

LA QUESTION DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Jean-Paul FITOUSSI

Président de l'OFCE

L'appréciation de l'euro depuis le début de la présente décennie, après sa baisse en 1999 et 2000, et l'incertitude sur son évolution future, obscurcissent aujourd'hui l'horizon de la croissance européenne. Mais si l'on observe l'évolution passée de l'euro, reconstituée depuis 1979, il apparaît qu'en réalité, depuis le début des années 1990, l'évolution du taux de change a été procyclique. Et l'on peut prévoir que ce paradoxe perdure.

Quelle que soit l'histoire que l'on peut écrire pour expliquer *a posteriori* ce phénomène, et qu'aujourd'hui ou hier, il y ait eu « surréaction » ou non, le constat est sans équivoque : les fluctuations du dollar ont contribué à la stabilisation de l'économie américaine, tandis que celles de l'euro ont été déstabilisantes pour l'économie européenne. Tout se passe comme si, en l'absence d'une véritable politique de change dans la zone euro, les variations de notre monnaie étaient le reflet des préférences de change du reste du monde, au premier chef des États-Unis, qui ne correspondent généralement pas, faut-il le rappeler, aux besoins de l'économie européenne.

Comment expliquer cette anomalie, et surtout, quelle conséquence de politique monétaire en tirer ?

Un diagnostic : l'euro procyclique

Le problème actuel de l'euro ne réside pas dans le niveau du taux de change euro/dollar en soi. Il n'y pas, dans l'absolu, de bon niveau du taux de change nominal. Le problème consiste dans le fait que la monnaie européenne se soit appréciée dans une phase de très faible croissance, nettement inférieure à celle du reste du monde.

Rétrospectivement, on peut dire que le taux de change de l'euro (reconstitué) depuis le début des années 1990 a évolué en sens inverse de ce que la situation économique exigeait, notamment en phase de ralentissement : ce fut le cas avant l'émergence de la monnaie unique, c'est le cas depuis deux ans.

On peut toujours chercher à invoquer une rationalité économique cachée pour justifier ce phénomène. On peut, par exemple, arguer des effets bénéfiques d'une appréciation du taux de change dans une phase de repli d'activité, qui accroîtrait la pression sur les entreprises, contraintes de se restructurer pour compenser la perte de leur compétitivité. Ce faisant, on peut même convoquer Schumpeter : « La reprise s'opère seulement si elle est autonome. Toute reprise due à une stimulation artificielle laisse inachevée une partie de l'effet de la dépression et ajoute un nouveau désajustement à celui qui n'a pas été apuré »¹.

Pour ceux qui ne croient pas en la morale de cette théorie, l'évolution procyclique du taux de change réel apparaît anormale. Et dommageable. Bien entendu, les taux de change se caractérisent souvent par d'amples mouvements, comme le montrent les graphiques 1 et 2. Mais ce qui frappe lorsque l'on observe l'évolution du taux de change euro/dollar ou mieux, celle du taux de change effectif de l'euro, c'est le changement qui les caractérise depuis le début des années 1990.

Dans les années 1980, même si l'amplitude des variations semblait excessive², le sens de l'évolution était justifié : l'euro se dépréciait en phase de ralentissement et s'appréciait en phase de reprise. Dans les années 1990, c'est l'inverse qui se produit : l'euro s'apprécie de 1991 à 1996 — période de faible croissance —, se déprécie jusqu'en 2000 quand la croissance s'intensifie, et s'apprécie à nouveau depuis lors. Autrement dit, la demande externe est restreinte au moment où la demande interne est faible et, inversement, la demande externe est renforcée lorsque la demande interne est forte.

1. Joseph Schumpeter, « Depressions » in D.V. Brown et al., eds, *The Economics of the Recovery Program*, Cambridge, Harvard University Press, 1934.

2. Jean-Paul Fitoussi et Edmund S. Phelps, *The Slump in Europe, Reconstructing open economic theory*, Basil Blackwell, 1988.

GRAPHIQUE 1 : TAUX DE CHANGE EURO/DOLLAR



Source : Perspectives économiques de l'OCDE.

GRAPHIQUE 2 : TAUX DE CHANGE EFFECTIF DE L'EURO



Source : Perspectives économiques de l'OCDE.

