Session 16 L'euro et la guerre des monnaies en quatre questions André Cartapanis Cercle des économistes

On se souvient des propos de Mario Draghi, le 26 juillet 2012 : « La BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro. Et croyez-moi ce sera suffisant. » Depuis, la zone euro a vu son intégrité sauvegardée et la soutenabilité de l'endettement souverain des pays du Sud de l'Europe semble avoir été assurée. Mais la situation macroéconomique de la zone reste particulièrement préoccupante avec une croissance en berne, un chômage de l'ordre de 12% et un risque élevé de déflation malgré les politiques de moins en moins conventionnelles de la BCE et la fixation de ses taux directeurs à 0,15%. Mais la BCE a-t-elle fait tout ce qu'il faut ? Certains responsables politiques le contestent et posent la question de la surévaluation éventuelle de l'euro et de l'inertie de la BCE face à la guerre des monnaies que certains pays mèneraient.

Cette question de la surévaluation de l'euro n'est pas nouvelle. Déjà en 2004, et plus encore en 2006, lorsque l'euro a entamé sa très forte progression qui le conduira à un sommet de 1,599 dollar le 15 juillet 2008, de nombreuses voix s'étaient élevées en faveur d'un infléchissement de l'attitude des autorités européennes, adeptes d'un *laissez-faire*, *laissez-aller* dans le domaine du change. Après la décrue associée à la crise financière, jusqu'à 1,22 dollar en juillet 2012, la monnaie européenne s'est depuis significativement appréciée et se trouve à la mi-juin 2014 dans une fourchette de 1,39/1,36 dollar. Mais ce débat ressurgit aujourd'hui pour au moins deux raisons : la relance de la controverse sur la guerre des monnaies et les manipulations de taux de change, lancée en septembre 2010 par Guido Mantega, le ministre des finances brésilien, mais également relayée par les autorités américaines à propos de la Chine ; l'enlisement dans une « crise molle » au sein de la zone euro, malgré les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE et des taux directeurs proches de zéro en Europe. En un mot, la zone euro a-t-elle perdu sans combattre la guerre des monnaies ? Cette interrogation appelle une clarification, autour de quatre questions, pour éviter les faux-semblants.

1. Qu'est-ce que « la guerre des monnaies »?

Si l'on est officiellement en régime de changes flexibles depuis près de quarante ans, cela ne signifie nullement que les politiques économiques n'influent pas sur les évolutions de taux de change. Certains pays, et c'est typiquement le cas de la Chine, maintiennent un ancrage et contrôlent explicitement leur taux de change. Mais même pour des monnaies déclarées flexibles de jure, la politique monétaire et le policy-mix de chaque pays, la politique des taux notamment, s'ils répondent à des objectifs internes, induisent aussi des externalités internationales, et donc des effets sur les structures de portefeuilles des investisseurs internationaux, et, in fine, sur la dynamique des taux de change. S'il en découle une dépréciation délibérée des taux de change, on devrait alors parler d'une « guerre des monnaies implicite ». Mais certains pays vont plus loin, en menant des interventions sur le marché des changes ou en mobilisant les contrôles de capitaux et les réglementations macroprudentielles afin de manipuler leur taux de change. On devrait alors parler d'une « guerre des monnaies explicite », de nature à contrecarrer les fondamentaux et à induire une dépréciation réelle ou à neutraliser une appréciation sur les marchés. D'où la notion, forgée dans les années 1930, de dépréciation compétitive ou de politique d'exportation du chômage (Beggar-Thy-Neighbor). Ces interventions ne conduisent pas, généralement, à une dépréciation des taux de change nominaux. Mais en présence d'excédents permanents de balances courantes et/ou de fortes entrées de capitaux, elles freinent la tendance à l'appréciation réelle de certaines monnaies, ce qui crée un avantage concurrentiel qui « booste » les exportations des pays concernés et qui pèse sur le commerce extérieur et l'emploi des autres économies. Pour qu'il y ait guerre des monnaies, il convient aussi que cette influence des politiques économiques sur les taux de change conduise à des situations de sous-évaluation, et donc à des écarts vis-à-vis d'un taux de change d'équilibre, avec évidemment toute la difficulté d'estimer, théoriquement et empiriquement, cette valeur de référence, par nature inobservable.

Quels sont alors les pays coupables de telles manipulations ? Ils sont plus nombreux qu'on ne le croit. Si l'on se réfère aux travaux les plus récemment menés au *Peterson Institute for International Economics*, notamment par Joseph Gagnon, Fred Bergsten ou William Cline, en combinant différents critères (taille des interventions sur le marché des changes repérées par les variations du stock de réserves en devises, récurrence des excédents courants supérieurs à 3% du PIB, écarts vis-à-vis d'un taux d'équilibre théorique...), il y aurait une vingtaine de pays manipulateurs explicites des taux de change parmi lesquels figurent, dans les années 2010-2014, la Chine évidemment, Hong Kong, Taïwan, la Malaisie, les Philippines, la Corée, Singapour, mais aussi le Danemark, Israël, la Suède, la Suisse et occasionnellement le Japon.

