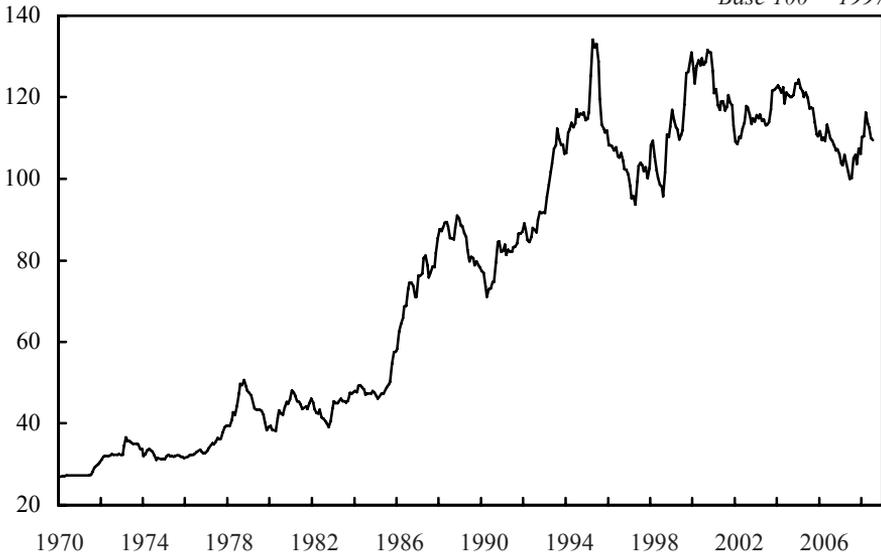
b. Dollar

Base 100 = 1997



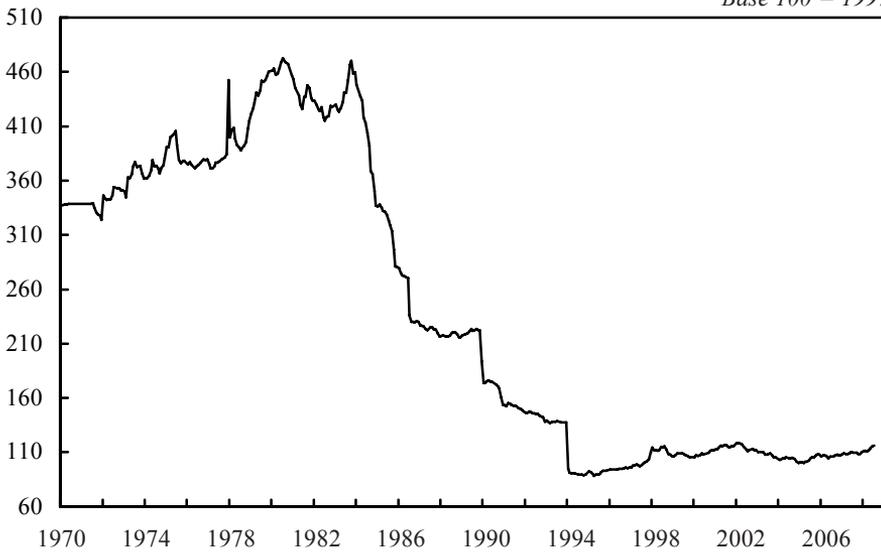
c. Yen

Base 100 = 1997



d. Yuan chinois

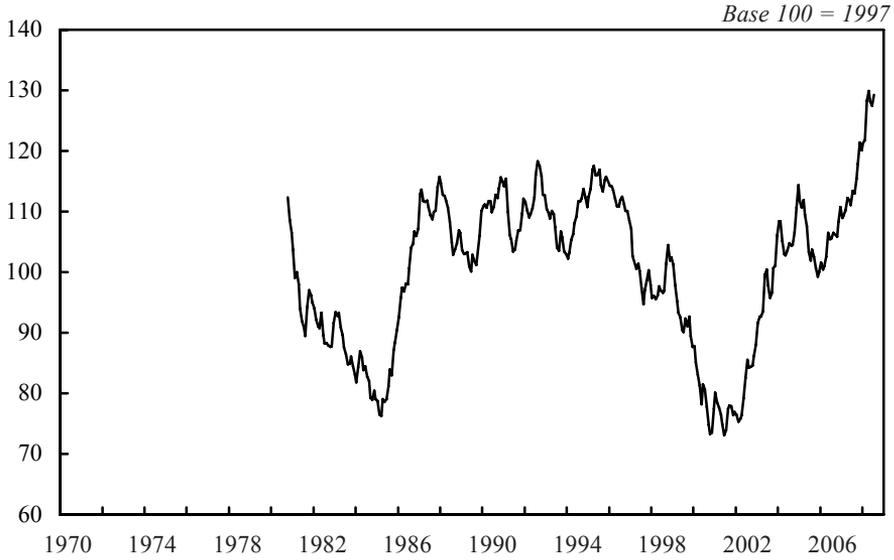
Base 100 = 1997



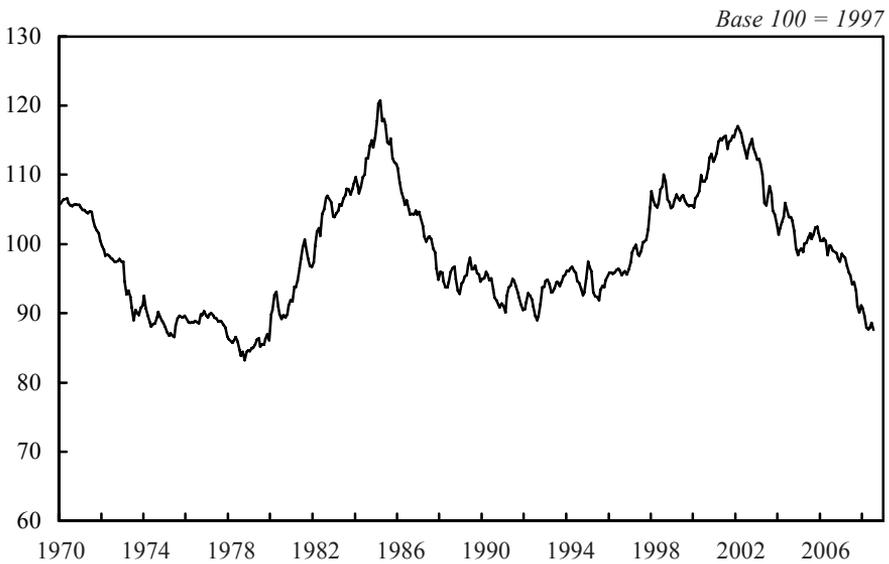
Source : Coe-Rexecode.

3. Taux de change effectif réel

a. Euro

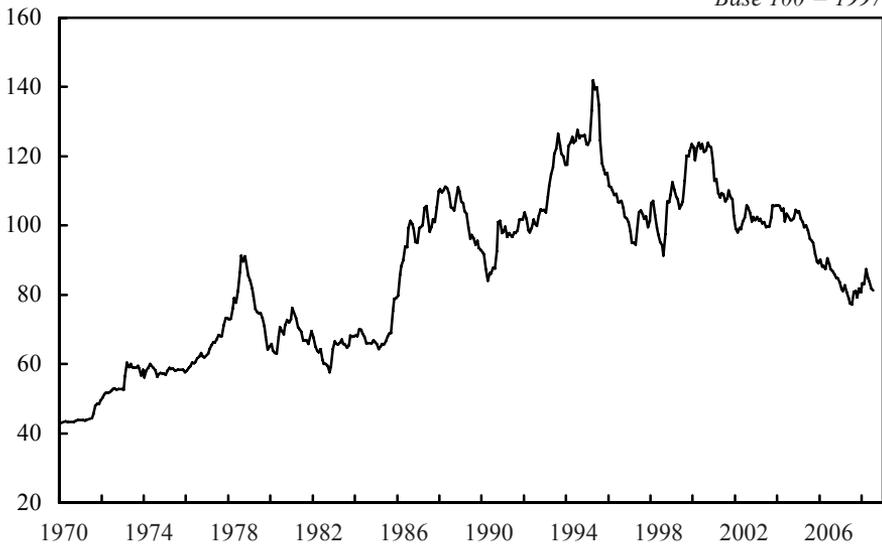


b. Dollar



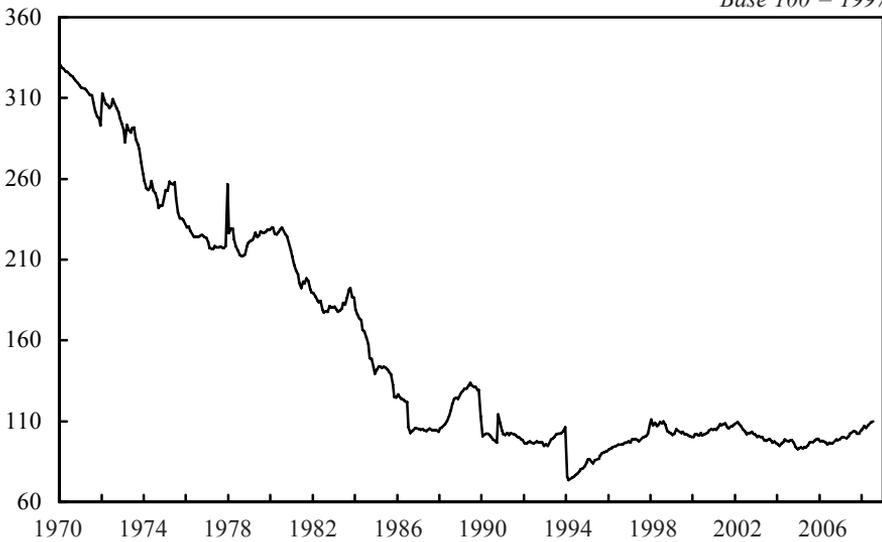
c. Yen

Base 100 = 1997



d. Yuan chinois

Base 100 = 1997



Source : Coe-Rexecode.