La lecture des graphiques présentés appelle cependant quelques précautions d'analyse :

— la rétropolation sur la période antérieure à la création de la monnaie unique en 1999 est en partie artificielle : l'évolution de l'euro y reflète essentiellement les conséquences de la mauvaise gestion du SME lors du choc consécutif à l'unification allemande ;

— la récente dépréciation du dollar résulte aussi de l'ampleur du déficit extérieur américain et des interrogations sur la soutenabilité de la croissance américaine ;

— elle peut simplement refléter une correction de la surévaluation du dollar qui a caractérisé la seconde moitié des années 1990 ;

— l'évolution du taux de change bilatéral accentue le trait. Le taux de change effectif est un meilleur indicateur de la compétitivité de la zone, et ses variations, bien que qualitativement identiques, sont moins spectaculaires. Elles sont toutefois significatives.

Malgré ces limites, il demeure indéniable que l'évolution du taux de change de l'euro ait été procyclique. Pire encore : on peut prévoir qu'elle le demeure. En effet, prévision ou espoir, la plupart des observateurs croient que la croissance a redémarré depuis quelques mois dans la zone euro et que le moment où l'euro va se déprécier est à nouveau proche.

Éléments d'analyse, douteux et plausibles

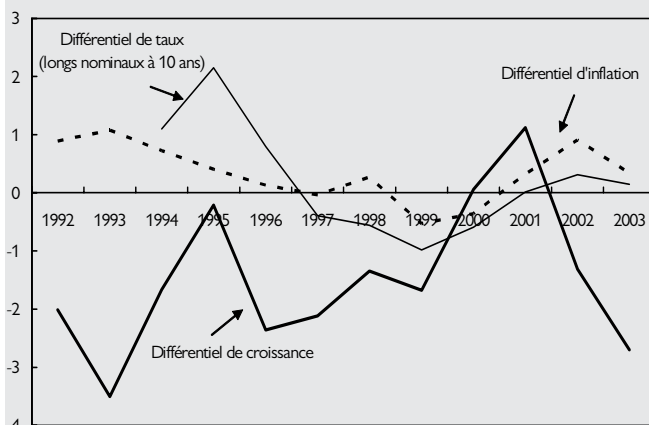
Si l'on mobilise les déterminants traditionnels du taux de change réel — différentiels de croissance, écarts d'inflation, écarts de taux d'intérêts à long terme — il ne semble pas qu'ils puissent constituer des explications suffisantes au constat qui vient d'être dégagé des faits (graphique 3).

On peut ainsi commencer par faire l'hypothèse que l'importance de l'écart de taux d'intérêts à long terme dans la première moitié des années 1990 a joué un rôle important dans l'appréciation de l'euro durant cette période. Cette intuition est fondée sur un résultat des plus classiques du modèle Mundell-Flemming : une *policy mix* combinant une politique monétaire très restrictive et une politique budgétaire expansive conduit à une appréciation de la monnaie nationale, ici régionale. C'est exactement le *policy mix* qui a caractérisé l'Europe en cette période. Cependant, la dépréciation de l'euro depuis 1997 est plus difficile à comprendre. Le différentiel de croissance en a été considéré comme l'explication majeure. Pourtant, comme on le voit sur le graphique 3, ce différentiel a été plus faible à partir de 1997 qu'il ne l'était antérieurement ; dans la période de dépréciation 1997-2000, l'écart de croissance ne peut donc constituer le seul fondement. L'écart négatif d'inflation peut être une explication secondaire, mais son ampleur depuis 1994 a été trop faible pour en faire une cause majeure.

Ceci conduit à conférer à l'écart de taux d'intérêts à long terme — de presque 3 points en 1992 à -1 point en 1999 — un rôle essentiel. D'une certaine manière, les taux d'intérêts à court et à long terme en Europe ont été maintenus à un niveau artificiellement élevé dans la première moitié des années 1990 du fait de la combinaison du choc de l'unification allemande et des tensions au sein du SME. Leur baisse après 1997 a contribué à réduire le niveau anormalement élevé de l'euro. Bien sûr, d'autres facteurs ont également joué durant ces années pour apprécier le dollar : l'Eldorado promis par la « nouvelle économie » a conduit à un afflux de capitaux vers les États-Unis, ce qui peut contribuer à expliquer la surréaction du taux de change du dollar.

