

**Ebook**

NON LIBRE DE DROITS

**Béatrice Majnoni d'Intignano**

*Professeur à l'Université de Paris XII-Val-de-Marne  
Membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre*



[www.bmajnoni.fr.st](http://www.bmajnoni.fr.st)

# **L'euro**

## **Notre monnaie**

### **Notre problème ?**

**Mars 2008**

Graphiques : Sébastien Pannelier, *étudiant à Paris XII-Val-de-Marne*

## Du même auteur

*L'hôpital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica, 1989.

*Santé mon cher souci*, 1<sup>re</sup> éd., Economica ; 2<sup>e</sup> éd., Lattès, 1987-1989.

*La protection sociale*, Le Livre de Poche, mai 1993 ; 2<sup>e</sup> éd., 1997.

*Femmes, si vous saviez...*, De Fallois, 1996, prix Tannesse, de l'Institut.

*L'usine à chômeurs*, Plon, 1998 ; Pocket, 1999 ; prix Zerilli-Marimo, de l'Institut.

*L'égalité entre femmes et hommes, aspects économiques*, Rapport au Conseil d'analyse économique, n° 15, La Documentation française, 1999.

*Le sexe médiateur*, Plon, 2000.

*Économie de la santé* (avec P. Ulmann), PUF, 2001.

*L'iceberg féminin*, Institut de l'entreprise, 2002.

*L'instabilité monétaire*, PUF, Coll. 'Que sais-je ?', 2003.

*Santé et économie en Europe*, PUF, Coll. 'Que sais-je ?', dernière édition 2007.

**Mots clés** : euro, dollar, zone euro, monnaie européenne, zones monétaires, taux de change, Système monétaire international.

**Key words** : Euro, Euro zone, Monetary zones, exchange rates, International monetary system.

<b>Introduction</b> .....	<b>4</b>
<b>CHAPITRE I</b> <b>Euro/dollar, monnaie régionale contre monnaie mondiale</b> .....	<b>6</b>
<b>CHAPITRE II</b> <b>Euro faible ou fort ?</b> .....	<b>17</b>
<b>CHAPITRE III</b> <b>Existe-t-il un taux de change d'équilibre ?</b> .....	<b>25</b>
<b>CHAPITRE IV</b> <b>L'euro, bouc émissaire, bouclier et opium</b> .....	<b>35</b>
<b>CHAPITRE V</b> <b>Le point de vue des entreprises</b> .....	<b>46</b>
<b>CHAPITRE VI</b> <b>La BCE peut-elle, doit-elle intervenir ?</b> .....	<b>56</b>
<b>CHAPITRE VII</b> <b>Les paradoxes de l'internationalisation</b> .....	<b>64</b>
<b>Conclusion</b> .....	<b>76</b>

**En bleu les passages à actualiser régulièrement**

# Introduction

La création de l'€ en 1999 fut un acte politique international majeur. L'Union économique et monétaire (UEM) constitue la suite logique du marché unique instauré en 1992. L'adoption d'une monnaie unique par 11, puis 12, 13 et 15 pays avancés et souverains est sans précédent historique<sup>(1)</sup>. *Notre monnaie* l'appellent ses *fans*. Cette expérience éveille un intérêt admiratif dans les autres grands blocs commerciaux (Amérique du Sud, Asie). Elle pourrait servir de modèle pour l'Asie et l'Amérique latine à la recherche de stabilité monétaire au cours des décennies à venir. L'€ fut conçu pour être la monnaie de l'Union européenne et des Européens et pour se développer au gré de l'attrait qu'il exercerait sur ses utilisateurs et sur les marchés ; jamais pour égaler ni pour concurrencer le \$. Son lancement en deux étapes, scriptural en 1999, puis sous forme de billets et de pièces en 2002, fut un succès inouï eu égard aux réticences psychologiques envisageables et à la complexité des opérations techniques à engager. Les Européens se sont approprié leur nouvelle monnaie avec enthousiasme et célérité ; sept ans après, seulement 10% des opérations supérieures à 1 500 € sont encore converties en francs par les Français. \$ et € sont les monnaies des deux principaux blocs économiques mondiaux. Blocs de dimension comparable par leur population, leur PIB, et leur rôle dans le commerce international. Zone € et USA ayant la même population employée. L'Europe est premier exportateur et second importateur mondial, après les États-Unis, loin devant les autres pays ou zones structurées. L'Europe est plus ouverte aux échanges extérieurs (moyenne des importations et exportations 19,5 % du PIB) que les USA et le Japon (13,5 % chacun). Le tableau I-1 illustre cette situation.

**Tableau I-1. La zone euro dans le monde**

2007	Population 2007, millions	Emploi, millions	Taux d'emploi 2006	PIB Mds \$ à Ppa <sup>(*)</sup>	PIB/hab \$ à Ppa <sup>(*)</sup>	+ % PIB/an 1999/2008
Monde	6 650			72 340		+ 4,4 %
USA	302	149	71 %	13 545	44 850	+ 2,6 %
UE à 27	495		65 %	14 950	30 200	+ 2,5 %
Zone €	320	148		10 370	32 400	+ 2,1 %
Japon	128	66,5	69 %	4 350	33 985	+ 1,5 %

Note : (\*) À parité de pouvoir d'achat.

Sources : OCDE : [www.oecd.org](http://www.oecd.org) et FMI : [www.imf.org](http://www.imf.org)

(1) France, Allemagne, Italie, Espagne, Portugal,, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Irlande, Finlande, Autriche, Grèce (depuis 2001) Slovaquie (depuis 2007), enfin Chypre et Malte (2008).

L'apparition de l'€ a bouleversé le système monétaire international (SMI), multipolaire avant l'€ qui tend à devenir bipolaire, dominé aujourd'hui par le \$ et l'€, marginalisant au passage £, franc suisse et, plus surprenant, le yen (Y). Le SMI comporte aujourd'hui une zone € très structurée, s'étendant peu à peu aux marges de l'Europe, et une quasi zone \$ informelle, mais mondiale.

L'€ a suscité enthousiasme et méfiance. Servi de bouc émissaire et d'opium à certains pays d'Europe. On le perçoit parfois comme un simple outil de la globalisation. Où en est-il à l'âge de raison ? Quels en sont les avantages et inconvénients pour les pays membres de la zone €, la France en particulier ? Comment tirer parti d'une situation si nouvelle pour les Européens : vivre à l'intérieur de la zone € sans risque de change, en ayant renoncé aux dévaluations compétitives, et vis-à-vis de l'extérieur avec une monnaie flottante qui subit, en miroir, les amples fluctuations du \$, donc génère un risque de change d'un genre nouveau pour des Européens. Nous étions au contraire habitués à voir dans la fixité du change vis-à-vis du mark allemand la vertu. Cet effet se trouve fort amplifié par la mondialisation accélérée des échanges, simultanée avec la diffusion de l'€

Jusqu'en 2007, la monnaie européenne a volé de succès en succès et la contestation à son égard a paru se tarir. L'€ avait cessé d'être un problème pour devenir un acquis. En dépassant le seuil de 1,5\$ l'€ a mis les Européens devant leurs responsabilités. Veulent-ils ou non que leur monnaie devienne internationale ? Et si oui, veulent-ils s'engager dans une politique de change ?

## Chapitre I

# Monnaie régionale contre monnaie mondiale

L'€ a à la fois dépassé l'âge de raison – 7 ans –, où chacun reconnaît son Être, et atteint l'âge de la raison, où le recul permet de confirmer ou d'infirmer les attentes et les angoisses dont il fut porteur. Le chemin vers l'euro fut long et semé d'embûches. Il fallut créer un Système monétaire européen et une monnaie composite (SME et Ecu) en 1979 pour préparer la monnaie unique née en 1999. Vingt années donc, bouleversées par l'entrée puis la sortie du Royaume-Uni, par les spéculations de 1992 et 1993 contre la £, le franc, la lire, la *peseta*, de nombreuses dévaluations et réévaluations enfin. Le traité de Maastricht a organisé la convergence des pays candidats en 1992. Le choix du nom, l'euro, et du design des billets et des pièces (billets communs, pièces comportant une face nationale et une face commune) ont exigé des trésors de diplomatie. La nouvelle monnaie a été adoptée dans la vie de tous les jours avec une aisance étonnante compte tenu des difficultés de conversion dans certains pays, dont la France. L'habitude s'est prise plus vite que lors du passage de l'ancien franc au nouveau en 1958. Les Finlandais ont renoncé aux pièces d'un et deux centimes ; les Hollandais réclament la suppression de tous les petits centimes, un à cinq ; enfin certains Européens rêvent de voir imprimer un billet d'un euro qui, pendant du célèbre billet d'un \$ américain le *greenback*, symboliserait la reconnaissance mondiale de l'euro et le parallélisme entre les deux monnaies. Le projet de créer un € a trois origines : la continuité historique, la théorie économique et la foi des Européens<sup>(2)</sup>.

## 1. Les trois origines de l'euro

### a) Origine historique

Ce fut la volonté d'échapper à l'instabilité des changes. La création d'une monnaie unique est la réponse des Européens à l'éclatement du système de Bretton Woods en 1971<sup>(3)</sup>. Les pays industriels ont en effet passé un siècle, de 1870 à 1970 à poursuivre la stabilité des taux de change entre leurs monnaies. La première mondialisation s'était déroulée dans la stabilité entre les devises due à l'Étalon or, de 1870 à 1914, consacrant la livre sterling comme monnaie internationale. L'entre-deux guerres, après la Conférence de Gènes qui organise le retour à une version atténuée de l'étalon or (*Gold Bullion Standard*), a souffert des dévaluations compétitives qui contribuèrent à aggraver la

---

(2) De Grauwe P. (2006) : *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 6<sup>e</sup> édition, 2005 (bibliographie).

(3) Krugman P. et M.M. Obstfeld (2006) : *Économie internationale*, Pearson Education, 7<sup>e</sup> édition (bibliographie).

récession des années 1930 et vécu une transition chaotique entre la £ et le \$ comme monnaie mondiale dominante. Les accords de Bretton Woods en 1944 tentèrent de revenir au régime de changes fixes en instaurant l'étalon de change or (*Gold Exchange Standard*), favorable au commerce international, érigeant cette fois le dollar en monnaie dominante. Les nombreux ajustements de change et l'insuffisance des réserves de change des États-Unis justifiaient l'adoption du régime de changes flottant entre les grandes monnaies à partir de 1973 puis par les accords de la Jamaïque en 1976.

La théorie économique et le monde politique espéraient à l'époque que le marché déterminerait des taux de change d'équilibre stables. Infortune, cette promesse ne se réalisa pas. Une surprenante et forte instabilité entre les devises domina l'après chocs pétroliers (1973 et 1979) et la deuxième période de mondialisation des échanges, à partir des années 1980. Les membres de l'Union européenne choisirent alors de rétablir un régime de change fixes entre eux, le Système monétaire européen (SME), de 1979 à 1999, puis d'adopter une monnaie unique : l'€ entre 1999 et 2002.