2. L'euro est-il surévalué et donc la victime de la guerre des monnaies ?

Compte tenu des divergences de calculs liées aux taux de change d'équilibre retenus et aux périodes de référence choisies, la littérature la plus récente ne conclut pas nettement à une surévaluation massive de l'euro. Pour Patrick Artus, l'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro entre 2002 et aujourd'hui, est de l'ordre de 40% et la monnaie européenne est surévaluée. À l'inverse, pour William Cline, l'euro était sous-évalué d'environ 12,5% en 2010 et proche de sa valeur d'équilibre de long terme en mai 2014. Les auteurs du tout récent rapport du CAE consacré en janvier 2014 à l'euro dans la guerre des monnaies considèrent que l'euro est en ligne avec sa valeur de long terme, point de vue partagé par les économistes du FMI pour l'année 2013. Mais ces évaluations globales cachent des divergences très importantes selon les pays membres de la zone euro. Dans un article publié en 2013 concernant l'année 2010, les économistes du CEPII évaluent à environ 8% la surévaluation globale de l'euro, mais celle-ci est alors beaucoup plus nette pour les pays périphériques de la zone : 10% pour l'Espagne, 13,8% pour le Portugal, 20% pour la Grèce, la France étant quasiment à l'équilibre. Quant à l'étude précitée du FMI concernant 2013, elle concluait à une sous-évaluation de 5 à 10% en Allemagne et à une surévaluation du même ordre en France.

On doit donc rester très prudent à propos de la surévaluation éventuelle de l'euro en juin 2014. Il n'est pas avéré que la zone euro, dans son ensemble, soit une victime de la guerre des monnaies. Mais ce constat doit être fortement relativisé si l'on s'intéresse à la situation de chaque pays membre, compte tenu de la très forte hétérogénéité de leurs fondamentaux. Ce diagnostic devrait évidemment être revu si l'euro venait à atteindre, voire à dépasser, le seuil de 1,40 dollar. Toutefois, cela ne signifie nullement que les autorités européennes ne doivent pas mener une politique de change. Car la question n'est pas seulement de savoir si l'euro est ou non surévalué : c'est de se demander s'il est légitime, pour les responsables européens, de se priver d'une politique de change contracyclique, à court terme, dans un contexte où les politiques de consolidation budgétaire se poursuivent tandis que la politique monétaire semble avoir atteint ses limites. La panne de croissance de la zone euro produit des effets d'hystérèse qui hypothèquent le trend de croissance, le niveau d'investissement privé et public, la productivité des facteurs, la compétitivité des entreprises... Puisque, pour paraphraser Mario Draghi, la BCE doit tout mettre en œuvre, alors l'hypothèse d'une politique de dépréciation concurrentielle de l'euro n'est pas un sujet tabou.

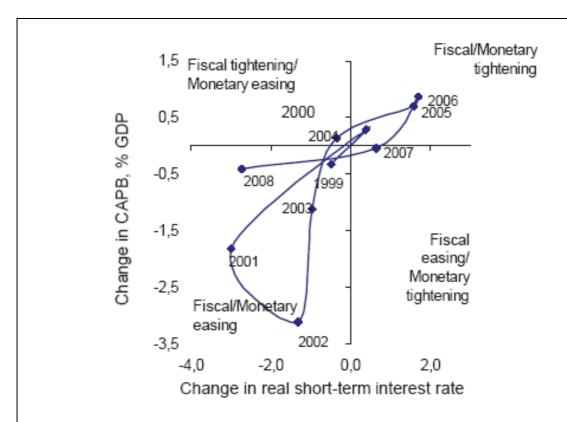
3. Sur un plan normatif, doit-on viser une dépréciation concurrentielle de l'euro dans une Europe en crise ?

Deux types de facteurs expliquent que la zone euro, depuis sa création en 1999, n'ait pas de politique de change : des facteurs institutionnels, et, jusqu'ici, une conception peu réactive de la politique macroéconomique.