1. Balance des paiements consolidée de la zone euro

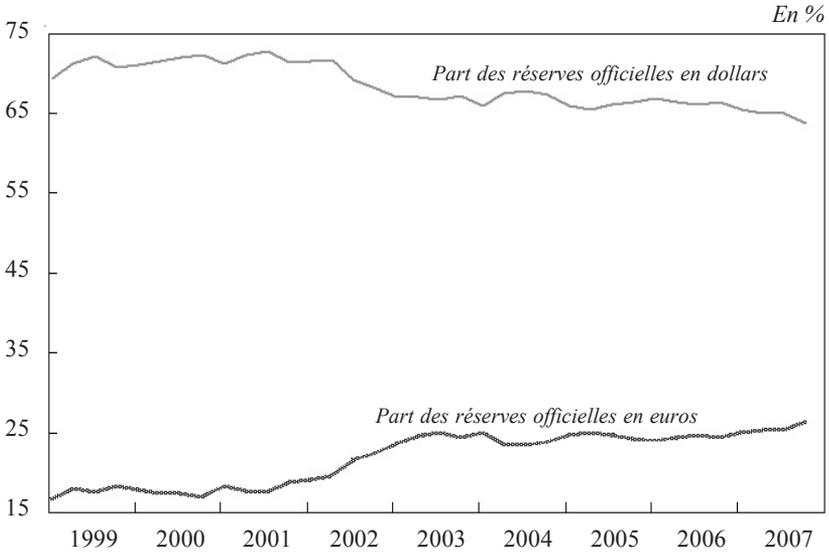
Solde en milliards d'euros

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Principaux postes de la balance des paiements de la zone euro | | | | | | | | | |
| • Compte courant | - 35 | - 92 | - 20 | 54 | 37 | 76 | - 2 | - 12 | 17 |
| • Investissements directs | - 133 | - 13 | - 98 | 21 | - 13 | - 85 | - 265 | - 198 | - 173 |
| • Investissements de portefeuille | - 16 | - 94 | 66 | 131 | 82 | 91 | 184 | 329 | 361 |
| – étrangers dans la zone euro | 305 | 274 | 320 | 296 | 398 | 518 | 703 | 946 | 856 |
| – zone euro à l'étranger | - 321 | - 368 | - 254 | - 166 | - 315 | - 427 | - 518 | - 617 | - 495 |
| • Balance des capitaux longs (a + 1 + 2) | - 185 | - 199 | - 51 | 205 | 105 | 82 | - 82 | 119 | 206 |
| Variations du taux de change effectif réel de l'euro calculé sur 22 pays (en %) | - 4,5 | - 10 | 0,8 | 3,8 | 12,1 | 3,7 | - 0,9 | 0,3 | 3,6 |

Lecture : Entrées (+) ; sorties (-). Avoirs de réserves : hausse (-) ; baisse (+).

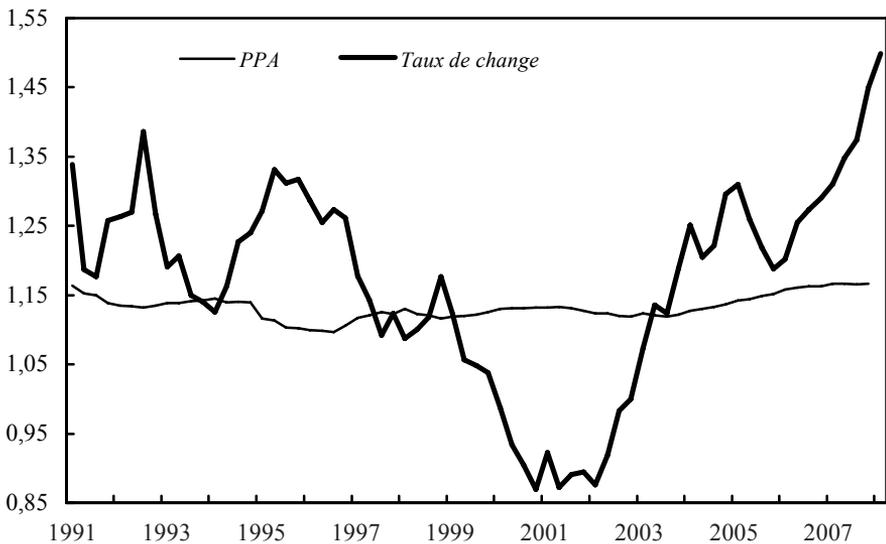
Source : BCE (séries brutes).

4. Progression de l'euro comme monnaie de réserve internationale



Source : FMI (COFER).

5. Taux de change de l'euro contre dollar et parité de pouvoir d'achat calculée sur les prix du PIB



Source : Coe-Rexecode.

Deux théories de ces équilibres intermédiaires ont été envisagées dans la littérature. La première se réfère aux fondamentaux économiques du moment, la seconde plutôt aux comportements. Les calculs très détaillés conduits par Agnès Bénassy-Quéré et présentés au chapitre 2 conduisent tous à conclure « qu'à la fin de l'année 2007, l'euro et le dollar étaient tous deux surévalués en termes effectifs réels ». Si le premier constat ne fait pas l'objet de débat, l'idée que le dollar serait surévalué peut surprendre. Les graphiques 2 et 3 suggèrent plutôt une sous-évaluation par rapport à la tendance longue, mais il confirme aussi qu'en termes de taux de change effectif réel, le dollar est beaucoup moins sous-évalué que l'euro n'est surévalué. Pour comprendre ces résultats un peu surprenant, il faut rappeler qu'il s'agit là de taux de change effectifs réels (plus pertinents que les taux de changes bilatéraux mais beaucoup moins intuitifs). On rappellera ici à ce propos que dans l'évaluation effective du dollar par exemple, le taux de change du dollar canadien ou du peso mexicain pèse plus que l'euro. En revanche, dans l'évaluation de l'euro, la livre sterling a un poids important. Un point essentiel, largement souligné dans les travaux d'Agnès Bénassy-Quéré est la forte sous-évaluation des monnaies asiatiques qui tendent à remonter les taux de change effectif de l'euro et du dollar. En termes de taux de change d'équilibre, l'anomalie est plus le niveau de ces monnaies que celui du dollar. Le rééquilibrage souhaitable de la grille des changes passe probablement par une remontée du dollar et très certainement par une forte appréciation des monnaies asiatiques et tout particulièrement du yuan.

3. L'impact du taux de change sur l'économie

Les mouvements du taux de change ont un impact sur l'économie par plusieurs canaux analysés plus en détail au chapitre 4 par Alain Henriot. L'effet sur la croissance passe notamment par deux canaux principaux : la compétitivité et les termes de l'échange. Une hausse de l'euro, par exemple, a toutes chances de conduire à une hausse des prix européens sur les marchés étrangers et par conséquent à une baisse du volume des ventes (effet défavorable à l'activité et à la croissance). Simultanément, une hausse de l'euro améliore les termes de l'échange, c'est-à-dire l'écart entre prix des exportations et prix des importations. Elle augmente donc le pouvoir d'achat des Européens (effet favorable à l'activité). L'impact sur l'inflation passe par trois mécanismes. En premier lieu, un effet direct par les prix des biens importés. Une hausse de l'euro diminue le prix des biens de consommation importés (effet sur les prix à la consommation), mais aussi les coûts d'approvisionnement des entreprises en énergie, matières premières et biens intermédiaires (effet sur les prix de revient). À ces effets directs sur les flux d'échanges s'ajoutent des effets directs sur les bilans des agents économiques et sur la valeur de leurs actifs nets. Par exemple, une hausse de l'euro augmente pour les non-Européens la valeur des actifs réels qu'ils détiennent sur le territoire de la zone euro ou des actifs financiers qu'ils détiennent

ment en euros ainsi que des revenus de ces actifs. Elle diminue en revanche la valeur en euros des actifs détenus par les Européens à l'étranger et des revenus de ces actifs. Enfin de nombreux effets indirects résultent des comportements des agents et éventuellement des politiques économiques en réaction aux premiers effets : effet indirect par l'impact de l'activité sur l'inflation, effet indirect par la réaction éventuelle de la politique monétaire (par exemple une hausse de l'euro freine l'inflation et permet une politique monétaire plus accommodante), effets de réallocation des portefeuilles d'actifs entre les actifs en euros et les actifs étrangers.

Au total, les effets du taux de change sur l'économie sont multiples et pour certains d'entre eux contradictoires. Par exemple, une hausse de l'euro est à la fois défavorable à la croissance donc aux revenus réels par la perte de compétitivité mais aussi favorable à la croissance et aux revenus réels par la baisse des prix importés. La hausse du prix du pétrole a ainsi été largement amortie pour les consommateurs européens grâce à la hausse de l'euro.

3.1. Une hausse de l'euro est globalement défavorable à l'activité en Europe

Pour mesurer les effets macroéconomiques, on peut utiliser les modèles économétriques qui simulent les mécanismes économiques et prennent en compte l'ensemble des interdépendances. On retrouve bien par l'économétrie le fait qu'une appréciation de l'euro a des effets contradictoires sur l'équilibre macroéconomique de la zone euro. La substitution de produits étrangers aux produits domestiques pèse sur l'activité de la zone euro, mais la hausse du taux de change exerce un effet désinflationniste qui augmente le pouvoir d'achat des agents économiques de la zone euro. La résultante de ces deux effets est globalement négative sur le PIB de la zone euro. Selon le modèle Ores, version adaptée par Coe-Rexecode du Modèle Oxford Economics Forecasting, toutes choses égales par ailleurs, ailleurs (notamment à taux d'intérêt inchangés) une appréciation de 10 % de l'euro contre toutes les monnaies coûte environ 1,1 point de PIB à la zone euro au bout d'un an, un peu plus les années suivantes. Selon le modèle Nigem, la perte de PIB serait d'un point de PIB au bout d'un à deux ans et de 1,5 % à 2 points après quatre ans. Ces pertes de PIB sont donc durables. Elles peuvent être en partie compensées par l'assouplissement de la politique monétaire autorisé par la désinflation (*cf.* chapitre 4). Dans les deux modèles en effet, les baisses de prix (par rapport au compte central) qui résultent de la hausse de l'euro sont à peu près deux fois plus élevées que les pertes de PIB.