Le SME fut l'antichambre de l'euro et de l'Union monétaire<sup>(4)</sup>. Une compétition inattendue entre les modèles monétaires nationaux et les monnaies s'y déroula, opposant les pays à monnaies fortes (Allemagne et Benelux) et les pays à tradition de monnaies faibles et de dévaluations (France et pays méditerranéens). Le mark en devint la monnaie dominante si bien que le modèle de la Bundesbank eut vocation à inspirer la création de la Banque centrale européenne (BCE). Qui réclame un changement de statut du système européen de banques centrales doit savoir qu'il exigerait l'unanimité des pays membres et que dans ce rêve tout pays du second groupe se trouverait aujourd'hui isolé.

L'aspiration historique des Européens à la stabilité des taux de change entre leurs monnaies a donc débouché sur la création de l'€ dans un environnement mondial d'instabilité et de crises de change ; dans le Sud Est asiatique en 1997, en Russie en 1998, en Amérique du Sud et en Turquie au début des années 2000. Le système européen de banques centrales s'inspire du modèle américain par son fédéralisme et du modèle allemand par la définition de ses objectifs : stabilité des prix et soutien à la politique de l'Union européenne. La différence dans l'ordre de priorité des objectifs des banques centrales américaine et européenne a des origines historiques anciennes. La primauté de l'objectif de stabilité des prix en Europe s'explique par la mémoire des effets dévastateurs de l'hyperinflation de 1923 en Europe centrale. La primauté de l'objectif de plein emploi aux États-Unis par les effets ravageurs du chômage des années 1930 outre-Atlantique.

## **b) Origine théorique**

C'est la théorie des zones monétaires optimales de Robert Mundell, appelé parfois le *père intellectuel* de l'€, et de Ronald MacKinnon (1961-63). Selon ces auteurs, quatre conditions justifient qu'un groupe de pays aient intérêt à pratiquer entre eux des changes fixes et/ou à avoir une monnaie commune ou unique. 1<sup>re</sup> condition : une forte intégration commerciale ; bien respectée puisque les pays de l'Union européenne réalisent plus de 50 % de leurs échanges entre eux (on dit intra zone) ; et aussi pour les pays d'Europe centrale vis-à-vis de l'union européenne avec qui ils font environ 75 % de leurs échanges. 2<sup>e</sup> condition : que la zone soit plutôt fermée vis-à-vis de l'extérieur ; or, le commerce international de l'Union européenne atteint seulement 20 % de son PIB. 3<sup>e</sup> condition : que les chocs externes se répercutent de manière comparable entre les pays membres et que ces pays partagent une vision commune de la stabilité monétaire ; condition assez bien respectée, bien que la Péninsule ibérique soit plus sensible aux chocs en Amérique latine et l'Allemagne plus sensible à des chocs dans les pays de l'Est. 4<sup>e</sup> condition : que les facteurs de production (capital et travail) y circulent librement et soient mobiles ; cette dernière condition n'est pas vraiment remplie en Europe ; le capital y est plus mobile vis-à-vis du reste du monde, et le travail y reste peu mobile ; les obstacles évidents étant les langues et la protection sociale ou la réglementation du travail.

---

(4) de Silguy Y-T. (1998) : *L'€uro*, Livre de Poche, Coll. 'Références'.

R. Mundel a montré surtout qu'une monnaie commune permet d'atténuer les chocs externes comme la dévaluation de la monnaie d'un partenaire commercial important ou une guerre ; et aussi les chocs internes, tels des mouvements sociaux ou des grèves importantes. Les pays membres d'une union monétaire partagent leurs réserves de change et les risques grâce à la diversification des portefeuilles<sup>(5)</sup>. Alors que de tels chocs peuvent contraindre un pays à dévaluer sa monnaie nationale, comme le fit la France en 1969 après les événements de Mai 1968. Un tel pays voit alors croître sa dette extérieure et diminuer le pouvoir d'achat en biens étrangers de sa population. Au sein d'une union monétaire, les effets d'un tel choc sont dilués et supportés en partie par les partenaires, sans dévalorisation de la monnaie commune.

### c) Origines politiques

Pierre Werner<sup>(6)</sup> fut, par son rapport de 1970, le père politique de l'union monétaire. Des Européens visionnaires tels Valéry Giscard d'Estaing et Raymond Barre, derrière lui, firent acte de foi en l'avenir et en la solidité de la construction européenne. Le marché unique, instauré en 1992, fut doté d'une monnaie unique en 1999, stade important de l'approfondissement du processus européen dans une Union économique et monétaire appelée Zone euro (UEM, Z€). François Mitterrand a soutenu l'unité Allemande après la chute du Mur de Berlin en échange de l'engagement d'Helmut Kohl en faveur de la monnaie unique et de l'abandon du mark. Ces hommes, et à leur suite Jean-Claude Trichet, l'artisan en France puis à Francfort de notre monnaie, ou Yves-Thibault de Silguy à la Commission européenne, faisaient un pari audacieux : leur pays supporterait-il des années de contrainte dans l'espoir de renforcer la croissance potentielle future des économies européennes ?

De nombreux économistes américains comme européens, derrière le grand économiste Martin Feldstein et le président de la FED Alan Greenspan<sup>(7)</sup>, ne croyaient en effet pas possible de le gagner et en prédisaient l'échec de manière menaçante et parfois convaincante.

Le traité de Maastricht, ratifié en 1992-93 en est l'acte fondateur. Deux pays sur les 15 demandèrent alors une option leur permettant d'adopter la monnaie unique à une date ultérieure de leur choix (*Opting out option*) : le Royaume Uni et le Danemark (après référendum). Un pays, la Suède, refusa en 2003 par référendum d'adopter l'€ Les nouveaux pays membres d'Europe de l'Est ont en principe tous vocation à faire partie de la zone € lorsqu'ils en respecteront les conditions d'entrée (Critères de Maastricht reconduits) et prendront la décision de sauter le pas en abandonnant leur monnaie et en renonçant à toute politique monétaire autonome. Ils ne bénéficient en principe d'aucune option de non-adhésion, et peuvent seulement prolonger une situation d'attente. L'échéance semble devoir se situer au-delà de 2012 pour la plupart d'entre eux. Certains ne respectent pas les critères de stabilité et de convergence. Les plus grands (Pologne, Hongrie, Tchéquie) hésitent à renoncer à leur autonomie d'action en cas de choc externe pendant la phase de rattrapage. La Pologne envisage un référendum en 2009. Pour les petits pays, tels les pays Baltes, l'intérêt d'adhérer sans délai est plus évident.

---

(5) MacKinnon R. (2000) : « Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas », *Stanford Economics Working Paper*. Disponible sur [www.econ.stanford.edu](http://www.econ.stanford.edu)

Mundell R. (1961) : « A Theory of Optimal Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51.

Mundell R. (1973) : « A Plan for a European Currency » Conférence de Madrid, pp. 143-72 et « Uncommon Arguments for Common Currencies » pp. 114-32 in *The Economics of Common Currencies*, London, Allen & Unwin.

(6) *Rapport Werner* (1970) : Supplément du Bulletin 11 des Communautés européennes.

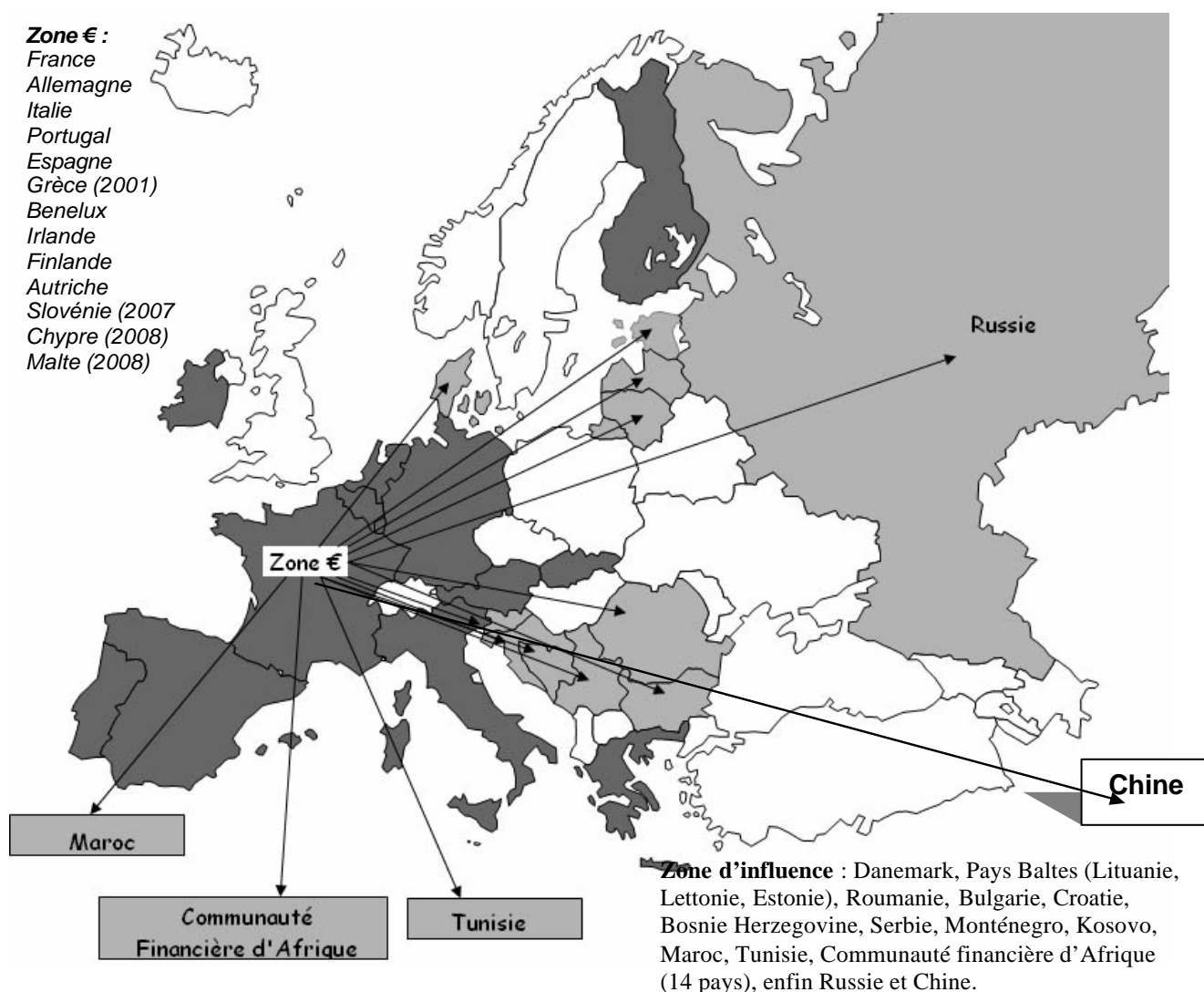
(7) Feldstein M. (2000) : *Europe Can't Handle the Euro*, Wall Street Journal, vol. 8, n° 2.