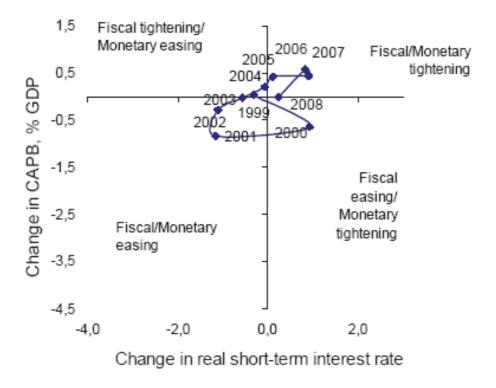
Le Traité de Maastricht est très ambigu sur la responsabilité de la politique de change de l'Union monétaire. Celle-ci relève indiscutablement des Ministres de l'économie et des finances, voire du Conseil des chefs d'États ou de gouvernements. La BCE, quant à elle, est chargée de la gestion des réserves et de la conduite des opérations de marché, mais elle ne s'y prête qu'à condition de ne pas mettre en danger la stabilité des prix... On est donc en présence de responsabilités partagées, sources de conflits de compétences ou d'objectifs qui, en réalité, ont conduit à une confiscation par la BCE de la responsabilité de la politique de change pour la zone euro. Or, la BCE semble avoir fait sienne la pétition de principe de la Bundesbank selon laquelle une banque centrale n'est pas une institution contracyclique mais le garant de la stabilité de la monnaie. Du coup, il n'y a aucune politique de change pour l'euro, depuis sa création et le taux de change est considéré comme un canal de transmission de la politique monétaire et non pas comme un objectif intermédiaire de nature à exercer des effets réels sur les marges des entreprises, l'investissement et la croissance de l'activité. Jusqu'ici, les interventions européennes sur le marché des changes ont été sporadiques, pour des montants limités, sauf peut-être en septembre et novembre 2000 lorsqu'il s'agissait de limiter la dépréciation de l'euro compte tenu du risque d'inflation importée que cela pouvait susciter, et au moment des attentats de septembre 2001 afin de juguler toute panique financière. Cette doctrine présente une certaine cohérence par beau temps. Mais elle est éminemment discutable en pleine tempête et donc dans la situation actuelle de crise molle de la zone euro. Non pas sous l'angle des menaces pesant sur l'intégrité de l'Union monétaire, sur la fragilité du système bancaire ou la soutenabilité de l'endettement souverain au Sud. Mais à cause du chômage de masse lié à une croissance atone et compte tenu des risques de déflation et d'enlisement sur le plan réel.

De fait, la politique macroéconomique de la zone euro depuis sa création conduit à négliger les effets contracycliques des politiques monétaires et budgétaires, tout comme l'impact des variations induites de taux de change, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis par exemple. C'est ce que montrent très clairement les graphiques 1, 2 et 3, extraits d'un Rapport de la Commission européenne consacré au bilan des dix premières années de la zone euro et du Rapport précité du CAE sur la guerre des monnaies. Deux constats peuvent être dressés : d'une part, depuis 1999, le policy-mix européen est très peu réactif et beaucoup plus rarement contracyclique que dans le cas américain; d'autre part, les évolutions du taux de change effectif réel ne sont quasiment jamais contracycliques alors qu'elles le sont de façon quasi systématique aux États-Unis. L'asymétrie des politiques économiques est donc considérable entre les États-Unis et le Vieux continent et cela apparaît dans la dynamique des taux de change réels du dollar et de l'euro. Cela ne signifie pas que les États-Unis mènent des politiques d'intervention directes sur le marché des changes, encore que les déclarations du Secrétaire au Trésor et celles du Président de la Fed jouent un rôle important dans les anticipations des marchés. Mais la politique monétaire proactive aux États-Unis, qui répond tout autant aux tensions inflationnistes qu'aux évolutions de l'output gap et du taux de chômage, se trouve confortée par la dynamique du taux de change du dollar. Il n'en n'est pas de même dans la zone euro où la BCE, on l'a dit, considère que son rôle n'est pas d'exercer des effets contracycliques mais d'assurer la stabilité des prix, conformément au mandat figurant dans ses statuts. La valeur externe de l'euro est l'affaire des marchés et non pas de la BCE.

Graphique 1. Le policy-mix aux États-Unis: 1999-2008

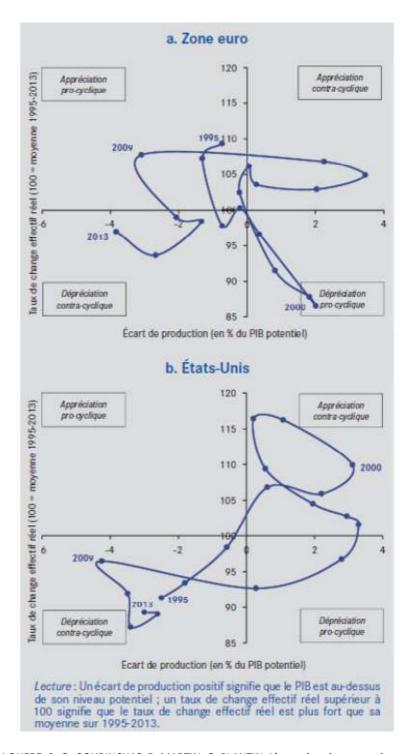


Graphique 2: Le policy-mix dans la zone euro: 1999-2008



Source: *EMU@10, Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union,* European Economy, N°2-2008, European Commission, p. 76.