L'ampleur du mouvement de change est évidemment une donnée essentielle. La vitesse de variation du taux de change est aussi un paramètre important. Il est possible que les économies de la zone euro puissent absorber une appréciation de l'euro même si celle-ci se prolonge, à condition qu'elle ne se traduise pas par des mouvements trop brutaux. À court terme, les comportements de marge (par exemple une compression des marges si

le taux de change de l'euro augmente) peuvent en limiter l'impact, mais cet effet amortisseur est limité dans le temps et pénalise la capacité d'investissement et la compétitivité. À long terme, des changements structurels dans le système productif peuvent aussi permettre de faire face à l'appréciation du taux de change par exemple par une montée en gamme ou une différenciation des produits, ou encore par une restructuration des entreprises. Mais toutes ces adaptations sont longues. Si le choc de change est de grande ampleur et concentré dans le temps, il pèsera fortement sur l'activité économique. En éliminant les entreprises les plus fragiles, les effets peuvent s'avérer pérennes en termes de pertes de production. Il en résulte une certaine irréversibilité, une dépréciation ultérieure du change ne permettant pas de retrouver le niveau de production antérieur car la base productive du territoire s'est rétrécie. Ce point est crucial et concerne tout particulièrement l'industrie, secteur où les coûts d'entrée de nouvelles entreprises sont les plus élevés. Dans le contexte mondial actuel, les entreprises industrielles qui ne peuvent pas résister aux pertes de marchés dues à un euro trop élevé auront peu de chances de réapparaître, même si l'euro était amené par la suite à reculer. Cet « effet de cliquet » est un facteur de désindustrialisation de la zone euro.

3.2. Des effets différenciés selon les secteurs

Les effets d'une appréciation du change sont différents selon les secteurs d'activité. Certains secteurs peuvent gagner à la hausse de l'euro. Ce sont les secteurs fortement utilisateurs de biens importés cotés en dollars. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de l'euro permet une baisse de prix de ces biens sur le territoire européen et une éventuelle hausse des prix internationaux de ces biens est en effet en partie compensée par la hausse de l'euro. C'est le cas des secteurs consommateurs d'énergie s'ils produisent principalement pour le marché européen, notamment des transports et de certaines activités de services. Cependant, des secteurs apparemment moins exposés à la concurrence internationale peuvent aussi subir une perte d'activité de manière indirecte car ils sont sensibles au niveau général de l'activité et notamment à l'activité de leurs clients industriels affectée par une hausse de l'euro.

L'industrie est le secteur le plus directement exposé aux effets négatifs de la hausse du change dans la mesure où les produits industriels sont directement confrontés à la concurrence mondiale, l'industrie exportant la moitié de sa production. Les industriels sont très largement exposés à toutes les grandes monnaies mondiales et cela à plusieurs horizons, mais de façons différentes. Ils soulignent en général la difficulté de se couvrir sur toutes les échéances et sur toutes les monnaies et le coût de la volatilité des changes. Si la volatilité est relativement gérable à court terme, son coût est d'autant plus élevé qu'elle est forte. De ce point de vue, on soulignera que l'introduction des normes comptables IFRS a accentué la volatilité des comptes et a accru l'impact négatif de la volatilité des changes.

Les variations de change ont aussi un impact sur les résultats des entreprises, une hausse de l'euro dévalorisant les actifs et les revenus de l'étranger (par exemple, dans le domaine du luxe, le bénéfice net de Hermès a progressé de 7,3 % en 2007, alors qu'à taux de change constants, il aurait augmenté de 18,2 %, cf. *Le Figaro*, 21 mars 2008). Mais le problème majeur concerne le moyen et le long terme. Les projets industriels nécessitent plusieurs années pour être mis en place et ils portent ensuite leurs fruits sur une à deux décennies. La décision d'investir est prise en fonction d'une rentabilité qui doit être calculée sur une hypothèse de change. Des écarts importants avec l'hypothèse initiale peuvent remettre complètement en cause la rentabilité des projets. Les industriels redoutent en particulier les « évolutions désordonnées » des monnaies (pour reprendre un des expressions favorites des communiqués du G7), c'est-à-dire des décrochages monétaires brutaux. Un exemple récent est celui de la livre anglaise passée brutalement de 1 euro = 0,69 livre à 1 euro = 0,76 livre en quelques semaines.

3.3. Les couvertures de change

L'objectif des entreprises industrielles et commerciales est de désensibiliser autant que possible leurs résultats aux variations des taux de change. Une entreprise européenne qui attend une recette en dollars dans le futur, par exemple dans un an, est exposée au risque de change. Si au cours de l'année le dollar baisse de 10 %, la valeur de la recette en euros aura perdu 10 %. Le projet qui était initialement viable peut se trouver déficitaire. L'entreprise peut se couvrir contre ce risque. Les couvertures de change présentent deux dimensions complémentaires, la couverture des flux financiers futurs et la couverture des situations nettes. L'horizon de la couverture des flux dépend du calendrier des flux attendus (à supposer qu'il soit connu). L'horizon de la couverture des bilans est par nature indéterminé.

Plusieurs solutions sont *a priori* possibles pour couvrir le risque de change, les contrats de change à terme et l'achat d'options de change. Elles sont d'intérêt différent et souvent complémentaire :

- un *contrat à terme* permet de fixer immédiatement le taux de change qui sera appliqué lors du dénouement de l'opération, un an plus tard dans notre exemple. Il existe un vaste marché à terme des changes très liquide pour les premières échéances (jusqu'à trois ans environ). Cependant, les contrats à terme présentent l'inconvénient d'impliquer des engagements fermes alors que les sous-jacents sont souvent incertains ;
- une autre technique de couverture consiste à négocier des *options de change* avec un prix d'exercice fixé. Le marché des options de change s'est développé et répond à une large gamme de besoins des entreprises. Il rencontre cependant certaines limites. Environ les deux tiers des couvertures optionnelles sont traités sur des maturités inférieures à six mois. Jusqu'à deux ans, les volumes sont davantage contraints par les limites du risque de contrepartie que par la capacité d'absorption du marché. Au-delà de deux ans, les négociations d'option sont limités en raison du niveau des primes. La mise en place d'une couverture de change optionnelle a en effet un coût.

Ce coût peut se mesurer par exemple par le niveau de protection du capital obtenu en consacrant 1 % du nominal à l'achat d'options de change.

Le tableau 2 montre le montant du capital nominal couvert selon le prix d'exercice des options.

2. Coûts de la couverture selon la maturité des options

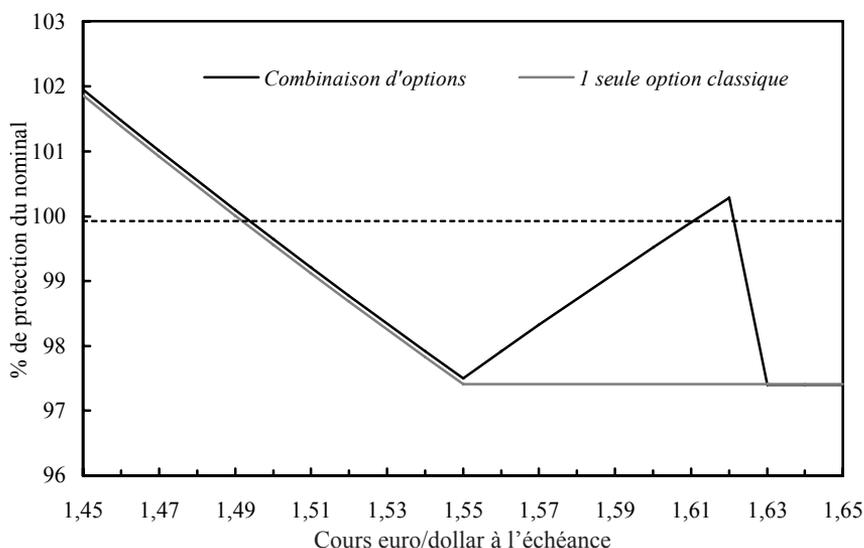
| | Spot | 1 mois | 6 mois | 1 an | 2 ans |
|---|------|--------|--------|------|-------|
| Prix d'exercice des options | 1,55 | 1,55 | 1,62 | 1,69 | 1,78 |
| Pourcentage du nominal couvert (coût de la couverture inclus) | | 99 | 95 | 91 | 86 |

Source : Banque de France.

Si, à l'horizon d'un an, le dollar est resté entre 1,55 et 1,69 (ou s'est apprécié), l'option ne sera pas exercée. La perte de l'entreprise est de 1 % du capital couvert.

Si un an après la mise en place de la couverture, le dollar est passé de 1 euro = 1,55 dollar à plus de 1 euro = 1,69 dollar, soit une baisse d'environ 9 %, l'option sera exercée et la perte de l'entreprise sera « limitée » à 9 %. La couverture ne permet donc pas d'éliminer tout risque. Ce coût peut être réduit par des techniques plus sophistiquées comme les options à barrière activante (moins chères que les options classiques car elles ne s'activent qu'à partir d'un niveau prédéfini du taux de change) ou encore en associant achat et vente d'options. Le graphique 6 montre par exemple comment on peut limiter le coût de la couverture par l'achat de deux options assorti de la vente d'une option.

6. Optimisation du coût d'une couverture options



Source : Auteur.

Dans la pratique de la gestion de la trésorerie, une couverture de change associera des ventes à terme et des couvertures optionnelles selon la nature des flux à couvrir, tableau 3.

3. Nature des flux et instruments de couverture

| | Nature | Instrument de couverture |
|------|-----------|--------------------------|
| Flux | Certain | Ventes à terme |
| | Incertain | Options |

Note : L'incertitude sur les dates de flux se pilote avec une gestion de trésorerie en dollars (placement voire emprunt temporaire pour faire coïncider les dates de flux avec celle des ventes à terme).

Source : Auteur.

En résumé, des techniques de limitation du risque de change existent. Mais ces techniques sont parfois complexes, peu ou mal utilisées et elles ne couvrent qu'une partie des opérations commerciales et financières avec une efficacité qui n'est pas totale.

Il existe enfin un dispositif particulier de *couverture Coface*, que nous mentionnons ici car ce type de couverture est un exemple (et le seul) d'intervention publique pour limiter le risque de change subi par les entreprises.