Greenspan A. (2007) : *Le temps des turbulences*, J-C. Lattès.

## 2. La monnaie des Européens

À tous égards, la nouvelle monnaie apparaît bien comme la monnaie des Européens et le symbole de l'intégration européenne. L'€ est en effet à la fois la monnaie unique de la zone € au sens strict, une zone formelle et organisée, et la monnaie commune d'une zone géographique européenne, informelle et diversifiée, de plus en plus large, qui comprend d'une part de nouveaux membres de l'Union européenne et d'autre part, aux marges de l'Union des pays du Nord ou du Sud, voire à l'Est de l'Union européenne, qui utilisent l'€ ou lient leur monnaie à lui par un taux de change fixe (ancrage monétaire) sans appartenir à la zone €. La carte ci-jointe illustre l'extension géographique de l'UEM et de sa zone d'influence. Le processus par lequel cette zone s'agrandit résulte à la fois de l'élargissement de l'Union européenne et de son influence commerciale et du libre choix des utilisateurs de l'€, sur les marchés ou par les pays proches (*Market Driven Process*).

**Graphique I-1. Carte de la zone euro**



Trois facteurs font toutefois de l'€ une monnaie à vocation internationale : a) la stabilité des prix dans la zone et sa crédibilité ; b) des marchés financiers intégrés et liquides ; c) une économie de grande dimension. En dehors de l'Union européenne, l'€ est ainsi offert à ses utilisateurs éventuels, entreprises, banques et États ; il est adopté librement par ceux qui le souhaitent. Cela se vérifie pour toutes les fonctions d'une monnaie : instrument des transactions commerciales, élément des patrimoines, monnaie d'émission de dette sur les marchés financiers, ancre monétaire pour des devises étrangères et monnaie d'intervention des banques centrales pour orienter le taux de change de leur devise. Sauf sur les marchés de matières premières.

Les tableaux I-2 et I-3 illustrent le rôle occupé aujourd'hui par l'€ et le \$ ou le yen dans ces différentes fonctions<sup>(8)</sup>. La plupart des pays de la zone € conduisent plus de la moitié de leur commerce extérieur en €; il en va ainsi pour les pays de l'UE n'appartenant pas à la zone entre eux et souvent dans leur commerce avec la zone géographique. Ces pays tirent grand profit de pouvoir emprunter sur le marché large, profond et liquide de la zone €. Les pays commerçant avec la zone, créanciers en € en particulier, empruntent de plus en plus en € pour équilibrer leur risque de change.

**Tableau I-2. Usages du dollar, de l'euro et du yen**

Fin 2006	dollar	euro	yen
Stock d'actions internationales	44 %	31,5 %	5,3 %
Obligations émises	50 %	47 %	<10 %
Change comptant	42 %	20 %	13 %
Dépôts OPEP	60 %	20 %	
Dépôts Russie	60 %	31 %	
Énergie, mat. 1 <sup>re</sup>	85-90 %	10-15 %	
Réserves change	64 %	25 %	3 %

Source : BCE, *The International Role of the Euro*, 2007, (chiffres arrondis).

**Tableau I-3. Monnaies de transaction du commerce international**

Monnaie	Zone € & UE	% export.	% import.	Asie	% export.	% import.
\$		30 %	30-38 %		75 %	66 %
€		55-57 %	51-57 %		9 %	7,5 %
£		5 %				
autres			5 %	Yen, autres	15 %	12 %

Source : BCE, idem.

L'€ est devenu d'emblée la 2<sup>e</sup> monnaie mondiale avec le \$. *The big two* : les deux grandes monnaies mondiales. Derrière le \$ certes, mais presque égalité avec lui pour les émissions (flux) d'actions et d'obligations. Les titres représentatifs de la dette internationale (stock) qui étaient libellés pour moitié en \$ le sont aujourd'hui à 43 % seulement ; la part des titres libellés en € ayant augmenté de 20 à 32 %. Le yen y participe pour 6 % seulement. Mais les détenteurs de titres en € sont surtout des Européens : 75 % des obligations détenues par les PECO sont en €; 55 % dans l'UE ; 25 % en Afrique ; moins de 20 % en Asie ou en Amérique latine. Les émissions en € augmentent cependant en Asie pour atteindre près de 30 %. Cette position reflète en fait celle de l'économie européenne dans le monde.

Dans les échanges internationaux hors zone €, l'€ domine dans la région européenne : presque 60 % des exportations et plus de 50 % des importations de la région. Sa progression comme monnaie de transaction du commerce international y est marquée et il est utilisé presque également par les membres de la zone € et les autres pays de l'Union européenne ; son rôle reste en revanche marginal dans les Amériques et en Asie. Il est peu utilisé, mais accepté partout comme monnaie véhiculaire (utilisée par des pays extérieurs commerçant avec d'autres zones). De petits pays ayant une monnaie peu reconnue dans le reste du monde et n'ayant pas de raison d'utiliser le \$ se servent de l'€ (Corée, Australie). Mais cet effet est marginal. Les touristes constatent que leurs € sont de plus en plus acceptés, voire désirés depuis qu'il est fort, en Inde, en Russie, en Argentine...

L'€ s'internationalise donc dans sa zone géographique. L'entrée éventuelle du Royaume-Uni dans la zone € qui réduirait mécaniquement son internationalisation (son commerce international devenant intra-zone), augmenterait beaucoup sa portée internationale à cause du rôle financier de la City de Londres.

(8) BCE : *The International Role of the Euro*, publication annuelle. Disponible sur [www.ecb.org](http://www.ecb.org)

Un fait demeure marquant : les transactions d'énergie, de matières premières et de certains biens industriels comme l'aéronautique, tous les marchés mondialisés de biens homogènes en fait, se nouent et se règlent presque exclusivement en \$; le \$ est d'autant plus utilisé que le commerce international porte sur des biens indifférenciés : matières premières et énergétiques. L'€ au contraire progresse sur les marchés de biens différenciés, élaborés, donc moins mondialisés.

La part de l'€ dans les réserves de change est difficile à apprécier car de nombreux pays ne déclarent pas la composition de leurs réserves au Fonds monétaire international. Les chiffres laissent penser qu'elle a augmenté de 18 à 25 % entre 1999 et 2007. Mais à la fois cette évolution résulte en partie de l'appréciation de l'€ et ce pourcentage semble se stabiliser. Son usage comme monnaie de réserve suit son adoption comme monnaie d'ancrage et donc d'intervention pour la politique de change.

L'€ est la monnaie d'ancrage d'environ 25 pays (40 y compris la zone CFA, Communauté financière d'Afrique). Il s'agit parfois de très petits pays (Croatie), voire de micro-états (Saint-Marin ou le Vatican).

Enfin, comme le \$, les billets € servent parfois de monnaie parallèle pour les citoyens doutant de leur propre monnaie : en Russie par exemple. Cette demande de billets passant la frontière se stabilise aussi et semble aujourd'hui satisfaite par les apports des touristes.

Dissipons les illusions de certains. L'€ n'a jamais été conçu pour concurrencer le \$ ni pour le supplanter comme monnaie mondiale. Les textes fondateurs ne confèrent à la BCE aucune mission de cette sorte et la BCE ne favorise ni n'entrave l'internationalisation de l'€ à ce jour. Il a bien été conçu pour être la monnaie des Européens, un instrument d'approfondissement du marché unique et tous les indices témoignent qu'il remplit actuellement ce rôle en étant la monnaie unique de la zone € et une monnaie commune dans l'Union européenne et progressivement dans ses « Marchés » géographiques (Afrique du Nord, Russie).

À ce jour, la diffusion de l'€ n'apparaît pas liée à l'instabilité ni à la faiblesse du \$; aucun parallélisme entre les deux ; la dynamique poussant à l'usage de l'€ doit être recherchée ailleurs. Un brusque effondrement du \$ pourrait modifier cette situation.

L'histoire nous rappelle enfin que les monnaies ayant joué un rôle international ont toujours été en nombre restreint. La géopolitique, la puissance et la zone commerciale couverte par une monnaie étant déterminantes : ainsi des monnaies de la Grèce antique, de Rome puis des Flandres. Les facteurs leur conférant cette position étant la puissance économique du pays d'origine, la largeur et la liquidité de ses marchés financiers et l'attrait qu'exerce une monnaie dans le reste du monde. Le tableau I-4 illustre la lenteur de ces évolutions à partir de la composition des réserves de change depuis 1900. La transition de la £ au \$ due aux deux guerres mondiales, puis du \$ à un système bipolaire ou coexistent \$ et € s'est faite dans les deux cas sur des dizaines d'années. Les guerres ou les crises de change jouant toujours le rôle de déclencheur. Mais on constate que si l'usage de l'€ reste circonscrit à la région Europe, la nouvelle monnaie est nettement plus utilisée que ne l'étaient le mark, le franc et la £ avant son apparition, plus encore par les pays en développement. Surtout, si les banques centrales des pays émergents et les marchés se mettaient à douter du \$ et à rechercher plus de sécurité ou de stabilité, une fuite devant le \$ consacrerait l'€ comme monnaie de placement de repli. Aucune autre ne serait disponible avant des décennies pour remplir ce rôle.

**Tableau I-4. Les réserves de change depuis 1900**

	1900	1930	1973	1987	2006 Ensemble	2006 PED <sup>(*)</sup>
£	65 %	57 %	6 %	2 %	4 %	< 1 %
\$	0	19 %	85 %	66 %	66 %	60 %
F	16 %	24 %	1 %	1 %	€25 %	€30 %
DM	15 %	0	7 %	13 %		
Y	0	0	0	7 %	3 %	3 %

Note : \* Pays en développement.

Sources : Eichengreen, BCE, Ixis.