Pour ce qui est de la période la plus récente (2000-2003), les trois écarts décrits par le graphique 3 n'expliquent cependant pas grand chose. Le différentiel des taux d'intérêts peut permettre de comprendre une partie de l'histoire, mais leur rapprochement

GRAPHIQUE 3 : DIFFÉRENTS ÉCARTS ENTRE LA ZONE ET LES ÉTATS-UNIS



Le différentiel est ici calculé dans le sens : Zone euro — États-Unis
Sources : BEA, Eurostat, BLS, BCE, Réserve fédérale, OFCE.

est tel que l'écart est trop faible pour fonder des variations aussi amples de taux de change. Quant au creusement de l'écart de croissance, il aurait dû avoir pour effet, au contraire, d'atténuer l'appréciation de l'euro. On pourrait supposer que l'éclatement de la bulle spéculative et la montée des incertitudes géopolitiques ont enterré l'Eldorado et conduit ainsi à rendre insoutenables le déficit extérieur et la dette des États-Unis. On pourrait enfin ajouter que la plongée du dollar n'est qu'une correction de sa précédente envolée, une sorte de surréaction au regard du niveau antérieur excessif.

On peut résumer l'histoire récente de la façon suivante : la demande interne en 2003 se renforce aux États-Unis et en Asie, tandis qu'elle reste atone en Europe. Une telle configuration aurait dû conduire à un ajustement correcteur : l'augmentation de la croissance mondiale aurait dû conduire à une élévation de l'activité économique en Europe, car l'accroissement de la demande externe pour les produits européens aurait dû logiquement être amplifiée par l'appréciation des monnaies du reste du monde. Mais en réalité, l'euro s'est apprécié, ce qui a contribué à réduire la vigueur de la demande externe.

Une hypothèse alternative est que l'appréciation de l'euro reflète la perception des investisseurs que l'Europe est plus attractive que le reste du monde. Mais si cela était vrai, deux choses au moins auraient dû se produire : d'une part, une croissance des cours boursiers plus forte en Europe qu'aux États-Unis (et corrélativement un repli plus marqué des taux d'intérêts à long terme) ; d'autre part, une croissance des investissements directs étrangers sur le vieux continent. Or, c'est l'inverse qui s'est produit : les cours boursiers ont davantage augmenté aux États-Unis qu'en Europe, et l'investissement s'est accru d'environ 3 % aux États-Unis et de 4 % au Japon, alors qu'il a décru de 1 % dans la zone euro.

Finalement, l'appréciation de l'euro n'a pas eu les effets escomptés sur les taux d'intérêts à long terme et sur les rendements obligataires. Les taux d'intérêts ont baissé, mais moins qu'aux États-Unis, comme on le voit sur le graphique 3. La hausse des rendements des obligations publiques dans la zone euro au second semestre 2003 peut certes refléter des anticipations plus optimistes sur la croissance future. En effet, l'évolution future des rendements obligataires dépend, *ceteris paribus*, d'une part des anticipations d'appréciation de l'euro — l'anticipation d'une poursuite de la dépréciation du dollar ayant un effet dépressif sur les rendements —, et d'autre part de la croissance future qui, au contraire, conduit à accroître les taux d'intérêts à long terme.

Un remède conjoncturel : baisser les taux d'intérêts

Comme il est désormais relativement bien documenté ³, l'appréciation d'une monnaie — quand elle n'est pas elle-même la conséquence d'une demande interne dynamique — a un effet dépressif sur l'activité et l'inflation. L'évaluation de cet effet diffère selon les méthodes employées : une appréciation de 10 % de la monnaie réduit, au bout d'un an, le taux de croissance du PIB de 0,25 à 1 point, et l'inflation de 0,2 à 0,5 point. L'estimation demeure controversée, mais le sens de l'impact ne fait aucun doute.

3. Cf. les articles de Gustav A. Horn et Charles Wyplosz pour la Commission des Affaires Économiques et Monétaires du Parlement européen, novembre 2003.

De ces deux points de vue — la croissance et l'inflation — et selon les prescriptions d'une règle raisonnable de politique monétaire, la BCE aurait dû déjà baisser ses taux d'intérêts.