Deux types de contrats d'assurance change sont proposés par la Coface pour le compte de l'État :

- l'assurance change négociation qui est réservée aux entreprises qui sont en cours de négociation d'un contrat et sont en situation de concurrence commerciale avérée ;
- l'assurance change contrat qui est destinée aux entreprises qui ne peuvent pas bénéficier de l'assurance change négociation car il n'y a pas de concurrence identifiée et qui n'ont pas accès au marché à terme pour couvrir leur risque de change.

Dans le cas de l'assurance change négociation, le risque de change est couvert de la période de négociation aux échéances de paiement si le contrat est finalement conclu. La durée de validité de la garantie proposée correspondant au délai estimé nécessaire pour obtenir la conclusion et l'entrée en vigueur du contrat est comprise entre 3 et 24 mois. Dans le cas de l'assurance change contrat, le risque de change est couvert jusqu'à la dernière échéance garantie du contrat commercial d'exportation. La durée de validité de la garantie proposée est de 6, 9 ou 12 mois pour l'obtention de l'entrée en vigueur ou de 3 mois minimum si le contrat est déjà entré en vigueur.

Plusieurs limites sont fixées pour ce type d'opérations qui bénéficient de la garantie de l'État. Seules certaines monnaies sont concernées par ces régimes. Les volumes assurés sont limités. Dans le cas de l'assurance change négociation, la limite de prise de garantie des opérations est de 120 mil-

lions d'euros. Dans le cas de l'assurance change contrat, la limite de prise de garantie des opérations libellées en dollars ou en livres est de 15 millions d'euros. Au total, compte tenu des diverses conditions d'éligibilité et des limites posées, le nombre d'entreprises ayant bénéficié de ces dispositifs est limité : 104 entreprises ont bénéficié de la garantie de change, dont 11 PME en 2007.

4. Évolution du nombre d'entreprises ayant bénéficié de la garantie de change

| | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|------|------|------|
| Nombre d'entreprises bénéficiaires de la garantie de change | 133 | 92 | 104 |
| • dont PME | 16 | 13 | 11 |

Source : Auteur.

3.4. La délocalisation d'activités

La seule solution véritablement efficace et robuste à long terme est d'éviter une discordance entre la monnaie de cotation des produits vendus et la monnaie du pays dans lequel sont implantés les moyens de production. Comme le souligne un article récent du journal *Le Monde* « Cette solution implique pour certains secteurs de notre industrie fortement implantés sur notre territoire un déplacement de leurs centres de production vers l'étranger afin de rapprocher la structure de leurs coûts de production et leur structure de chiffre d'affaires en devises »⁽⁴⁾. « L'euro à son niveau actuel est en train d'asphyxier une bonne partie de l'industrie européenne en laminant ses marges à l'exportation. Si cela continue, l'industrie européenne fuira l'Europe, c'est la seule réponse à sa disposition pour survivre » (Louis Gallois, Reuters, 27 mars 2008). « La baisse du dollar a atteint un niveau insoutenable. Les gains de productivité ou les couvertures de change ne suffisent plus et il n'y a plus rien à faire sinon délocaliser la production dans des pays à faible taux de main d'œuvre et en zone dollar » (Charles Edelstenne, Gifas, *Air et Cosmos*, 21 mars 2008). Le constructeur automobile allemand Volkswagen prévoit de fabriquer des moteurs et des systèmes de transmission en Amérique du Nord pour réduire son exposition à la force de l'euro, rapporte le magazine automobile allemand *Automobilwoche*. « Nous ne serons pas compétitifs si nous ne produisons pas ces composants sur place » (Stefan Jacoby, Reuters, 27 janvier 2008).

Cette voie de protection contre les fluctuations de change par une dispersion des sites de production entre plusieurs zones monétaires trouve cependant de nombreuses limites. Elle est impraticable pour la plupart des entreprises petites ou moyennes et même pour certaines grandes entreprises, il n'est guère techniquement possible de trop multiplier les lieux de

(4) Deux exemples récents très significatifs concernent EADS et Safran. *Le Monde* du vendredi 28 mars 2008.

production. Le « *Flash Economic* » n° 216 du 26 mai 2008 de la banque Natixis souligne que les entreprises de la zone euro sont confrontées à l'euro fort, à la hausse des matières premières, à la difficulté de comprimer davantage les salaires et à la hausse de leurs coûts de financement. « La seule solution pour les entreprises européennes si elles veulent maintenir leur profitabilité et leurs parts de marché, est donc d'accroître l'externalisation vers les pays à coûts salariaux faibles, comme l'ont fait les entreprises allemandes à partir des années quatre-vingt-dix ». Mais l'*outsourcing* est plus accessible aux grandes entreprises qu'aux petites. Les pays où la taille des entreprises est plus faible ont donc plus de difficultés à s'adapter à un euro élevé.

4. Les institutions de l'euro et la politique de change

4.1. La gouvernance économique et la politique de change

Les traités européens (Traité de Rome, puis traités de Maastricht ou d'Amsterdam et de Nice) prévoient plusieurs institutions dans le domaine économique et financier, notamment en ce qui concerne la politique monétaire et la politique de change.

Un *Comité économique et financier* composé de deux représentants de chaque États membres (ministère des Finances et banque centrale nationale) et de deux représentants de la Commission et de la Banque centrale européenne (BCE) a en charge le suivi de la situation économique et financière des États membres et prépare les travaux du Conseil dans son format « affaires économiques et financières » (le Conseil *Ecofin*). Les avis et rapports du Comité économique et financier sont adoptés en général par consensus et le cas échéant à la majorité qualifiée. Les sujets examinés concernent toutes les questions économiques et financières : les programmes de stabilité et de convergence des États membres, les projets d'avis sur les programmes établis dans le cadre de la surveillance multilatérale, l'application du Pacte de stabilité et de croissance, les Grandes orientations de politique économique des États, les réunions internationales où l'Union européenne est représentée.

L'*Eurogroupe* est une instance spécifique à la zone euro créée en 2000. Ses missions sont essentiellement la concertation entre les États membres en matière de conjoncture, le dialogue avec la BCE et la préparation des positions de la zone euro sur la scène internationale, ainsi qu'en matière d'emploi et de questions structurelles. L'Eurogroupe n'est pas une instance de décision, celle-ci relevant toujours formellement du Conseil Ecofin (on notera que les États membres de l'Eurogroupe disposent de la majorité au sein de l'Ecofin). Des consultations régulières avec la Commission européenne et la Banque centrale européenne font également partie du mandat du président de l'Eurogroupe. Celui-ci assiste sans droit de vote, aux réunions du Conseil des gouverneurs de la BCE et le président de la BCE est invité aux réunions de l'Eurogroupe.

Le *Conseil des « Affaires économiques et financières »*, ou « Conseil Ecofin », est la formation du Conseil de l'Union européenne qui réunit les ministres de l'économie et des finances des États membres. Il dispose de toutes les prérogatives du Conseil et suit ses procédures. Il se réunit une fois par mois pour traiter des sujets économiques et financiers de l'Union européenne. Le Conseil Ecofin exerce le pouvoir législatif européen en matière économique et financière, dans certains cas en codécision avec le Parlement européen. La plupart des décisions du Conseil Ecofin sont prises à la majorité qualifiée, sauf en ce qui concerne la fiscalité qui requiert l'unanimité. Lorsque le Conseil Ecofin examine des dossiers relatifs à l'euro et à l'UEM, les représentants des États membres qui ne font pas partie de la zone euro ne participent pas au vote. Les décisions d'élargissement de la zone euro, qui relèvent de l'article 122.2 TCE sont prises sans que les pays non membres de la zone euro soient exclus de la décision (cela changera avec la ratification du Traité de Lisbonne). Les réunions du Conseil Ecofin sont préparées par un Conseil Ecofin informel. Les domaines de compétence du Conseil Ecofin concernent plus particulièrement la coordination des politiques économiques générales des États membres et la surveillance économique, le contrôle de la politique budgétaire et des finances publiques des États membres, le suivi des questions relatives aux marchés financiers, les relations économiques avec les pays tiers, l'établissement conjointement avec le Parlement européen du budget de l'Union européenne.

Du point de vue du niveau de l'euro qui nous occupe ici, il est important de signaler que le Conseil peut, après consultation de la BCE, formuler les orientations générales de politique de change (dans ces cas, les droits de vote des États membres n'ayant pas adopté l'euro sont suspendus). Toutefois, ces orientations générales ne peuvent affecter l'objectif principal du Système européen des banques centrales, à savoir le maintien de la stabilité des prix.

Le Traité simplifié de Lisbonne signé en octobre 2007 renforcerait la gouvernance de la zone euro. Le Traité prévoit en effet que les États membres de la zone euro pourront adopter seuls les mesures qui les concernent directement, comme les mesures de coordination des politiques économiques et budgétaires. Il reconnaît également, dans un protocole annexé au Traité l'existence de l'Eurogroupe.

4.2. Les institutions monétaires

Le traité instituant la Communauté européenne et les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque centrale européenne constitue le fondement juridique de la politique monétaire de la zone euro. Les textes juridiques établissant le *Système européen des banques centrales (SEBC)* supposaient que tous les États membres de l'Union européenne adopteraient l'euro. Le SEBC est donc composé de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'UE, qu'ils aient ou non adopté l'euro. Mais tant que tous les États membres n'auront pas introduit l'euro, c'est l'Eurosystème qui jouera le rôle d'acteur clé.

L'*Eurosystème* est un sous-ensemble du système européen des Banques centrales. Il comprend la BCE et les banques centrales nationales des pays qui ont adopté l'euro. L'Eurosystème coexistera avec le SEBC tant qu'il y aura des États membres de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro. L'Eurosystème est l'autorité monétaire de la zone euro. Son objectif principal est de maintenir la stabilité des prix. L'Eurosystème est responsable de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro. Il s'agit d'une mission de service public qui est principalement menée à travers des opérations sur les marchés de capitaux et un contrôle de la base monétaire. Les opérations de change ont un impact sur deux variables importantes pour la politique monétaire : les taux de change et les conditions de la liquidité intérieure. La mission de conduire les opérations de change est confiée à l'Eurosystème, les banques centrales disposant des instruments opérationnels nécessaires. L'un des principaux objectifs de la gestion du portefeuille de réserves de change est de garantir que la BCE dispose de suffisamment de liquidités pour conduire ses opérations de change. En résumé, la politique de change est une politique partagée, l'Eurogroupe a sous certaines réserves la responsabilité de déterminer des orientations de change, la BCE celle de conduire les opérations de change.