### 3. L'Europe, une large zone de stabilité monétaire

La zone de stabilité engendrée par l'€ est en réalité plus large que la zone euro formelle car la plupart des pays proches ont rattaché d'une manière ou d'une autre leur monnaie à l'€ (voir l'encadré I-1). Toutes les formules coexistent. Quelques pays font partie d'un SME bis (ou Mécanisme de change 2; MC2) préparant leur entrée dans l'UEM : Danemark et Pays Baltes ; le taux de change de leur monnaie est fixe par rapport à l'€ avec une marge de fluctuation de +/- 15 % ; en réalité ce taux de change est parfaitement fixe. La Hongrie a pratiqué jusqu'à la crise financière de 2007-08 un flottement contrôlé, en fait un quasi-peg par rapport à l'€. La République Tchèque et la Roumanie ont choisi un flottement administré avec référence à l'€ : leur banque centrale intervient sur le marché des changes pour stabiliser le tolar et le ron vis-à-vis de l'euro. La Bulgarie, nouveau membre de l'Union, a opté pour le régime de la caisse d'émission (*Currency board*), émettant sa monnaie en fonction de ses réserves en € ; la Bosnie et l'Herzégovine de même. Des micro-états adoptent l'€ comme monnaie nationale sans appartenir à l'Union européenne (on parle en ce cas d'*euroisation*) : Kosovo et Monténégro. 14 pays d'Afrique de l'Ouest (ancienne zone CFA, Communauté financière d'Afrique) lient aujourd'hui leur monnaie à l'€ Enfin le Maroc, la Tunisie, la Libye et la Russie réfèrent leur monnaie à un panier de devises, dont l'€ en fonction de la structure de leurs échanges (40 % € ; 60 % \$ pour le rouble). La Chine fait de même.

Les nouveaux membres de l'Union européenne doivent en principe en adopter les acquis. Au rang desquels figure la monnaie unique. L'entrée progressive des pays de l'Est dans la zone € sera affaire d'opportunité et d'adhésion individuelle. Ces pays représentant un faible poids économique (7 % du PIB de l'Union) mais un fort poids démographique (30 %) et un potentiel de développement important par rapport à la zone actuelle. On sait ces pays déjà très intégrés à la zone € par leur commerce et depuis peu par leur cycle économique, corrélé avec le sien, surtout en Hongrie, en Pologne et en Slovaquie, mais aussi dans les pays baltes<sup>(9)</sup>. L'entrée des grands pays (Pologne, Hongrie) dans l'UEM est attendue avec impatience par les entreprises qui y voient un marché plein d'opportunités.

#### Encadré I-1. L'euro, monnaie d'ancrage

MC2 : Danemark (+/- 2,25 %), Estonie, Lettonie, Slovaquie, (+/- 15 %), Lituanie (+/- 1 %).

- parité fixe/€ : Hongrie, zone CFA, Roumanie, Croatie, Serbie...
- parité fixe/panier de monnaies : Maroc, Tunisie, Libye
- flottement administré/€ : République tchèque
- euroisation : Kosovo, Monténégro
- Currency board/euro : Estonie, Lituanie, Bulgarie, Bosnie, Herzégovine
- parité administrée par rapport à un panier comportant l'€ : Russie (40 % €) et Chine

La livre sterling, la couronne suédoise, le zloty polonais, flottent librement.

Source : ECB, *Annual Report*, 2005, [www.ecb.org](http://www.ecb.org)

(9) Fidrmuc J. et L. Korhonen, 2006 : *Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECs*. Disponible sur [www.euroframe/docs.2006](http://www.euroframe/docs.2006)

Alors, se demande-t-on, quel niveau de stabilité a-t-on atteint avec tous ces mécanismes ? On constate une grande stabilité de nombreuses monnaies de la zone géographique Europe par rapport à l'€ depuis 1999 : couronne danoise et monnaies baltes bien sûr. Les monnaies baltes sont parfaitement stables. Le zloty polonais et le forint hongrois restent dans un couloir de variation assez étroit depuis 1999 : 3,6 à 4,6 zloty/€ et 240 à 280 forint/€ ; le forint hongrois, longtemps sensible à l'incertitude politique, se stabilise peu à peu. Seule la couronne tchèque s'apprécie régulièrement, comme on peut l'attendre d'un pays en rattrapage rapide.

Le concept de zone € au sens large a donc aujourd'hui un sens. Cet ensemble a atteint un niveau remarquable de stabilité monétaire interne, l'inflation de transition du début des années 1990 dans les pays de l'Est étant résorbée, et externe, les taux de change de leurs monnaies variant peu par rapport à l'€ compte tenu des déséquilibres subis après la chute du communisme.

La grande surprise vient du franc suisse, du sterling et de la couronne suédoise, en principe flottants. Les graphiques ci-après révèlent une grande stabilité du taux de change des deux premières/€ depuis 2003 et de la troisième depuis 2001. La £ n'appartient donc pas à la zone \$ comme beaucoup le croient ; s'insérerait-elle de fait, comme le franc suisse, sans reconnaissance officielle, dans la zone € au sens large ? La banque centrale anglaise (BoE, *Bank of England*) et la BCE ont le même objectif d'inflation et l'intégration commerciale du Royaume Uni par rapport à la zone euro est forte. Le raisonnement tient pour la Suisse et pour la Suède, la première si proche de l'Union européenne, la seconde si intégrée par son commerce international.

Le rouble, quant à lui, se montre d'une surprenante stabilité par rapport à l'€ depuis 2003.

**Graphique I-2. Taux change euro/monnaies flottantes**



Source : FMI.

## Encadré I-2. Petit lexique

**Vehicle Currency** : Monnaie intermédiaire dans les opérations de change, au comptant (*spot*) et à terme (*forward*) ; utilisée par les pays ne commerçant pas avec la zone € ou en dehors de leur commerce avec la zone €.

**Invoice Currency** : Monnaie de cotation, de transaction, de dénomination des contrats, de facturation et de règlement ; monnaie servant d'échelle de prix internationaux ; donc d'échelle des prix relatifs.

**Anchor Currency** : monnaie ancre, ou de référence dans un régime de taux de change fixe avec parité fixe (*peg*).

**Reserve or Intervention Currency** : Monnaie de réserve ou d'intervention des banques centrales ; souvent la même que l'ancre.

## 4. Le dollar, monnaie mondiale

Autour du \$, monnaie des Américains, une vaste zone monétaire informelle s'est reconstituée depuis les crises de change de la fin des années 1990. Elle se compose de pays utilisant le \$ comme monnaie d'ancrage, de référence et de règlement du commerce international, de réserve et d'intervention. Cette zone comprend les Amériques centrale et du Sud, le Moyen orient, une grande partie de l'Asie et de l'Océanie. Les tableaux ci-dessus illustrent le rôle mondial du dollar en parallèle à celui de l'€. Certes, seules quelques monnaies restent officiellement liées au \$ : le \$ de Hong-Kong et la Roupie indienne, respectivement par une parité fixe et un flottement administré. Le Yuan (ou Renminbi, Monnaie du Peuple) chinois est lié à un panier de monnaies (\$, €, Yen, won et d'autres) avec une marge de fluctuation de +/- 3 % autour d'un cours pivot, lui-même réévalué chaque jour ; il s'agit en fait d'une parité glissante par rapport au panier. De petits pays d'Amérique centrale sont dollarisés (utilisant le dollar comme monnaie nationale).

On constate avec surprise que depuis les crises de change de 1997 en Asie du Sud-Est et 2001 en Amérique Latine, beaucoup de monnaies sont redevenues stables de fait par rapport au \$. En Asie : les roupies indonésienne et indienne, le dollar de Singapour. Le baht thaïlandais et le won coréen tendent à s'apprécier. Le ringgit de Malaisie, le peso des Philippines et le baht Thaïlandais sont en flottement géré ou ont un objectif de change effectif. En Amérique latine le real du Brésil retrouve son niveau du début des années 2000. Les monnaies du moyen Orient sont parfaitement ajustées sur le \$ : dinar jordanien ou riyal saoudien.

Deux raisons justifient ces liens plus ou moins étroits et volontaires avec le \$ parfois qualifiés de *Quasi Bretton Woods*. D'une part, l'importance de leur commerce avec les États-Unis ou avec d'autres pays de la zone \$. Mais surtout, en l'absence de monnaie dominante régionale, ancrer sa monnaies au \$ constitue pour un pays un moyen d'éviter la surenchère régionale au change et de stabiliser les monnaies de la zone entre elles selon les principes de Bretton Woods, sous une forme ou une autre (*peg*, glissant ou non, flottement administré). Cette raison semble importante tant en Amérique latine qu'en Asie.

En particulier, les banques centrales d'Asie, du Japon et de Chine surtout, sont intervenues massivement pour stabiliser leurs monnaies par rapport au \$ depuis l'après crise de 1997.

Le yuan chinois s'est un peu apprécié depuis son flottement administré qui pourrait constituer l'amorce d'une appréciation générale des monnaies asiatiques. Cette question sera abordée plus loin.

L'expérience a montré que ces stabilités obtenues avec des parités parfois arbitraires débouchent souvent sur de brutales et graves crises de change. En particulier à l'occasion des fluctuations accentuées du \$ ou d'une variation isolée de l'une d'entre elles remettant en cause les conditions régionales de compétitivité. Les crises dans le Sud-Est asiatique en 1997 furent en partie la conséquence de l'appréciation du dollar à partir de 1995 ; la crise du rouble russe en 1998 puis celle du peso argentin en 2001 proviennent de la contagion d'une zone à l'autre. On notera que l'Europe est restée protégée de ces crises et a connu à cette époque une forte croissance.

## 5. Un système monétaire international à deux pôles

Le SMI était multipolaire jusqu'à la naissance de l'€ Outre le \$, monnaie dominante depuis 1945, il comprenait des monnaies européennes (mark, £, franc français, franc suisse...) et le yen, toutes monnaies importantes et flottantes depuis l'éclatement du système de Bretton Woods. Depuis 1979 les monnaies du SME flottaient conjointement avec le mark allemand, tout en restant fixes entre elles, ou en subissant des ajustements périodiques.

D'aucuns ont longtemps vu le système monétaire international évoluer vers une triade : \$, mark et yen. L'apparition de l'€ l'a rendu bipolaire : 80 % des opérations internationales se faisant en \$ ou en € excepté sur les marchés de matières premières. Les monnaies historiques restantes se trouvent aujourd'hui marginalisées : £, franc suisse ou yen, qui interviennent chacune pour moins de 5 % des opérations (le yen étant plus présent dans le marché obligataire). Le yen a peu de chances de devenir la monnaie de référence de l'Asie émergente pour être la monnaie d'un pays à faible croissance potentielle, longtemps en déflation, parce que les pays d'Asie sont commercialement peu intégrés, et à cause des réticences héritées de la guerre chez ses voisins. Ce rôle pourrait revenir au yuan dans quelques décennies, compte tenu de la population (20 % de celle du Monde) et de la puissance économique potentielle de la Chine.

Cette bipolarité toutefois n'est pas symétrique. Le dollar étant la seule monnaie mondiale ; il exerce en de nombreux domaines une position de monopole. Aussi bien en Asie qu'en Amérique latine, sur les marchés de biens naturels (*commodities*) et de plus en plus de biens industriels comme l'aéronautique.