On pourrait objecter que si l'impact sur l'activité est évident, celui sur l'inflation est difficile à déceler. De plus, comme le mandat de la BCE est de maintenir la stabilité des prix (interprétée comme un taux d'inflation inférieur, mais proche de 2 %), la BCE aurait raison de ne pas réagir à l'appréciation de l'euro. Mais cet argument omet un point très important : à un bas niveau d'inflation (et 2 % est un bas niveau d'inflation au regard des nombreux chocs inflationnistes qui ont caractérisé la période récente), les rigidités nominales conduisent à ce qu'un choc négatif de prix ne se manifeste que faiblement sur le taux d'inflation. En d'autres termes, la courbe décrivant l'arbitrage entre inflation et chômage devient plate. Il n'est à cet égard pas anodin de souligner qu'une étude de la Commission européenne a montré que les rigidités nominales ne sont pas spécifiques à l'économie européenne et qu'elles n'y sont pas plus importantes qu'aux États-Unis.

Par ailleurs, selon toute vraisemblance, le retournement de la croissance européenne aura un impact désinflationniste. Cela tient au fait que l'économie européenne est depuis plusieurs années sur un sentier de croissance anormalement faible de productivité. Il est donc plus que probable, et même quasi certain, qu'une reprise de l'activité s'accompagnera d'une accélération de la croissance de la productivité du travail. Alliée à la modération salariale — qui est désormais une caractéristique structurelle de l'économie européenne —, elle conduira à une décélération des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Que l'on prenne en compte les effets de l'appréciation de l'euro, l'évolution de la productivité du travail, la modération salariale ou le creusement de l'*output gap*, tout concourt donc à penser qu'il est temps pour la BCE de baisser ses taux directeurs.

Elle pourrait d'ailleurs accompagner ce mouvement de baisse, en intervenant sur le marché des changes, de façon à marquer sa détermination tout en pesant les risques de sa décision. En effet, il existe une profonde dissymétrie entre les risques encourus quand il s'agit de soutenir la valeur d'une monnaie pour éviter son effondrement et lorsqu'il s'agit d'en faire baisser le cours.

Dans le premier cas, il faut acheter sa propre monnaie en vendant en échange des devises étrangères dont les réserves sont limitées. Les marchés, connaissant cette limite, sont alors incités à redoubler d'ardeur dans leurs attaques spéculatives. Ce combat aboutit généralement à l'échec de l'intervention, fréquemment à une dépréciation aggravée de la monnaie, et toujours à une perte de réserves. C'est dire que le coût pour le pays en est important. L'histoire récente abonde d'exemples de ce type. Que l'on songe aux monnaies qui ont dû sortir du Système monétaire européen (la lire italienne, notamment) après avoir tout tenté pour maintenir leur parité et perdu toutes leurs réserves. C'est pourquoi de telles interventions ne sont concevables que dans le cadre d'une coopération internationale entre banques centrales à une échelle régionale ou, mieux, mondiale. C'est dans cette configuration qu'un accord au sein du G7 se révèle utile.

Mais quand l'objectif est de faire baisser le taux de change, les capacités d'intervention des banques centrales sont théoriquement illimitées — ce que les marchés savent aussi — et ne supportent aucun des risques précédents. En l'espèce, il s'agirait pour la Banque centrale européenne d'acheter du dollar en créant des euros. La menace pour les détenteurs d'euros (de voir fondre la valeur de leurs avoirs) est autrement plus crédible que dans le cas précédent, car ils savent que la marge de manœuvre de l'autorité monétaire est considérable. C'est pourquoi l'annonce d'une intervention peut parfois suffire à provoquer la dépréciation, même si elle n'était suivie que d'une intervention limitée.

Il est cependant une objection à la conduite d'une telle politique qu'il convient d'examiner. En raison des politiques monétaires expansives conduites sur toute la planète — le bas niveau des taux d'intérêts courts en témoigne —, le monde souffrirait d'un excès de liquidités propice à l'émergence de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs, ou terreau fertile d'une résurgence future de l'inflation. S'il faut combler l'écart entre les taux d'intérêts courts de part et d'autre de l'Atlantique — ce que tous les commentateurs estiment nécessaire — il serait préférable de le faire par une élévation du taux d'intérêt américain plutôt que par une baisse du taux européen. Mais chacun s'accorde aussi à penser qu'un tel mouvement est improbable en raison de ses conséquences potentiellement déstabilisantes sur la consommation (*via* ses effets sur les prix de l'immobilier) aux États-Unis et de la proximité des élections présidentielles en ce pays. L'Europe devrait-elle alors porter seule, au grand détriment de sa croissance, le fardeau de la stabilisation financière du monde ? Et le risque de nouvelles bulles n'est-il pas exagéré ?