La BCE proprement dite n'effectue qu'un nombre limité d'opérations. Elle s'attache davantage à formuler les politiques et à veiller à ce que les banques centrales nationales mettent en œuvre les décisions de manière cohérente. Plus précisément, le Conseil des gouverneurs de la BCE est responsable de la politique monétaire pour la zone euro. Il s'agit pour lui de définir la stabilité des prix, de fixer les modalités d'analyse des risques inflationnistes. Il décide, coordonne et assure le suivi des opérations de politique monétaire. Il mène des interventions sur les marchés de change, le cas échéant en collaboration avec les différentes banques centrales nationales. Il participe à la coopération internationale et européenne. Au niveau européen, le président de la BCE est régulièrement convié à assister aux réunions de l'Eurogroupe, auxquelles participent chaque mois de façon informelle les ministres des Finances de la zone euro. Enfin, la BCE peut être amenée à participer aux réunions du Conseil de l'Union européenne lorsque des questions ayant trait aux objectifs et aux missions de l'Eurosystème y sont abordées.

Dans un rapport du Conseil d'analyse économique d'octobre 2002, Patrick Artus et Charles Wyplosz ont formulé quelques recommandations. Ils ont d'abord salué l'efficacité de la nouvelle Banque centrale et montré qu'elle avait commencé à construire une crédibilité sur la gestion de l'inflation tout en étant de fait pragmatique et sensible à l'accompagnement des cycles de croissance même si elle ne l'affichait pas. Les auteurs s'interrogeaient cependant sur la cible d'inflation qui pourrait se situer dans un intervalle plus large pour tenir compte des problèmes de mesure de celle-ci. Ils recommandaient que la Banque centrale affiche ses perspectives sur l'évolution des prix. Ils signalaient aussi, avec une certaine prémonition, l'importance de suivre non seulement les prix des biens et services, mais aussi les prix des actifs et les risques de bulles financières.

5. L'euro et la recherche d'un nouvel ordre monétaire mondial

Le taux de change est une donnée importante pour l'équilibre macroéconomique, notamment pour l'activité et l'emploi. Dans un monde de monnaies convertibles et de liberté des mouvements de capitaux, c'est aussi une variable instable et peu prévisible car elle résulte de comportements nombreux et qui peuvent se modifier rapidement au gré des anticipations. Les autorités publiques peuvent-elles en limiter voire en guider sinon en piloter les mouvements ?

La question vaut particulièrement pour la zone euro dont la monnaie a connu d'amples fluctuations qui s'avèrent préjudiciables à l'activité, à l'emploi et au pouvoir d'achat. Cette question doit être examinée dans plusieurs perspectives différentes. Dans une perspective de très court terme, il s'agit d'amortir l'amplitude des variations erratiques au jour le jour. Dans une perspective de plus long terme, il s'agit d'éviter les fluctuations de trop grande ampleur ou trop précipitées auxquelles les agents et les politiques économiques internes ont du mal à s'adapter. On peut identifier trois problèmes à résoudre dans une politique de change : un problème de *volatilité*, un problème de *pente* et un problème de *seuils*. Nous examinons ici ce que pourrait être une stratégie de change de la zone euro de ces différents points de vue.

L'euro fait partie des trois ou quatre principales monnaies mondiales mais elle n'est pas la monnaie dominante. L'objectif de stabilisation relative des mouvements de change de l'euro, examiné dans cette section surtout en termes de seuils à ne pas franchir, doit être placé dans la perspective du système monétaire international dans son ensemble.

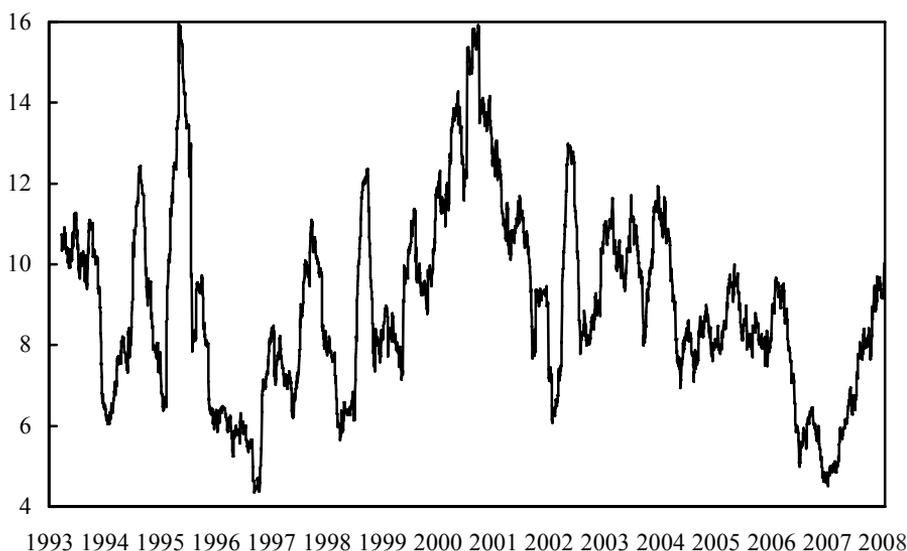
5.1. Un nouveau Bretton Woods ?

La proposition d'instaurer des « zones cibles » de change, introduite par J. Williamson au milieu des années quatre-vingt, puis développée par Krugman, répondait à cette préoccupation. Elle reposait sur la formalisation de règles d'intervention acceptées par les principales autorités monétaires mondiales destinées à limiter les mouvements de change à une plage de variation déterminée (de l'ordre de 10 à 15 % autour de taux pivots), la plage étant susceptible d'être révisée de temps en temps en fonction de variables économiques fondamentales (balances courantes, divergences d'inflation notamment). Krugman a développé la théorie de la zone cible « parfaitement crédible » en montrant que la crédibilité de la zone cible, c'est-à-dire la croyance forte des opérateurs que la zone cible serait bien respectée, devrait conduire les opérateurs rationnels à resserrer spontanément les variations effectives des changes au voisinage de leur point central.

La mise en œuvre effective de zones cibles de change s'est heurtée à de nombreux obstacles. Le premier obstacle est le risque de rupture brutale en

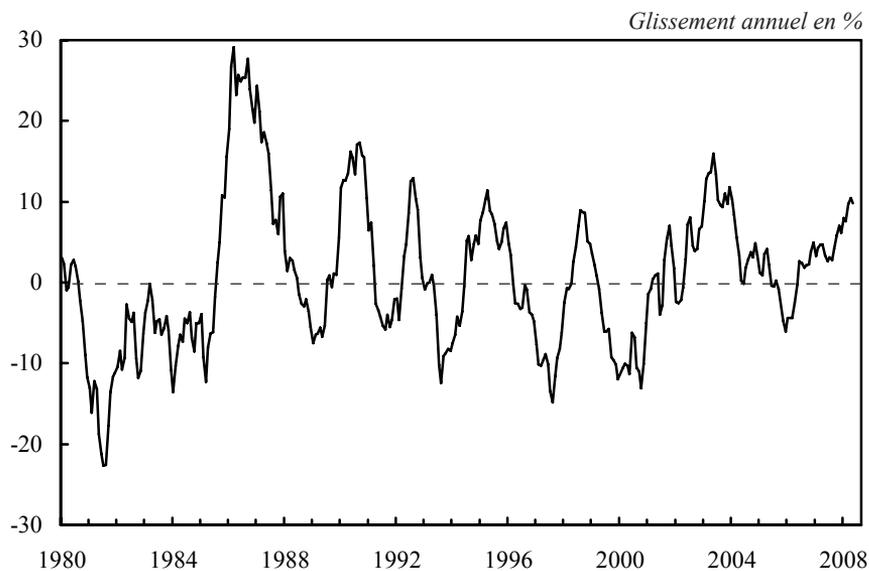
cas de perte de crédibilité de la zone cible. Loin d'aboutir à une stabilisation des changes, la zone cible risquerait alors d'augmenter l'instabilité. Le deuxième obstacle est la nécessité d'une coordination monétaire entre grands pays, coordination qui suppose des règles collectives posées *ex ante*. Or, s'il existe *a priori* un certain consensus sur les inconvénients des mouvements de change désordonnés comme le répètent périodiquement les communiqués du G7, le principe de règles *ex ante* n'est plus accepté depuis longtemps par les grands pays parce que ces règles ne peuvent pas être indépendantes de l'ensemble des données macroéconomiques. Les mouvements de taux de change reflètent largement des déséquilibres économiques en amont des monnaies. Si aujourd'hui le dollar est bas, c'est parce que la faiblesse de l'épargne américaine implique un déficit courant important. Dans le contexte économique actuel, les États-Unis et le Japon souhaitent stimuler leurs exportations par un taux de change bas. En outre, les politiques monétaires poursuivent des objectifs un peu différents (lutter contre le risque d'inflation pour la BCE, éviter une récession pour la Réserve fédérale américaine). Les pays exportateurs de pétrole se satisfont d'une accumulation d'excédents commerciaux considérables. Une coordination des changes impliquerait une coordination effective des politiques économiques, ce que les États ne sont pas prêts à accepter.

7. La volatilité de l'euro



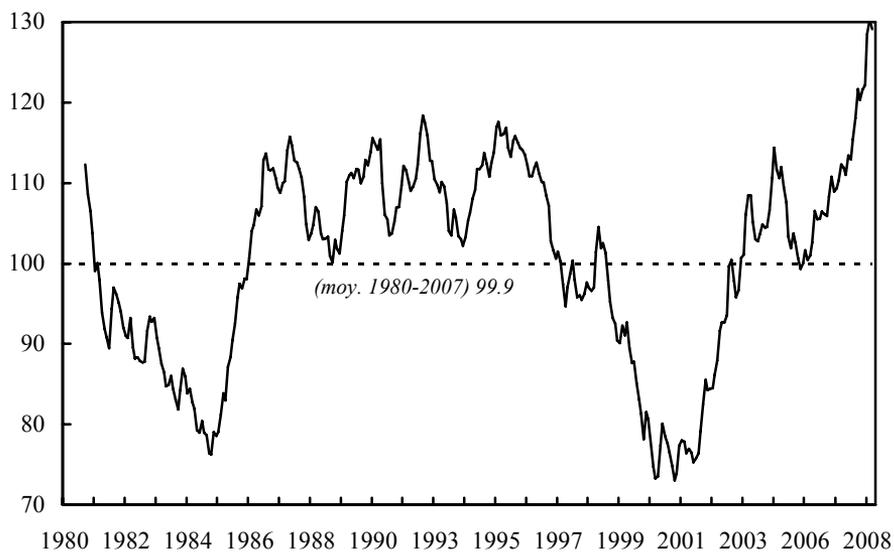
Source : Coe-Rexecode.