L'analyse théorique justifie cette évolution en faisant ressortir deux zones monétaires naturelles (au sens large) cohérentes à la fois par la structure des échanges commerciaux, les monnaies utilisées et les monnaies d'ancrage, par les mouvements de capitaux et les devises d'endettement selon A. Alesina et Robert J. Barro<sup>(10)</sup>. Dans la zone \$ : Canada, Mexique, Amérique centrale, une partie de l'Amérique du Sud (excluant Brésil & Argentine), une partie de l'Afrique du Sud, Hong Kong et Singapour. Tous pays où les prix des importations d'énergie et de matières premières sont insensibles au niveau du \$. L'Argentine aurait autant de raisons de rattacher sa monnaie à l'€ qu'au \$. L'Inde, l'Australie et la Nouvelle-Zélande n'auraient aucun pôle de rattachement naturel.

La zone d'influence naturelle de l'€ couvre l'Europe de l'Est, l'Afrique du Nord et de l'Ouest, la Suisse. Elle se compose surtout de petits pays européens ou Africains. Le Japon n'apparaît jamais comme zone naturelle d'ancrage monétaire et l'usage du yen n'est pas internationalisé. Enfin, l'Europe et l'Amérique du Nord ne présentent entre elles aucune des caractéristiques des zones monétaires optimales.

La Russie constitue un cas d'école intéressant par sa proximité géographique et sa dimension politique et économique. Le rouble a été successivement menacé de descente aux enfers par l'hyperinflation des années 1990 puis redoré par la hausse des prix de l'énergie depuis les années 2000. La première tentative de stabilisation de la monnaie russe, en 1995-97, a été recherchée par un ancrage au \$ pour le soutenir et a échoué. Depuis 2003, la banque centrale russe est intervenue au contraire pour limiter la tendance à l'appréciation du rouble en l'ancrant à un panier de monnaies de ses partenaires commerciaux. Un choix justifié par l'importance de son commerce avec la zone euro (35 % de ses échanges) et par le tourisme russe en Europe occidentale. En 2005, la banque centrale russe a choisi un panier composé de \$ et € comme référence journalière dans la gestion du taux de change du rouble. 45 % des réserves de change russes sont en € faisant de la Russie l'un des premiers détenteurs de réserves en € au monde. Bien que le rôle de l'€ s'accroisse ainsi en Russie, le \$ y reste toutefois dominant.

---

(10) Alesina A., R.J. Barro et S. Tenreyro (2002) : « Optimal Currency Areas », *Harvard Institute Research Working Paper*, n° 1958.

Que l'€ soit devenu d'emblée la deuxième monnaie mondiale se justifie par l'importance économique et commerciale de la zone qu'il couvre. Les deux zones monétaires ne sont toutefois pas symétriques.

La zone d'influence de l'€ a une faible croissance potentielle : 2 % aujourd'hui, 1,5 % peut-être à l'avenir si les objectifs ambitieux de Lisbonne ne sont pas atteints. Elle est peu peuplée et vieillissante. Il lui manque toujours une structure politique fédérale et une volonté commune. Elle ne couvre pas les marchés d'énergie et de matières premières. Enfin l'€ est rarement utilisé comme référence pour la formation des prix sur les marchés internationaux et jamais comme monnaie d'ancrage hors de l'Europe géographique.

La zone d'influence du \$ comporte les États-Unis, dont la croissance potentielle est supérieure à 3 %, et les pays émergents, jeunes, très peuplés, dont la croissance, parfois comprise entre 5 et 10 %, est la plus dynamique et qui jouent aujourd'hui un rôle majeur dans l'économie mondiale ; enfin le \$ est la principale monnaie d'ancrage des grands pays émergents, la monnaie dans laquelle s'expriment les prix relatifs des biens naturels et de nombreux produits industriels et dans laquelle se détermine la concurrence au niveau international. Le \$ bénéficie par là d'un important effet de réseau : chacun l'utilise car l'autre l'utilise aussi. Il est la principale monnaie intermédiaire dans les opérations de change (*vehicle currency*) ; un brésilien important d'Inde transformera son real en \$ avant d'échanger ces \$ contre de la roupie pour régler sa dette. Ainsi le \$ est présent dans 90 % des opérations de change, contre 50 % pour l'€ et 20 % pour la livre et le yen, ces pourcentages étant stables.

## Chapitre II

# Euro faible ou fort ?

Les pays de la zone € vivent dorénavant sous un nouveau régime de change : flottant pour les échanges extra zone, mais fixe pour les échanges intra zone. Soit près de 30 % du commerce mondial si on y inclus le commerce à l'intérieur de l'Europe et 17 % du commerce international mondial si on l'exclue, mis à l'abri du risque de change ; reste 10 % du commerce extérieur mondial, dont une grande partie dans la zone Europe au sens large, soumis au flottement de l'€, le commerce de l'Europe représentant près de 40 % du commerce international total. Une situation historique et nouvelle entre pays souverains. La zone tire les avantages de la fixité à l'intérieur, avec sa monnaie unique, mais découvre les mécanismes du flottement de sa monnaie vis-à-vis de l'extérieur.

L'instabilité entre les deux grandes monnaies, \$ et € ou monnaies européennes, a diminué entre 1999 et 2007 au contraire d'une opinion assez répandue. L'amplitude des variations du taux de change monnaies européennes/\$ s'est réduite ainsi que la volatilité à court terme de ce taux. C'est la sensibilité à ce risque, sa perception, qui a augmenté, plus que le risque lui-même qui a toujours existé. Les canaux d'information comme la presse financière ou les banques de données focalisent maintenant l'attention sur le change €/\$ alors qu'ils la concentraient autrefois sur le change franc/mark, oubliant la forte instabilité du change franc/\$.

Les pays membres de la zone € ont atteint la double stabilité monétaire interne et externe : finie l'inflation, finies les crises de change, finie la spéculation contre les monnaies faibles (franc, lire, *peseta*). Les chocs de change sont communs. Mais les Européens découvrent l'instabilité externe du nouvel € vis-à-vis du dollar : celle du taux de change de l'€ ; et ce d'autant plus que la création de l'€ coïncide avec la brutale internationalisation des grandes firmes européennes.

## 1. Une nouvelle perception du risque de change

La perception des crises de change et de l'instabilité monétaire s'est déplacée. Avant l'€, ces chocs étaient internes à l'Union européenne et brutaux puisqu'il s'agissait de dévaluations et réévaluations. Ils touchaient des pays beaucoup plus ouverts au commerce international à titre individuel. Le sens des ajustements était prévisible : dévaluations du franc, £, lire, *peseta*, escudo... par exemple pour certaines en 1992-93 ; réévaluations du mark, franc belge, florin néerlandais. Seuls les pays de la zone mark (marges réduites de fluctuation au sein du SME) en étaient protégés : Allemagne, Benelux et Autriche. La formule favorisait la spéculation puisque l'espérance mathématique de gain du spéculateur (l'ampleur moyenne d'une dévaluation ou réévaluation) était supérieure au risque de perte (l'ampleur de la fluctuation autorisée autour de la parité définie dans le SME). L'objectif en la matière était la stabilité du change à l'intérieur du SME. Là résidant la vertu, chacun raisonnait en termes de stabilité du change. Les Européens

pouvaient avoir l'impression de maîtriser ces ajustements de parité puisqu'ils en décidaient en commun à l'intérieur du SME.

Aujourd'hui notre monnaie nationale, l'€ flottant, les variations du change sont lentes, leur orientation paraît imprévisible, elles sont souvent déclenchées par des facteurs externes ou par la politique d'États extérieurs à la zone € (États-Unis, Japon, Chine, Sud Est Asiatique...) et dominées par la situation du \$. Les Européens peuvent avoir le sentiment que les facteurs déclenchant l'instabilité des changes sont hors de leur portée et hors de contrôle, donc souffrir d'impuissance. Ce sentiment, très fort en France, n'est toutefois pas partagé par les Allemands.

En réalité, la situation n'est pas aussi nouvelle qu'il y paraît. Il y avait bien une vie avant l'€! Le mark, monnaie de référence du SME, flottait en effet déjà par rapport au \$, entraînant à sa suite les autres monnaies du SME. Mais on le percevait moins jusqu'aux années 2000 pour trois raisons :

- le taux de change de la monnaie nationale, exprimé autrefois par rapport au mark et à d'autres monnaies européennes, est surtout présenté aujourd'hui par rapport au \$ ;
- le commerce international avec des pays liant leur monnaie au \$ a brutalement augmenté avec la mondialisation. Ainsi les industriels s'intéressent-ils de plus en plus à ce qui se passe dans la zone \$ ;
- les prix des matières premières, dont l'explosion récente attire toutes les attentions, s'expriment en \$ et doivent donc être transcrits en €

Le taux de change €/\$ focalise donc l'attention et il est par nature instable. Or de nombreux Français et commentateurs pensent encore en termes de fixité du taux de change : on y voit la vertu et la norme, comme aux temps de la fixité par rapport au dollar (Bretton Woods, 1944-1973) puis au mark (SME, 1979-1999). L'€ est crédible mais instable car flottant et les Français comprennent difficilement la logique et les conséquences du régime flottant de leur nouvelle monnaie vis-à-vis de l'extérieur de la zone.

Au final, l'€ se révèle une monnaie plus stable sur le marché des changes que ne l'étaient le mark et surtout le franc, avec un moindre volatilité en dépit des apparences. Un point essentiel à illustrer.

## 2. Le yo-yo dollar/euro

Le taux de change euro/dollar est ainsi devenu un prix mondial majeur entre les deux monnaies dominant les deux zones économique et monétaire. Mais les deux monnaies flottent. Or une monnaie flottante est par nature instable.