Il convient donc d'agir pour « sauver 2004 » en Europe. Les deux interventions proposées méritent cependant d'être accompagnées d'une clarification des rôles entre institutions de la zone euro, pour éviter qu'une responsabilité trop lourde ne pèse sur la Banque centrale européenne.

Un remède structurel : sortir de l'ambiguïté

Le moment est également propice, en effet, à une réforme profondément nécessaire : la délimitation claire des pouvoirs monétaires dans la zone euro entre le Conseil européen et la Banque centrale européenne. Le problème, à cet égard, n'est pas tant que la Banque centrale conduise *de facto* seule la politique de change depuis cinq ans, mais qu'elle le fasse par défaut d'une implication explicite du pouvoir politique. C'est à lui qu'il revient en effet de conduire la politique de change, comme partout ailleurs dans le monde, plutôt que d'abdiquer sa responsabilité et de se prévaloir de cette abdication pour critiquer l'action de la BCE. On conçoit qu'un tel comportement ne participe pas à la lisibilité des évolutions monétaires tant pour les marchés financiers que pour les entreprises. Il convient ici simplement de rappeler que des réformes simples et praticables de la « gouvernance de l'euro » ont été proposées et qu'elles ne demandent qu'à être débattues⁴.

4. Cf. Jean-Paul Fitoussi, *La Règle et le choix*, Le Seuil, octobre 2002.

Incertitude et responsabilité

Les attentats de Madrid, choc moral européen, ont plongé notre continent dans la tristesse et l'angoisse. Ils pèsent déjà lourd dans les choix des ménages et des entreprises. Ils pèseront bien plus lourd encore si rien, en matière de politique économique, ne vient apaiser l'incertitude qu'ils ont fait naître. Il faut suivre la logique de l'UEM jusqu'à son terme : puisque la BCE niche, pour l'instant et peut-être même à contrecœur, seule au sommet politique de l'Union européenne, il lui revient à présent d'assumer cette responsabilité, à la hauteur du pouvoir qui lui a été cédé ■

À paraître

Le 29 avril 2004

Numéro spécial de la *Revue de l'OFCE*

THE NEW EUROPEAN UNION ENLARGEMENT

Co-edited by
Jérôme Creel & Sandrine Levasseur (*OFCE*)



En vente en librairie et aux Presses de Sciences Po, 20 €

Sodis : 949 879.2 ISBN 2-7246-3001-7

FOREWORD

Jean-Paul Fitoussi (*FNSP, OFCE*)

EDITORS' INTRODUCTION: THE NEW EU ENLARGEMENT

Jérôme Creel & Sandrine Levasseur (*OFCE*)

LABOUR MARKETS IN TRANSITION: BALANCING FLEXIBILITY AND SECURITY IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Sandrine Cazes (*ILO, Budapest*) & Alena Nesporova (*ILO, Geneva*)

PENSIONS REFORMS IN ACCEDING COUNTRIES

Gaël Dupont (*OFCE*)

HOW WOULD A FIXED-EXCHANGE-RATE REGIME FIT THE TRANSITION ECONOMIES? THE CASES OF THE CZECH REPUBLIC, HUNGARY AND POLAND

Jérôme Creel & Sandrine Levasseur (*OFCE*)

WHY NOT EUROISATION?

Sandrine Levasseur (*OFCE*)

DEBT, DEFICITS AND INFLATION ON THE ROAD TO THE EU: THE CASE OF TURKEY

Jérôme Creel (*OFCE*) & Günes Kamber (*U. of Galatasaray & Paris I*)

NEGOTIATING THE MEDIUM-TERM FINANCIAL PERSPECTIVES FOR THE ENLARGED EU: THE FUTURE OF THE EUROPEAN BUDGET

Jacques Le Cacheux (*U. of Pau-Pays de l'Adour & OFCE*)

FISCAL POLICY IN AN ENLARGED EU

Fabrizio Coricelli (*U. of Siena & CEPR*)

HOW TO ASSESS PROPOSALS FOR ENLARGEMENT REFORM OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK

Piotr Stanek (*U. of Cracow & Lille I*)

EU ENLARGEMENT: WHAT DOES IT CHANGE FOR THE EUROPEAN ECONOMIC GEOGRAPHY?

Sébastien Dupuch, Hugues Jennequin & El Mouhoub Mouhoud
(*U. of Paris XIII-Villetaneuse*)