8. La pente des mouvements de l'euro



Source : Coe-Rexecode.

9. Les seuils (ici à $\pm 15\%$)



Source : Coe-Rexecode.

Les seules expériences en vraie grandeur de coordination des changes ont été à l'échelle mondiale le système de Bretton Woods et à l'échelle européenne le Système monétaire européen de la fin des années soixante-dix au début des années quatre-vingt-dix. Ces expériences donnent tort à l'argument d'impossibilité de la coordination puisque les deux expériences ont fonctionné un certain temps et les mécanismes de coordination ont effectivement joué leur rôle. Mais elles donnent aussi raison à l'argument du risque de rupture car les deux systèmes ont fini par éclater, en créant des situations de crise. On pourrait théoriquement imaginer, à la lumière de l'expérience du SME, un *Système monétaire occidental* (SMO) qui regrouperait les grands pays de l'OCDE (zone euro, États-Unis, Royaume-Uni, voire Japon) dont les règles pourraient par exemple celles définies dans l'encadré 2, mais il faut reconnaître que la faisabilité d'un tel système paraît illusoire. Les pays émergents (et notamment la Chine) ont une politique de change autonome. Le Japon est tiraillé entre la zone occidentale et la zone asiatique. Un Système Monétaire Transatlantique (États-Unis, euro, Royaume-Uni) aurait une certaine logique dans la mesure où les fluctuations des taux de change effectifs sont assez symétriques. Mais la stabilisation de la parité euro-dollar impliquerait de trouver dans l'économie réelle d'autres variables d'ajustement (politiques budgétaires, salaires, comportements d'épargne ?) pour parvenir à éviter les déséquilibres qui génèrent les mouvements de change. Or, ni les États-Unis, ni l'Europe n'envisagent d'accepter des contraintes sur leur politique économique.

2. Règles pour un utopique Système monétaire occidental (SMO)

Fixation de zones cibles pour les monnaies de la zone OCDE, par exemple 1 euro = 1,15 dollar \pm 15 % (soit de 0,98 à 1,32 dollar), 1 dollar = 120 yens \pm 15 % (soit de 102 à 138 yens), 1 livre sterling = 0,70 euro \pm 15 %.

Règles d'interventions concertées entre les autorités monétaires pour éviter l'approche des seuils avec des accords de tirages mutuels entre banques centrales.

Règles souples de réexamen périodique des zones cibles en fonction des fondamentaux macroéconomiques.

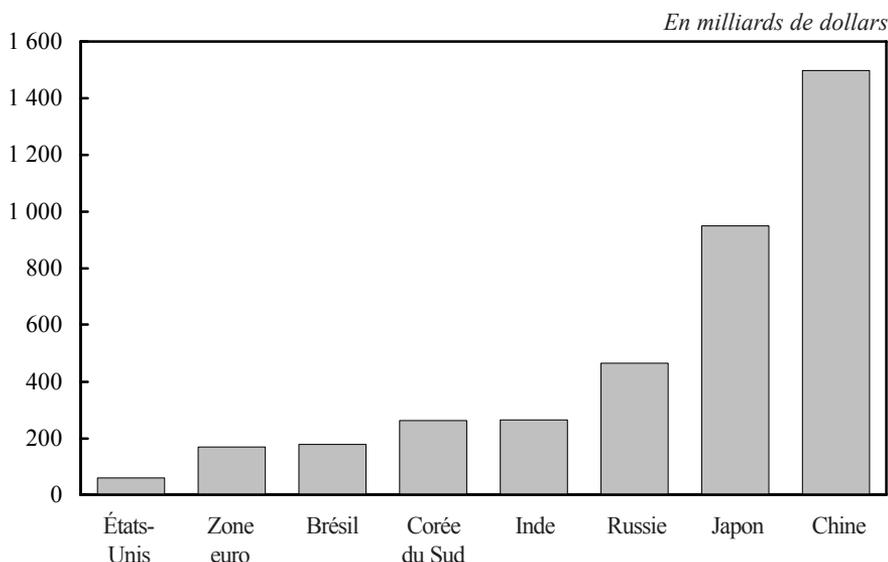
5.2. Corriger les anomalies les plus fortes

À défaut d'imaginer un ordre monétaire mondial qui constituerait un nouveau « Bretton Woods », il conviendrait au moins de concentrer l'attention sur une anomalie de la situation actuelle, qui concerne tout particulièrement les monnaies de certains pays émergents qui s'efforcent de suivre le dollar.

Il faut avoir à l'esprit que toute transaction de la Banque centrale a deux effets, un effet sur le marché des changes et un effet sur la monnaie nationale. Par exemple, un achat de devise a pour contrepartie un accroissement de la masse monétaire, l'actif et le passif de la Banque centrale se gonflant du même montant. Si la Banque centrale souhaite annuler l'impact des interventions de change sur la masse monétaire nationale, elle doit accompagner les interventions de change par des transactions de sens opposé portant sur un actif national. Par exemple, un achat de devise devra être compensé par une vente de titres publics ou par une réduction du crédit à l'économie, de sorte que la masse monétaire reste inchangée. Dans ce cas, la Banque centrale procède à des interventions de change dites « stérilisées ». Une politique d'interventions de change stérilisées est un régime de *change flottant géré*. Le cas extrême est une politique de change visant la stabilité du taux de change, soit par rapport à un panier de monnaie, soit par rapport à une autre monnaie (le « peg » du peso argentin jusqu'en 2001, du dollar de Hong Kong à une certaine époque ou du yuan chinois). On notera que le régime du yuan chinois est assez différent des autres car la monnaie chinoise n'est pas actuellement librement convertible, l'objectif étant toutefois qu'il le devienne progressivement.

Un régime de change flottant géré peut conduire à un conflit entre l'objectif de change et certains objectifs de politique interne. Si par exemple la Banque centrale achète des devises pour encourager une baisse (ou éviter une hausse) du taux de change, elle peut soit laisser la masse monétaire augmenter d'autant (non-stérilisation) en créant un risque inflationniste, soit la maintenir (par stérilisation) avec le risque de contraindre l'activité intérieure. C'est un dilemme auquel se trouvent confrontés actuellement plusieurs pays qui cherchent à aligner leur monnaie sur le dollar. La politique américaine actuelle d'assouplissement monétaire très rapide décidée pour des raisons de conjoncture américaine ne correspond pas à la situation économique interne de ces pays qui sont beaucoup plus près de l'inflation que de la récession. Le mouvement de « déréférencement » du dollar est engagé mais il est lent et on peut craindre de voir se développer, notamment en Asie, une zone de politiques monétaires trop accommodantes, ce qui créerait ainsi les conditions d'un foyer d'inflation mondiale plus élevée dans les années à venir. Les politiques de change de certaines monnaies paraissant actuellement intenables. Ce serait le moment pour elles de s'éloigner de la référence au dollar et de laisser leurs monnaies s'apprécier. L'Europe devrait les y encourager plus explicitement. *Le moment semble particulièrement opportun pour adopter une position européenne vis-à-vis de ces monnaies et la défendre clairement dans les instances internationales.* Mais il faut aussi avoir à l'esprit le fait que l'essentiel des réserves de change n'est ni aux États-Unis, ni en Europe mais dans les pays d'Asie.

10. Réserves officielles de change (or exclu fin 2007)



Source : FMI.

6. Les marges d'une politique de change européenne

Beaucoup de débats ont porté et portent encore sur la possibilité pour la zone euro d'envisager une politique de change compte tenu des règles de politique monétaire qu'elle s'est fixée.

6.1. Problèmes de comptabilité entre plusieurs objectifs économiques

Rappelons d'abord quelques résultats généraux. Dans une économie fermée, les politiques keynésiennes sont relativement efficaces. L'activité peut être soutenue par la politique budgétaire (déficit public) comme par la politique monétaire (création de monnaie) ou par toute combinaison de ces deux politiques (c'est le traditionnel *policy mix*). Les principaux freins à une politique de relance de l'activité sont la hausse des taux d'intérêt et le risque d'inflation des salaires et des prix.

Dans une économie ouverte aux échanges de biens et services et aux mouvements de capitaux, ce qui est le cas actuellement de la plupart des économies, les mécanismes sont très différents car la confrontation du pays aux marchés mondiaux impose des contraintes nouvelles. Dès lors que l'économie est largement ouverte, la question du régime de change se pose. Le choix d'un régime de change « fixe » implique des interventions de la Ban-

que centrale sur le marché des changes pour compenser en permanence les déséquilibres du commerce et des mouvements de capitaux. Ces interventions sont *a priori* toujours possibles lorsqu'il s'agit d'empêcher le taux de change de monter. Pour cela, la Banque centrale achètera des monnaies étrangères. Mais dans ce cas, elle est conduite à créer de la monnaie nationale. Elle ne peut donc plus piloter la politique monétaire. Si le taux de change est laissé au jeu de l'offre et de la demande sur le marché des changes, ce qui revient à dire qu'il n'y a pas de politique de change, les autorités peuvent contrôler la masse monétaire. On considère que dans une telle situation, une politique de relance de l'activité par le déficit budgétaire est inefficace. La raison est la suivante. Une augmentation du déficit public rencontre deux obstacles. Le premier est lié à l'ouverture aux échanges commerciaux. Cet obstacle existe aussi dans un régime de change « fixe » et il est vrai qu'à lui seul il neutralise une large partie de l'impulsion budgétaire. Le second obstacle est lié aux mouvements de capitaux et il résulte de l'ouverture financière du pays. Le déficit public stimule la demande et dans une certaine mesure la production, mais il tend aussi à pousser le taux d'intérêt à la hausse, ce qui attire des capitaux internationaux et a pour effet de faire monter le taux de change. La baisse de compétitivité des produits nationaux ampute alors les exportations et accroît les importations, ce qui contrarie l'effet positif initial sur la production nationale. Ces mécanismes ont été particulièrement visibles en Allemagne lors de la réunification au début des années quatre-vingt-dix.