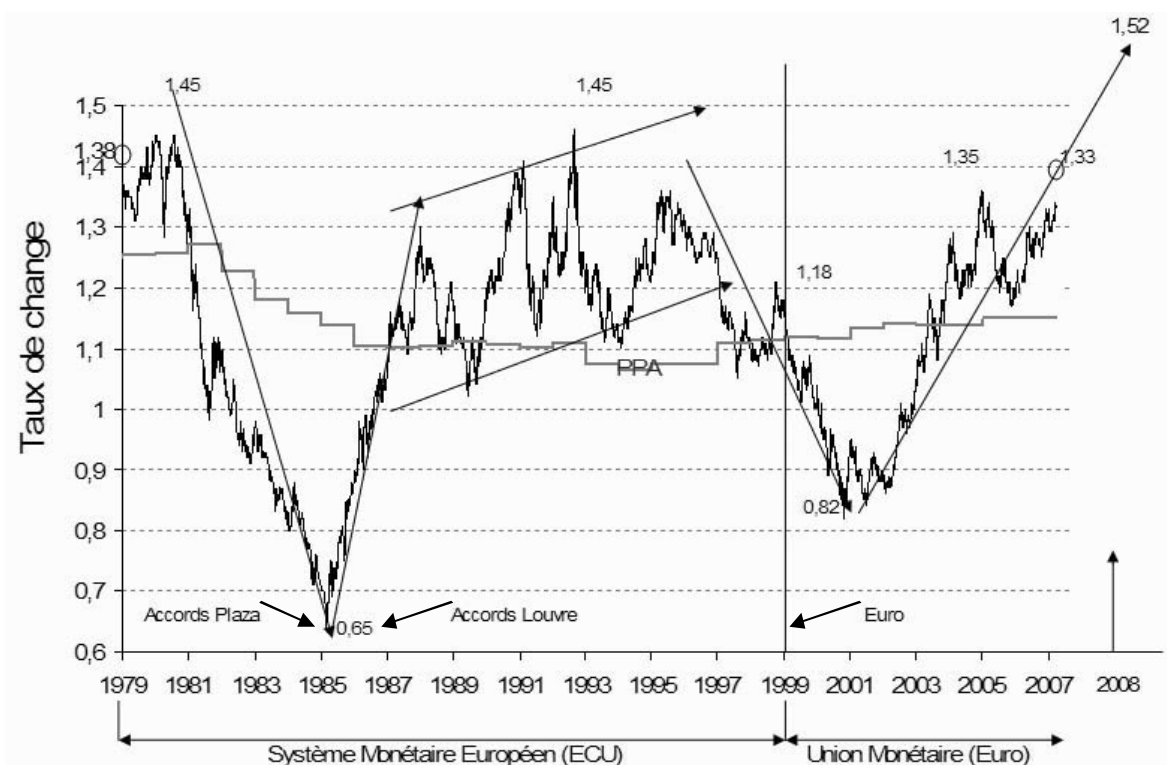
Euro et dollar sont comme sur les **deux plateaux d'une balance** : quand l'un s'apprécie sur les marchés des changes, l'autre se déprécie, et *vice versa*. Et l'un étant le dollar qui mène la danse en fonction de la situation macro économique et de la politique monétaire et budgétaire américaines à long terme. L'instabilité de l'€ provient en effet de ce qu'il subit, en sens opposé, comme dans un miroir, les variations du dollar. Or, depuis la fin du régime de Bretton Woods, où il flotte, le dollar connaît des fluctuations de grande amplitude et à moyen terme autour de sa parité de pouvoir d'achat (Ppa) ou de sa valeur moyenne à long terme comme l'illustre le graphique II-1. Sur ce graphique on lit les variations de l'écu du SME puis de l'euro par rapport au \$ ; une courbe ascendante signifiant que l'€ s'apprécie alors que le \$ se déprécie et *vice versa*. Le taux de change à parité de pouvoir d'achat y apparaît à titre de référence. Le graphique est saisissant. Chacun devrait le garder en mémoire.

Les variations entre € et \$ sont liées soit à des chocs externes, tels les chocs pétroliers ou l'éclatement d'une bulle financière, soit aux politiques économiques menées sur les deux continents. En particulier, la combinaison d'une politique monétaire anti-inflationniste et d'une politique budgétaire expansive, qui toutes deux font augmenter les taux d'intérêt du pays concerné, apparaît plusieurs fois comme un facteur déterminant de l'instabilité majeure du change entre le \$ et les monnaies européennes.

## Encadré II-1. Euro synthétique, Ecu ou mark ?

Comment représenter le taux de change entre les monnaies européennes et le \$ à long terme ? Trois solutions s'offrent : a) Construire le taux de change d'un €synthétique, conforme à la pondération des monnaies des pays ayant adopté l'€ au moment de sa création. b) Utiliser le taux de change de l'écu (*European Currency Unit*) du SME ; deux monnaies y figuraient, qui n'entrèrent pas dans l'€: £ et couronne danoise ; deux monnaies n'y figuraient pas, qui entrèrent dans l'€: shilling autrichien et markka finlandaise. Ainsi, euro et écu sont des monnaies un peu différentes. c) Utiliser le taux de change du mark ; cette monnaie présente le même degré de stabilité que l'€ ; mais cela entraîne un biais d'appréciation par rapport au \$ en raison des nombreux ajustements à la hausse du mark ou à la baisse de plusieurs monnaies du SME (£, lire, peseta...) jusqu'en 1986. À partir du milieu des années 1980, l'évolution de l'écu ou de l'euro synthétique suit celle du mark allemand. On a choisi ici la solution de l'écu ; un graphique avec euro synthétique sera présenté au chapitre III.

Graphique II-1. Le taux de change nominal écu-euro/dollar depuis 1980



Source : FMI.

La lecture du graphique fait apparaître les évolutions suivantes :

- de 1981 à 1985 le \$ s'apprécie par effet normal de la combinaison de la politique monétaire anti-inflationniste menée par Paul Volker à la Fed et de la politique budgétaire expansive menée par Ronald Reagan. Cet épisode est d'une ampleur exceptionnelle. Il suit l'introduction des politiques anti-inflationnistes quantitatives destinées à résorber l'inflation née des chocs pétroliers de 1973 et 1979, qui ont brutalement et fortement poussé à la hausse les taux d'intérêt américains, donc attiré les capitaux aux États-Unis et fait s'apprécier le \$ ;
- de 1985 à 1991, le \$ se déprécie, après les accords du Plaza, pour résorber le déficit commercial américain (- 3 % à l'époque) ; puis les monnaies européennes à leur tour s'apprécient, entraînées à la hausse par le mark à partir de 1991, à cause de la politique

monétaire anti-inflationniste de la banque centrale allemande combinée avec la politique budgétaire très expansive due à la réunification, le déficit budgétaire allemand ayant atteint - 4 % du PIB ;

- de 1995 à 2001, le \$ s'apprécie à nouveau sous l'influence d'une politique anti-inflationniste et de la bulle boursière qui attire les capitaux aux Etats-Unis ;
- depuis 2002 le dollar est entré dans une nouvelle phase de baisse, tempérée par un certain plateau entre 2004 et 2006, avant de poursuivre sa dépréciation, accélérée par la crise des financières. Il a atteint son plus bas historique en mars 2008.

Les accords du Louvre, en 1987, destinés à stabiliser le taux de change entre les grandes monnaies, ont engendré une notable stabilité du change avec un \$ légèrement sous-évalué, ou des monnaies européennes un peu surévaluées par rapport à la Parité de pouvoir d'achat entre 1987 et 1997, soit une période assez longue. C'est la seule tentative de coopération systématique et de politique de change entre les deux continents

L'amplitude de la variation du taux de change \$/monnaies européennes va du simple au double : de 1,45 écu/dollar en 1981 à 0,65 en 1985 ; de 1,45 à nouveau en 1993 à 0,83 €dollar au plus bas en 2001 ; de 1,36 en 2005 à 1,33 au début de 2007 pour dépasser le seuil symbolique de 1,5 \$ au début de l'année 2008. Un véritable yo-yo. Rappelons nous : le dollar a valu 4 francs puis 11 francs ! De longues périodes de stabilité relative pouvant se présenter.

### 3. Les fées autour du berceau de l'euro

L'€ fut introduit dans un environnement de chocs successifs : suites des crises de change en Asie, en Amérique latine et en Russie à la fin des années 1990 ; bulles boursières éclatant en 2000 puis bulles immobilières se formant à partir de 2002 pour éclater en 2007 ; hausse, puis baisse, enfin envolée des prix du pétrole passé en cinq ans de moins de 15\$ à 110\$ le baril ; attentats aux États-Unis en 2001 puis guerre en Irak en 2003 ; émergence de la Chine comme puissance démographique, économique et financière mondiale majeure au début des années 2000 ; affirmation d'un nouveau mode de développement orienté vers les exportations en Asie à l'abri de monnaies sous-évaluées et de politiques actives de change... Enfin crise financière de l'été 2007. La naissance de la monnaie européenne fut entourée par de bonnes fées et d'autres malignes. La plupart des analystes s'attendaient à ce que l'€ soit une monnaie demandée, donc forte. Il en alla différemment.

L'€ est né à 1,17 dollar, au milieu d'une phase de hausse du dollar. Il s'est déprécié de -30 % entre 1999 et 2001, puis, après une année de relative stabilité, il s'est apprécié de + 80 % entre 2002 et 2008, parcourant un cycle entier par rapport à la norme historique. Le voir 1,50 dollar n'est donc pas surprenant. Les commentateurs et les politiques perçoivent mal combien cette variabilité reste dans la continuité de l'évolution historique.

Nul en effet ne peut comprendre la dépréciation initiale de l'€ sans se rappeler qu'il naît, en 1999, certes proche de son taux de change d'équilibre, 1,1 \$ à l'époque, mais au milieu d'un cycle de hausse du \$, et que sa baisse s'inscrit donc dans celle, générale, des monnaies européennes par rapport au \$ depuis 1995. La politique monétaire anti-inflationniste préventive menée par Alan Greenspan depuis 1996 provoque alors une différence de taux d'intérêt au profit des États-Unis (1996 à 2001). La bulle des Techniques de l'information et de la communication sur la bourse américaine Nasdaq attire les capitaux ; l'internationalisation et les opérations de fusions et acquisitions des entreprises européennes aux USA alimentent en plus un flux de capitaux qui se placent aux États-Unis. Tous facteurs favorables au \$ jusqu'à l'éclatement de la bulle financière en 2000.

Deux causes exceptionnelles se révèlent en outre avoir nourri la baisse de l'€ :

- d'abord l'effet mécanique de la restructuration des portefeuilles d'assurances ou d'entreprises européennes ayant des règles de détention d'actifs liquides en devises ;

leurs avoirs en mark étant devenus € donc pour eux monnaie nationale, pour reconstituer des avoirs en devises, elles ont acheté des \$, faisant baisser ainsi la demande d'€ par rapport à la demande antérieure en mark. Cet effet ne se reproduira pas à grande échelle (*one shot*) ;

- ensuite une certaine méfiance, un attentisme vis-à-vis de la fiabilité de l'€ a incité des opérateurs à rester placés en \$ pendant quelques années.

Les analyses de la BCE démontrent que ni la différence de productivité entre les deux continents, ni les différences de taux d'intérêt à court ou à long terme, ni les dépenses publiques, facteurs ayant tous joué un rôle marginal, ne suffisent à expliquer la baisse de l'€ après sa création, et confirment donc la prédominance du rôle autonome du \$, ou des mouvements de capitaux, enfin des effets psychologiques<sup>(11)</sup>. L'€ s'est déprécié plus que ne le justifiaient les facteurs fondamentaux selon toutes les études disponibles<sup>(12)</sup>, nourrissant les inquiétudes des agents économiques, des milieux financiers et des banques centrales qui ont décidé d'intervenir pour inverser les anticipations et le mouvement de yo-yo du taux de change. L'intervention concertée des Banques centrales en septembre 2000, *Bank of Japan*, Banque du Canada, *Bank of England*, FED & BCE, a inversé le balancier et fait reprendre des couleurs à l'€

#### 4. Euro fort ou faible, dollar faible ou fort ?

L'€ a donc surpris par sa faiblesse pendant les deux années suivant sa naissance ; il inquiète aujourd'hui par sa force.