Graphique 3 : Le taux de change effectif et cycle d'activité, 1995-2013 : zone euro et États-Unis



Source : A. BENASSY-QUERE, P.-O. GOURINCHAS, P. MARTIN, G. PLANTIN, L'euro dans la guerre des monnaies, Les notes du CAE, Paris, N° 11, janvier 2014, p. 10.

On peut comprendre cette réticence européenne face à la dépréciation éventuelle de l'euro quand celle-ci induit une dynamique d'inflation importée au-delà de la fameuse cible des 2%. Mais cette attitude est éminemment discutable quand se combinent un chômage de masse et un risque de déflation, ce qui est le cas aujourd'hui. D'où d'ailleurs, les déclarations récentes de Mario Draghi et

des responsables de la BCE indiquant qu'une dépréciation de l'euro ne serait pas malvenue dans le contexte actuel, non pas pour ses effets sur la compétitivité-prix et la profitabilité des exportateurs hors zone euro, mais à cause de l'inflation importée et de la réduction des tensions déflationnistes que cela pourrait induire. Malheureusement, sans interventions sur le marché des changes, sans déclarations officielles plus déterminées, malgré des taux directeurs proches de zéro, cela ne semble pas suffire pour que l'euro baisse significativement. Or, au-delà des effets inflationnistes, désormais acceptés par la BCE face au risque de déflation, une dépréciation de l'euro permettrait d'induire pour les exportateurs sur les marchés tiers, hors zone euro, des effets marge et/ou des effets prix bienvenus tout en freinant certaines délocalisations. Selon une étude récente publiée par le CEPII, une dépréciation de l'euro de 10% pourrait booster les exportations françaises de produits industriels hors zone euro d'environ 7-8%, tout en renchérissant les importations de biens manufacturés de 3,5%. Dans le contexte actuel, ce n'est pas à négliger, même si c'est là un effet de court terme qui ne saurait à lui seul, de toute évidence, impulser un nouveau régime de croissance.

4. Sur un plan positif, comment les autorités européennes pourraient-elles favoriser, voire induire une baisse de l'euro ?

Puisque la BCE s'est désormais convertie aux politiques non conventionnelles, elle pourrait aller plus loin encore, suivant en cela une proposition de Jeffrey Frankel, en mars 2014. Elle pourrait décider d'augmenter à nouveau la taille de son bilan et le niveau de la base monétaire, non pas en achetant des titres publics émis par les États-membres de la zone euro, mais en acquérant des Bons du Trésor US, autrement dit en intervenant directement sur le marché des changes sans stériliser les effets sur la base monétaire. Il n'y a là aucun obstacle statutaire. C'est une politique qui ne crée aucun aléa moral parmi les Etats-membres de la zone euro et qui à toutes chances de pousser l'euro à la baisse tout en augmentant la taille du bilan de la BCE afin de faciliter le redémarrage du crédit aux entreprises. Il s'agirait donc de mener des interventions non stérilisées sur le marché des changes. La BCE a toujours refusé de le faire à vaste échelle. Mais elle a également démontré depuis la crise qu'elle pouvait se montrer moins conventionnelle et plus pragmatique dans l'exercice de son mandat. Pourquoi s'en priver ?

On justifie souvent, et pas seulement du côté de la BCE, l'absence de politique de change dans la zone euro par la conviction que les interventions directes sur le marché des changes, au-delà de quelques jours ou de quelques semaines, sont inefficaces. Mais dans la littérature économique, à ce sujet, depuis trente ans, tout a été dit et son contraire. Rien ne garantit qu'une politique d'intervention de la BCE sur le marché des changes pour faire baisser l'euro soit efficace, encore qu'elle pourrait être favorisée par la normalisation progressive de la politique monétaire américaine et la remontée des taux sur le dollar. Mais c'est là un des rares instruments d'action politique qui reste encore à activer pour soutenir à court terme l'activité économique dans la zone euro avant qu'une dynamique endogène de sortie de crise ne prenne le relais, à un terme indéterminé.

Il est clair que c'est là une politique non coopérative. La zone euro se lancerait à son tour dans la guerre des monnaies. Mais les politiques monétaires contracycliques menées aux États-Unis, dont on connaît l'ampleur des externalités internationales, ou les politiques de manipulation des taux de change pratiquées en Chine, en Suisse, à Singapour, à Hong Kong, au Danemark... sont-elles coopératives ?