Ces idées, développées il y a déjà longtemps par Robert Mundell, sont souvent présentées sous une forme imagée par un « triangle d'incompatibilité » entre trois objectifs : la liberté des mouvements extérieurs de capitaux, une politique de change et une politique monétaire. Un espace économique ouvert doit ainsi choisir entre une politique de change et une politique monétaire. Le choix fait par l'Union européenne lors du Traité de Maastricht est clairement celui de l'ouverture et de la politique monétaire, pour des raisons qui tiennent moins d'ailleurs à l'objectif de pilotage de l'activité qu'à la priorité absolue donnée à l'objectif de stabilité des prix.

Un débat subséquent porte sur la place qui subsiste dans ce contexte pour la politique budgétaire. Si l'on s'en tient au modèle théorique simple rappelé ci-dessus, cette place est modeste puisqu'en situation de change flottant, la politique budgétaire est inefficace. En Europe, la politique budgétaire reste largement décentralisée au niveau des États. On peut montrer que dans une Union monétaire, si un pays conduit pour des raisons internes une politique de déficit public, il risque de déclencher au niveau global de l'Union des mécanismes qui ramèneront le niveau d'activité de l'Union à son point de départ (hausse du taux de change, baisse de la compétitivité et de l'activité). En résumé, une relance budgétaire d'un pays peut conduire à une récession dans les autres pays. Comme l'indique Michel Aglietta dans son ouvrage *Macroéconomie internationale*, la solution économique rationnelle est « la centralisation de la décision politique. Cela signifie qu'il faut transférer la régulation macroéconomique par le moyen budgétaire au niveau de l'union ». Les pays européens ont refusé un tel bouleversement

institutionnel. Ils étaient cependant conscients des externalités négatives susceptibles d'être créées par la décentralisation des politiques budgétaires. L'objet du Pacte de stabilité et de croissance est précisément de limiter ce risque en imposant des plafonds aux déficits publics nationaux ainsi que des procédures d'alertes et de sanctions. Les avantages et inconvénients du Pacte de stabilité et de croissance ont été analysés dans un rapport précédent du Conseil d'analyse économique (*Réformer le Pacte de stabilité et de croissance*, rapport n° 52, 2004), nous n'y reviendrons pas.

En résumé, on peut souligner la cohérence des choix opérés lors de la création de la zone euro. Les fondateurs de l'euro ignoraient toutefois que, moins de dix ans après, le taux de change de l'euro pourrait dépasser 1,50 dollar et que sa hausse par rapport dollar depuis le jour de sa création pourrait être de plus de 35 %. De quelles marges l'Union européenne dispose-t-elle aujourd'hui par rapport aux cas polaires du triangle d'incompatibilité ?

6.2. Une large ouverture de la zone euro

On peut d'abord s'interroger sur le degré de fluidité réel des mouvements de capitaux. Un argument souvent invoqué est que la zone euro dans son ensemble serait plus « fermée » que chacun des États qui la composent pris isolément, argument qui peut valoir aussi bien pour relativiser la contrainte imposée par les mouvements de capitaux que l'inefficacité conjoncturelle des politiques budgétaires. Que la zone euro soit plus fermée que chacun des pays de la zone est un fait d'évidence. Mais il faut souligner que la zone euro prise globalement est plus ouverte aux échanges commerciaux avec le reste du monde que les États-Unis ou le Japon. Seule la Chine est plus ouverte aux échanges commerciaux que la zone euro mais sa monnaie n'est pas librement convertible. Les ensembles plus vastes comme le Nafta ou l'Union européenne sont plus « fermés » mais ils ne constituent pas des zones à monnaie unique et ne sont donc pas des ensembles pertinents du point de vue monétaire. En résumé, la zone euro est la zone du monde la plus ouverte au sens large du terme (commerce et capitaux). Les contraintes du triangle d'incompatibilité jouent donc pleinement sur la zone euro.

5. Taux d'ouverture aux échanges commerciaux en 2006^(*)

En %

| | 2006 |
|---|------|
| Zone euro (13 pays) | 16,5 |
| Union européenne (27 pays) | 10,8 |
| États-Unis | 11,2 |
| Nafta (Mexique, Canada, États-Unis) | 8,1 |
| Japon | 14,0 |
| Chine | 33,3 |
| Asie du Sud-Est (Chine, Indonésie, Philippines, Malaisie, Corée, Thaïlande, Hong-Kong, Singapour) | 29,4 |

Note : (*) Le taux d'ouverture aux échanges commerciaux est la demi-somme des exportations et des importations rapportée au PIB.

Source : FMI.

6.3. Le cadre juridique européen

Il faut aussi examiner les marges laissées par les textes fondateurs de l'Union monétaire. Les articles concernés du Traité de Maastricht sont rappelés dans l'encadré 3.

3. Politique monétaire et gestion des changes selon le traité instituant la Communauté européenne (Traité de Maastricht)

Article 105

1. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 4.

2. Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté ;
- conduire les opérations de change conformément à l'article 111 ;
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres ;
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

Article 111

1. Par dérogation à l'article 300, le Conseil, statuant à l'unanimité sur recommandation de la BCE ou de la Commission, après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix et après consultation du Parlement européen, selon la procédure visée au paragraphe 3 pour les arrangements mentionnés, peut conclure des accords formels portant sur un système de taux de change pour l'écu, vis-à-vis des monnaies non communautaires. Le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la BCE ou de la Commission et après consultation de la BCE en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de la stabilité des prix, peut adopter, modifier ou abandonner les cours centraux de l'écu dans le système des taux de change. Le président du Conseil informe le Parlement européen de l'adoption, de la modification ou de l'abandon des cours centraux de l'écu.

2. En l'absence d'un système de taux de change vis-à-vis d'une ou de plusieurs monnaies non communautaires au sens du paragraphe 1, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée soit sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, soit sur recommandation de la BCE, 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.

3. Par dérogation à l'article 300, au cas où des accords sur des questions se rapportant au régime monétaire ou de change doivent faire l'objet de négociations entre la Communauté et ou plusieurs États ou organisations internationales, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, décide des arrangements relatifs aux négociations et à la conclusion de ces accords. Ces arrangements doivent assurer que la Communauté exprime une position unique. La Commission est pleinement associée aux négociations. Les accords conclus au titre du présent paragraphe sont contraignants pour les institutions de la Communauté, la BCE et les États membres.

Le Conseil peut formuler des « orientations générales de politique de change » après consultation de la Banque centrale européenne, et sous réserve que les orientations générales n'affectent pas l'objectif principal du SEBC, à savoir le maintien de la stabilité des prix. La Banque centrale européenne est responsable de leur mise en œuvre mais sa mission principale est la stabilité des prix.

Selon les textes du Traité, la politique de change, sous la forme d'orientations générales, est clairement de la responsabilité du Conseil, la réserve introduite par le Traité ne faisant pas obstacle à des décisions du Conseil, la condition étant que ces décisions soient prises après consultation de la BCE. La deuxième condition est évidemment que les États membres de la zone euro se mettent d'accord sur une politique commune de change. La situation des différents membres est sensiblement différente dans la zone. Sur les treize pays de la zone euro avant son extension à quinze, sept présentent une balance des paiements positive et six sont dans une situation inverse, dont la France. Sur ces six États, quatre (France, Italie, Portugal et Grèce) présentent des finances publiques non satisfaisantes en termes de dette ou de déficits publics, et deux autres (Irlande et Espagne) ont en revanche des finances publiques en situation excellente.

L'idée a aussi été avancée d'un « gouvernement économique » européen qui aurait pu faire contrepoids à la politique monétaire dans le triangle d'incompatibilité. Ce « gouvernement économique » aurait pu être l'instance de formation de ce consensus. L'idée s'est cependant avérée de faible contenu. En outre, les ambitions de faire de l'Europe la zone du monde « la plus compétitive » (Programme de Lisbonne) ont largement échoué. L'insuffisante intégration de l'espace monétaire unique constitue un obstacle à la formation d'un consensus sur la politique de change.

6. Les indicateurs de convergence et de commerce extérieur de la zone euro

| | 2006 Dette publique (en points de PIB) | 2006 Excédent public (en points de PIB) | 2007 Prix | 2006 Balance des paiements (en points de PIB) |
|------------|--|---|--------------|--|
| Luxembourg | 6,6 | 0,7 | 2,7 | 11,8 |
| Pays-Bas | 47,9 | 0,6 | 1,6 | 10,5 |
| Suède | 47,0 | 2,5 | 1,7 | 8,9 |
| Finlande | 39,2 | 3,8 | 1,6 | 6,6 |
| Allemagne | 67,5 | - 1,6 | 2,3 | 6,2 |
| Autriche | 61,7 | - 1,4 | 2,2 | 3,5 |
| Belgique | 88,2 | 0,4 | 1,8 | 3,5 |
| France | 64,2 | - 2,5 | 1,6 | - 1,6 |
| Italie | 106,8 | - 4,4 | 2,0 | - 3,2 |
| Irlande | 25,1 | 2,9 | 2,9 | - 5,2 |
| Espagne | 39,7 | 1,8 | 2,8 | - 10,8 |
| Portugal | 64,8 | - 3,9 | 2,4 | - 11,6 |
| Grèce | 95,3 | - 2,5 | 3,0 | - 14,0 |
| Zone euro | 68,6 | - 1,5 | 2,1 | - 0,2 |

Source : BCE.

7. Les conditions d'efficacité des interventions de change

Le marché des changes est le plus grand marché du monde. Il est caractérisé par un maillage très décentralisé et entièrement autorégulé. Le chapitre 3 analyse « de l'intérieur » les comportements des agents économiques qui y interviennent. Nous examinons ici la question de la place qui reste sur ce marché pour l'intervention des acteurs publics ?