Une monnaie est considérée comme forte si son pouvoir d'achat ne se déprécie pas ; dans une économie fermée on en juge par son pouvoir d'achat interne ; dans une économie ouverte, son pouvoir d'achat externe doit aussi être pris en considération.

Aussi incompréhensible que cela puisse paraître, des deux côtés de l'Atlantique on entend revendiquer régulièrement une monnaie forte ! John Snow, secrétaire d'État américain au Trésor affirmait dans la lignée de tous ses prédécesseurs : « La politique des États-Unis reste la politique d'un \$ fort ». Son successeur actuel Henry Paulson renchérit : « Un dollar fort est dans l'intérêt des États-Unis ». Le Président de la BCE, Jean-Claude Trichet, quant à lui, a promis aux Européens : « Un euro stable, fort et crédible ». Crédible oui certes ; mais fort et stable ensemble paraît peu probable. Bizarrement, les Américains et les Européens déclarent ainsi tous les deux souhaiter une monnaie *forte*. Il faut entendre par là *crédible*, c'est-à-dire attractive par son pouvoir d'achat interne, mais fluctuante sur le marché des changes, donc ni forte ni stable dans l'absolu si l'on tient compte de son pouvoir d'achat externe. Crédible suffit. *En ce sens* l'euro est fort. Mais il faut savoir aussi que cela veut dire *fluctuant*. On l'entend rarement ainsi en France. L'euro a toutes chances d'être alternativement fort et faible à l'avenir.

L'attitude des commentateurs est tout aussi ambivalente, surtout dans notre pays. Quand l'€ baissait, les politiques, vexés, faisaient grise mine alors que les industriels exportateurs se frottaient les mains en silence ; quand il s'apprécie, l'inverse se produit ; on se rassure d'avoir une monnaie reconnue et estimée par le reste du monde, mais la voix des exportateurs, inquiets pour leur compétitivité, sait alors se faire entendre. L'industrie française avait ainsi retrouvé les délices de la dévaluation compétitive entre 1995 et 2001, qu'elle pratiquait autrefois vis-à-vis des autres européens, vis-à-vis du dollar puisque le taux de change effectif réel de l'€ a baissé de 17 % au cours de cette période, avant de remonter d'autant entre 2002 et 2005. Elle ne doit pas anticiper que cela dure. Les martyrs ont changé : autrefois les exportateurs vers l'Europe, aujourd'hui les

---

(11) Schnatz B. et alii (2003) : « Productivity and the ('Synthetic') Euro-Dollar Exchange Rate », *ECB Working Paper*, n° 225.

(12) Clostermann J. et B. Schnatz : « The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate », *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n° 2/00.

BCE (2002) : « Economic Fundamentals and the Exchange Rate of the Euro », *Monthly Bulletin*, n° 01-2002.

exportateurs vers les États-Unis ou facturant en dollar, comme Airbus. Les premiers sont plus nombreux que les seconds puisque nous faisons 50 % de notre commerce extérieur avec la zone € et plus de 65 % avec l'Union européenne. Nous y gagnons donc en moyenne, mais les gagnants et les perdants ne sont pas les mêmes.

L'attention se focalise sur le change €/\$ du marché ; cette attitude est trompeuse. En effet, pour les échanges de la zone €, les autres monnaies d'Europe et celles d'Afrique jouent un rôle important dans le taux de change effectif. Pour les échanges américains, les monnaies d'Asie et d'Amérique latine comptent plus.

## 5. Une situation plus stable

Pour les économies et les citoyens d'Europe, la monnaie est aujourd'hui beaucoup moins fluctuante qu'avant l'UEM pour deux raisons. a) L'instabilité a disparu à l'intérieur de la zone € b) Et si l'€ reste flexible par rapport au \$, à la £, au yen, l'amplitude de ses fluctuations et sa volatilité ont diminué aussi bien à moyen qu'à court terme. Beaucoup prédisaient l'inverse. Au niveau global, l'instabilité externe de la monnaie s'apprécie en observant le taux de change effectif de la monnaie, c'est-à-dire son taux de change moyen par rapport aux autres devises pondéré par le volume des échanges et tenant compte de la pression concurrentielle exercée dans chaque autre monnaie. Le graphique après présente le taux de change effectif réel de l'€ et du \$ depuis 1999. On constate qu'il est moins instable que le taux du marché puisqu'il reflète l'importance des échanges avec chaque zone et chaque monnaie dominante dans cette zone ;

### Encadré II-2. Taux de change effectifs et pondérations

**Définition :** Le taux de change effectif est un taux de change moyen pondéré par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux, la pondération étant proportionnelle au volume des importations et au double de celui des exportations pour tenir compte de l'effet concurrentiel des pays tiers sur les marchés étrangers (concurrence des producteurs du pays et des autres exportateurs, dit effet tiers). La pondération décrit l'impact du commerce extérieur. Ainsi, la pondération des États-Unis sur le marché allemand va tenir compte du poids de l'Allemagne dans les exportations françaises et du poids des États-Unis dans les importations allemandes. Plus le premier et le second sont élevés, plus le poids pour la France de la concurrence américaine sur le marché allemand est important. Le poids du \$ est la somme de ces poids élémentaires sur chaque marché. D'où le terme de double pondération donné à ce mode de calcul. Le tableau ci-dessous décrit les pondérations utilisées par les trois banques centrales pour calculer leurs taux de change effectifs.

En divisant le taux de change effectif nominal par un indice de prix relatif ou de hausses de salaires relatif, on obtient un taux de change effectif réel, indice de compétitivité surtout significatif à long terme.

#### Pondérations incorporées dans les taux de change effectifs, 2007

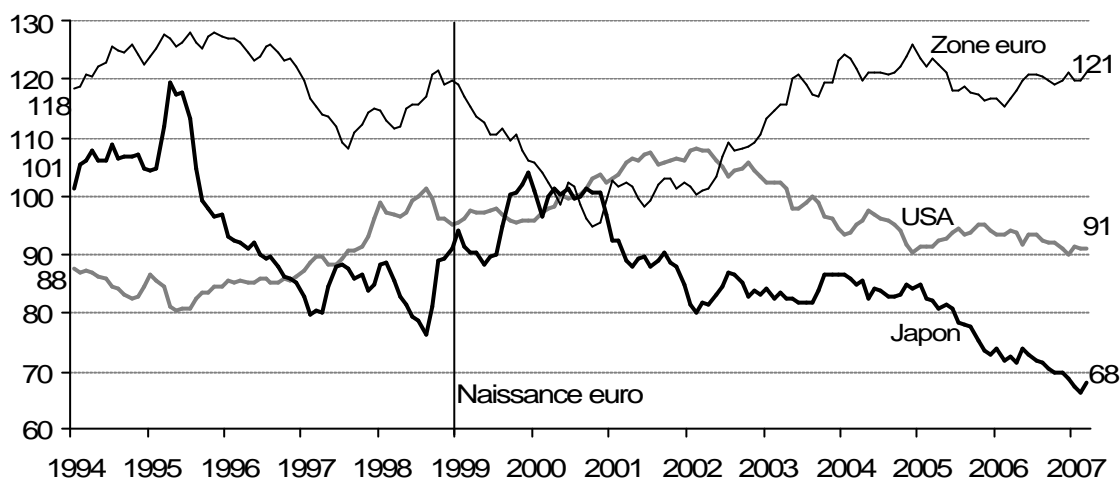
BCE : €	FED : \$	BoJ : yen
USA .....23,7,3 %	Zone €.....17,6 %	Zone €.....14 %
UK.....20,8 %	Canada.....16,5 %	USA .....13,2 %
Japon.....10,47 %	Chine.....15,1 %	Taiwan .....8 %
Chine.....7,2 %	Mexique.....9,6 %	Corée S .....7 %
Suisse.....7 %	Japon.....9,5 %	Chine.....7 %
Suède .....5 %	UK .....4,5 %	Hong-K.....6 %
Peco.....12 %	Taiwan .....2,5 %	Singapour.....5 %

Sources : FED, BCE, BoJ.

Le même phénomène se produit pour le dollar en raison du rattachement de fait de nombreuses monnaies au \$. Vu de France, l'instabilité du change a fortement diminué, surtout en termes réels.

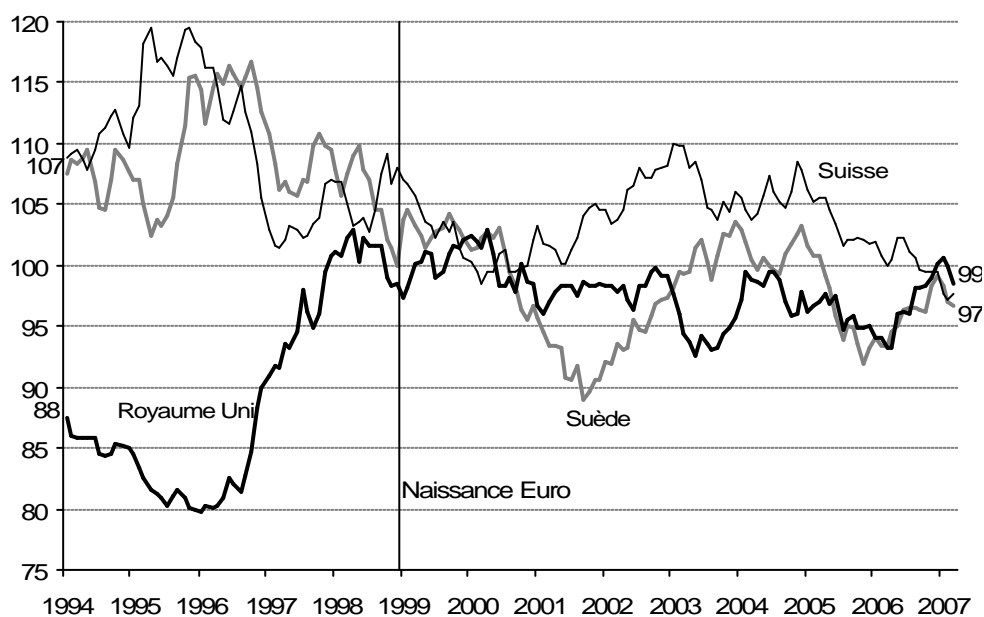
Le graphique II-2 montre que si le taux de change effectif nominal de l'€ s'est apprécié depuis 2002 (d'où perte apparente de compétitivité), alors que celui du \$ se dépréciait (d'où gain de compétitivité), en termes réels, pour la zone euro, le taux de change effectif réel est stable depuis 2003 et a retrouvé son niveau du milieu des années 1990 et de la naissance de l'euro. À long terme, la compétitivité de notre zone apparaît stable, une fois effacés les effets des quasi dévaluation puis réévaluation ayant suivi la naissance de l'€ Raison pour laquelle le FMI estime le taux de change de l'€ encore normal autour de 1,35 \$. En revanche, les États-Unis gagnent nettement en compétitivité depuis 2002, revenant eux aussi au niveau du milieu des années 1990. Le taux de change effectif du Japon, quant à lui, n'a jamais été aussi bas depuis un quart de siècle, la baisse s'accroissant depuis 2000. Le graphique II-3 fait apparaître la nouvelle et surprenante stabilité du change effectif réel dans les trois pays européens hors zone euro, Royaume-Uni, Suisse et Suède, depuis 1999.