7.1. Les interventions orales

Une façon pour la Banque centrale (et plus généralement pour les autorités publiques) d'intervenir sur le marché des changes est de tenter de modifier les anticipations des opérateurs par des interventions verbales (annonces d'intervention directes ou annonces de mesures de politique économique). Les choix d'allocation des acteurs entre actifs nationaux (dont la monnaie) et actifs étrangers dépendent en effet des couples rendements – risques anticipés des différents actifs. Si les autorités publiques donnent des indications crédibles sur le taux de change futur et sur le risque de change, elles peuvent théoriquement influencer les comportements dans le sens souhaité.

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, les autorités monétaires américaines et européennes ont largement renoncé aux interventions de change directes. Elles privilégient la communication officielle (par des communiqués publics) pour informer les marchés financiers de leur orientation en matière de taux de change. Seule la Banque du Japon a continué à intervenir réellement sur le marché des changes tout en intensifiant également sa communication orale.

Plusieurs auteurs comme Blinder (1998) ou Bernanke (2004) ont montré le rôle de la politique de communication de la Banque centrale sur l'efficacité de la politique monétaire et la performance globale de l'économie. Dans un travail empirique, Fratzcher a cherché à estimer le rôle et l'efficacité de la communication des Banques centrales sur le taux de change. Le principal résultat de l'article est de mettre en évidence que les communications orales sont efficaces indépendamment de l'orientation de la politique monétaire et des interventions réelles sur le marché des changes. À court terme, les communications orales peuvent donc constituer un instrument efficace et autonome de politique de change. L'analyse est également étendue au rôle et à l'efficacité des interventions de change directe par l'achat ou la vente de devises. Les résultats des estimations économétriques montrent que tant les interventions directes sur le marché des changes que les interventions orales des responsables de la politique du change ont été efficaces pour influencer le niveau du taux de change. Par « efficace », l'auteur entend une communication orale qui provoque une variation du taux de change dans la direction souhaitée le jour même. L'efficacité de l'intervention ne signifie pas que l'intervention est « réussie » dans le sens où elle a inversé l'évolution à moyen terme du taux de change, l'effet « permanent » de la communication orale sur le taux de change étant impossible à mettre en évidence, les marchés étant quotidiennement en réaction à de nouvelles informations.

7. Classement des communications orales sur le taux de change en fonction de l'orientation de leur contenu (1990-2003)

| | 1990-2003 | 1990-1994 | 1995-1998 | 1995-1998 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|
| États-Unis, sens du message : | | | | |
| • monnaie plus forte | 125 | 18 | 31 | 76 |
| • monnaie plus faible | 2 | 1 | 0 | 1 |
| • message ambigu | 28 | 14 | 5 | 9 |
| Allemagne puis zone euro, sens du message : | | | | |
| • monnaie plus forte | 77 | 13 | 3 | 61 |
| • monnaie plus faible | 14 | 0 | 11 | 3 |
| • message ambigu | 23 | 4 | 4 | 15 |

Source : Agence Reuters, classification de l'auteur.

Selon ces travaux, les interventions orales de la BCE (auparavant la Bundesbank) auraient eu un impact significatif sur le taux de change, conduisant à une variation de 0,2 % du taux de change du mark/euro contre le dollar le jour de l'intervention. Les effets des interventions orales de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon ont également un impact significatif mais d'une ampleur un peu moindre (de l'ordre de 0,15 %). Ces corrélations laissent incertain l'effet des interventions de change sur la volatilité des taux de change et se limitent aux effets immédiats.

Un relevé des principales déclarations lors des réunions de l'Eurogroupe depuis sa création montre la très grande prudence et l'évolution des idées depuis la création de l'euro, mais aussi l'apparente faiblesse des effets des interventions orales sur les mouvements de l'euro.

4. Les positions de l'Eurogroupe depuis la création de l'euro

Eurogroupe du 5 avril 2008

« Nous pensons toujours que la volatilité excessive et les mouvements désordonnés sont indésirables pour la croissance, non seulement européenne mais mondiale ».

1 € = 1,55 \$

Eurogroupe du 5 mars 2008

« Dans les circonstances actuelles, nous sommes préoccupés par les mouvements de change excessifs » (le Premier ministre luxembourgeois, Président de l'Eurogroupe a souligné que « c'était la première fois qu'il utilisait ces termes », Jean-Claude Juncker, Président de l'Eurogroupe.

1 € = 1,53 \$

« Dans les circonstances actuelles, je considère comme très important ce qui a été réaffirmé par les autorités américaines, y compris le Secrétaire du Trésor et le Président George W. Bush, selon lesquels la politique du dollar fort est dans l'intérêt des États-Unis », Jean-Claude Trichet, Président de la BCE.

« Il y a des seuils psychologiques », Christine Lagarde, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Emploi, France.

13 novembre 2007

« Nous tenterons de faire comprendre à nos amis chinois que leur pays a une responsabilité croissante dans la politique monétaire internationale ». « Nous n'aimons pas cette volatilité excessive des monnaies », Jean-Claude Juncker.

Quelques jours avant, Jean-Claude Trichet avait dénoncé les mouvements brutaux sur le marché des changes. L'euro est « pour les entreprises, au-delà du seuil de douleur », Ernest-Antoine Seillière.

22 octobre 2007

« Je ne suis pas préoccupé, je suis de plus en plus attentif à ce qui se passe », Jean-Claude Juncker. Le ministre allemand des Finances Peer Steinbrück a réaffirmé pour sa part qu'il préférerait un euro fort à un euro faible.

14 septembre 2007

« J'étais plus inquiet à l'époque où l'euro était trop faible que je ne suis aujourd'hui », Jean-Claude Juncker.

1 € = 1,40 \$

Le ministre autrichien des Finances déclare « nous pouvons faire face » aux nouveaux records de l'euro.

20 avril 2007

Il n'y a pas lieu d'être « excessivement préoccupé » J-Claude Juncker.

1 € = 1,36 \$

« Ce n'est pas le rôle des politiques de téléguider les cours de change », Ch. Matznetter, Secrétaire d'État aux Finances, Autriche.

7 juin 2006

Le taux de change de l'euro, tout près de 1,30 dollar, « nous cause une certaine préoccupation », Jean-Claude Juncker.

1 € = 1,36 \$

« Il faut être vigilant pour ne pas dépasser » la valeur actuelle de l'euro, Thierry Breton.

6 décembre 2004

« Nous estimons que la volatilité excessive et les mouvements désordonnés des taux de changes sont indissociables pour la croissance économique », déclaration des ministres des Finances de la zone euro.

16 novembre 2004

« La valeur » des devises doit être « déterminée sur un marché ouvert et concurrentiel », John Snow, Secrétaire américain au Trésor.

19 janvier 2004

« Dans les circonstances actuelles, nous insistons particulièrement sur la stabilité et nous sommes préoccupés par les mouvements excessifs des taux de change », communiqué de l'Eurogroupe.

1 € = 1,23 \$

13 mai 2003

« Un euro fort est dans l'intérêt de la zone euro », Nikos Christodoulakis, ministre grec des Finances, Présidence de l'Union européenne.

7 novembre 2000

« L'Eurogroupe demeure favorable à un euro plus fort ». Les interventions effectuées vendredi et lundi par la BCE afin de stimuler l'euro par rapport au dollar doivent être considérées comme une « manifestation d'intérêt constante », Laurent Fabius, ministre français des Finances.

8 septembre 2000

« L'Eurogroupe et la BCE réaffirment leur préoccupation commune sur le niveau de l'euro, qui ne reflète pas la solidité des fondamentaux de la zone euro », texte adopté à la réunion de Versailles.

Source : Reuters.

7.2. Les conditions d'efficacité des interventions directes

À plus long terme, on considère généralement que l'efficacité des interventions sur le marché des changes dépend de plusieurs facteurs au demeurant assez intuitifs. La position du taux de change par rapport au « taux de change d'équilibre », la « force » du mouvement en cours, la crédibilité des interventions et la cohérence de la politique économique dans laquelle les interventions s'insèrent :

- *1 : la position du taux de change par rapport au taux de change d'équilibre.* Quelles que soient les incertitudes sur le niveau du taux de change d'équilibre, une simple comparaison du taux de change courant et de sa moyenne passée donne des indications sur le fait qu'une monnaie est plutôt chère ou plutôt bon marché. Plus le taux de change est éloigné de son niveau d'équilibre (la monnaie est considérée comme très chère ou très peu chère par les marchés, plus les interventions sur les marchés ont des chances d'être efficaces ;

- *2 : la « force » du mouvement de change.* Les interventions de change ont peu d'efficacité dans les « marchés de *momentum* ». Un marché de *momentum* correspond à une situation de taux de change bien installé sur une tendance (haussière ou baissière) et une faible volatilité. L'idée est qu'« on ne peut pas lutter contre la marée » ;

- *3 : la crédibilité des interventions.* Les interventions de change ont des chances d'atteindre leur objectif si la Banque centrale est crédible et intervient peu souvent. C'est aujourd'hui le cas de la BCE qui a acquis une très grande crédibilité et qui n'est pas intervenue directement sur le marché des changes depuis plusieurs années ;

- *4 : la cohérence de la politique économique.* Enfin, l'efficacité de l'intervention sur le marché des changes est liée à la cohérence de la politique économique dans laquelle elle s'inscrit. Ainsi des interventions de change qui viseraient à enrayer une hausse du taux de change considérée comme excessive ont plus de chance d'aboutir si d'autres mesures sont prises par ailleurs en vue par exemple de contrer un risque de poussée inflationniste (politique salariale, politique budgétaire adaptée, etc.) plutôt que de laisser tout le poids à la politique monétaire.

Sur la base de ces critères, il y avait des raisons de penser que, à la mi-2008, le contexte était devenu plus favorable à des interventions de changes efficaces sur l'euro en vue de le faire baisser. Un certain consensus s'était en effet formé pour considérer que l'euro était trop cher (condition 1). La condition 2 était moins évidente, l'incertitude demeurant encore sur la force de la hausse de l'euro. La condition 3 était remplie dans la mesure où la Banque centrale européenne a acquis une forte crédibilité. Enfin, le ralentissement économique gagnait alors l'Europe et l'environnement économique européen devenait cohérent avec une baisse de l'euro (condition 4). Un obstacle fut toutefois le niveau d'inflation dans la zone euro qui contraignit la politique monétaire et éloigna toute anticipation de baisse des taux.