**Graphique II-2. Taux de change effectif réel de l'euro, du dollar et du yen depuis 1994**



Source : FMI.

**Graphique II-3. Taux de change effectif réel de la livre sterling, du franc suisse et de la couronne suédoise depuis 1994.**



Source : FMI.

## 6. Des perspectives incertaines pour l'euro

Les caractéristiques propres à l'Europe ne laissent présager ni un €fort ni un €faible à moyen ou long terme.

### **a) Plusieurs facteurs tendraient plutôt à entraîner une dévalorisation de l'euro à long terme**

La productivité européenne restera longtemps en retard par rapport à celle des États-Unis dans la mesure où les objectifs de Lisbonne tardent à être respectés dans les grands pays européens et où notre continent souffre d'un retard dans son niveau de recherche et développement.

La dépense publique y reste élevée même si la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance et les efforts de certains pays tendent à la modérer. Le déficit public de l'ensemble de la zone reste sous contrôle grâce aux efforts de nombreux pays et récemment au retour de la croissance en Allemagne : -1 % du PIB de la zone au début de 2008. Mais ce succès doit être tempéré : dans ces estimations officielles actuelles la dette implicite des régimes de retraite n'est pas prise en compte. Or elle est beaucoup plus importante en Europe qu'aux États-Unis et constitue une menace pour la croissance européenne.

La rentabilité des créances de la zone € sur le reste du monde apparaît largement inférieure au coût de son endettement, provoquant une sortie régulière de capitaux qui accroît l'endettement total de la zone.

### **b) En revanche, trois facteurs extérieurs pourraient provoquer une appréciation à court ou moyen terme de l'euro**

La balance des paiements de la zone euro est équilibrée, +0,1 % du PIB au début de 2008, et sa balance commerciale excédentaire. Il n'apparaît pas de déséquilibre structurel des paiements extérieurs.

Une gestion diversifiée des réserves de change asiatiques ou russes dont la valeur est menacée par la dévalorisation du \$ pourrait nourrir un courant durable d'entrées de capitaux se plaçant en € Autant qu'on le sache, ces réserves sont constituées pour 60 % de \$ et souvent placées à des taux d'intérêt peu rémunérateurs en bons du Trésor américains.

Surtout, plusieurs pays, dont la Chine en 2007, ont créé des Agences d'investissement ou confié à des agences privées la gestion d'une partie de leurs réserves pour les faire fructifier. Par ordre d'importance : aux Émirats arabes unis l'Autorité d'investissement d'Abu Dhabi (*Abu Dhabi Investment Authority*) ; au Koweït le Fonds de réserves pour les générations futures (*Reserve Fund for Future Generations*) ; en Chine le Fonds d'investissement (*China Investment Corporation*), en partie confié pour sa gestion au fonds américain Blackstone ; en Libye le Fonds de réserve pétrolier (*Oil Reserve Fund*)... Ces fonds détiennent près de 3000 milliards de dollars. Les modèles de gestion de telles réserves montrent que les placements en € et autres monnaies européennes ou en yen pourraient alors augmenter sensiblement au détriment du \$. Les Russes ont déjà augmenté leurs réserves en €<sup>(13)</sup>. Cette recomposition accompagnerait en toute logique le choix d'un panier de monnaies, dont l'€ comme monnaie de référence par certains pays, à l'image de la Chine.

Une exacerbation des tensions entre les grandes Nations émergentes ou certains pays pétroliers comme le Venezuela, les pays Arabes ou l'Iran et les États-Unis pourrait inciter ces pays à détenir une part plus importante de leurs avoirs en Europe. Ainsi étaient nés les **pétrodollars** dans les années 1970. L'Iran par exemple a évoqué cette éventualité sans passer à l'acte à ce jour.

Enfin une défiance à l'égard du \$ de la part des détenteurs de capitaux privés et une remontée des taux d'intérêt. La course à la sécurité poussant alors les gestionnaires de fonds à accroître leurs placements en Europe.

---

(13) Papaioannou E., R. Portes et G. Siourounis (2006) : « Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact for the Euro and the Prospects for the Dollar », *NBER Working Papers*, n° 12333.

## Chapitre III

# Existe-t-il un taux de change d'équilibre ?

Existe-t-il un taux de change optimal, c'est-à-dire justifié par les données économiques fondamentales, ou un taux de change d'équilibre, c'est-à-dire stable, entre les devises, entre le \$ et l'€ en particulier ? Question lancinante qui taraude théoriciens et praticiens, depuis le flottement des monnaies en 1973, à la recherche de ce paradis aussi désiré qu'inaccessible où les marchés fixeraient le juste taux d'équilibre et s'y tiendraient.

### 1. À long terme, la Ppa domine le change

Toute analyse à long terme commence par l'examen de la Ppa (Parité de pouvoir d'achat ; *Purchasing power parity*). La théorie de la Ppa due à Gustav Cassel au début du XX<sup>e</sup> siècle énonce que le taux de change nominal entre deux monnaies varie en proportion du niveau des prix, donc du pouvoir d'achat, entre l'une et l'autre. Dans des économies de plus en plus ouvertes, elle reflète le niveau des prix relatifs et l'influence des opérations de change liées au haut de la balance des paiements, donc surtout à sa composante commerciale. Elle signifie qu'à l'horizon des délais d'ajustement sur les marchés des changes, le taux de change €/\$ doit rendre égal le pouvoir d'acheter un même panier de biens et services avec un € ou un \$ de part et d'autre de l'Atlantique. Le taux de change d'une monnaie dont le pouvoir d'achat est miné par l'inflation se dépréciera et *vice versa*. Le taux de change à Ppa entre l'une et l'autre étant égal au taux nominal du marché multiplié par l'indice de prix de l'une et divisé par celui de l'autre. Le taux de change réel doit ainsi rester stable sous réserve des délais d'ajustement. Le taux de change du marché fluctuant à court et moyen terme, mais étant dominé à long terme par la Ppa.

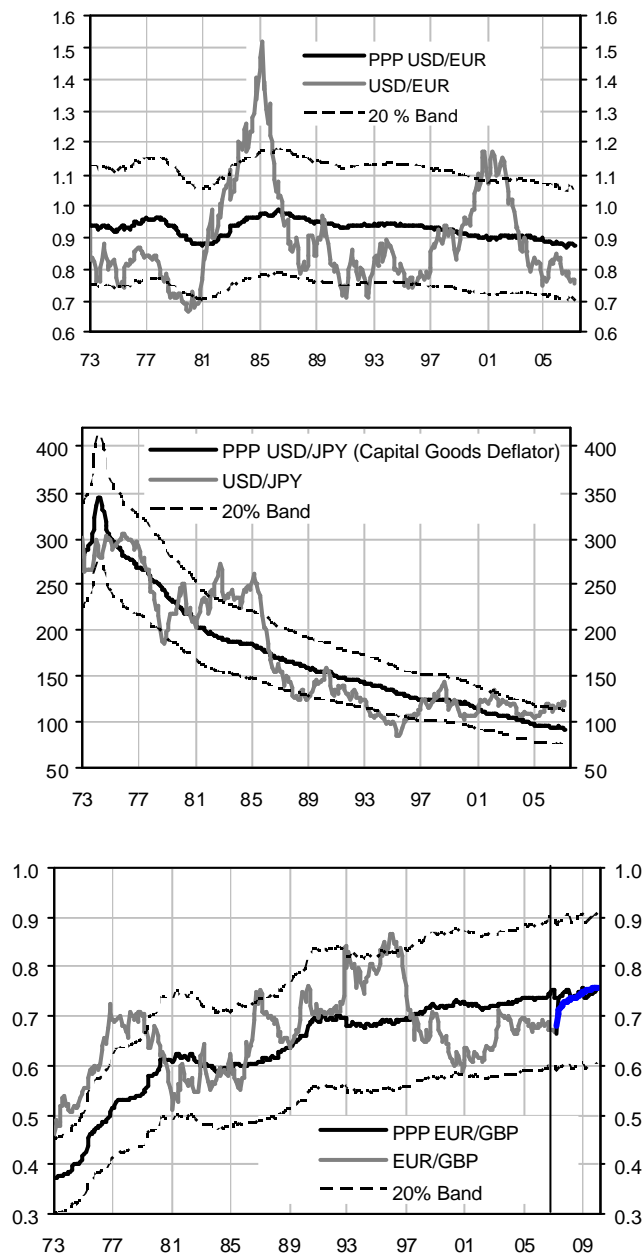
L'influence de la Ppa se justifie par les arbitrages de biens et services : un € sous-évalué générera un volume d'exportations européennes supérieur, lequel tendra à faire s'apprécier l'€. Et aussi par les mouvements de capitaux : un \$ sous-évalué attirera des capitaux à la recherche de placements à bas prix qui le feront s'apprécier. Les coûts de transaction et les délais d'ajustement, la forte incertitude sur l'interprétation des indices de prix, pas toujours faciles à comparer d'un pays à l'autre, déterminent un couloir de fluctuation d'environ +/- 15 à 20 % à l'intérieur duquel se situent la majorité des observations. Toute monnaie flottante varie en effet en général et à long terme dans un couloir de +/- 20 % autour de sa parité de pouvoir d'achat.

Le taux de change à parité de pouvoir d'achat est évalué par l'OCDE à la fin de 2007 à :

€ = 1,15\$. Pour l'€ cela signifie une marge normale de fluctuation de +/- 20 % autour €=1,15\$, soit un couloir de fluctuation compris entre 0,90 et 1,35 \$/€ (chiffres arrondis). Entre ces deux valeurs l'euro n'est ni faible ni fort ; il est flottant donc fluctuant. Le risque de change reste gérable par les banques ou la variation des marges de profit. Au delà de ces limites, à la baisse ou à la hausse, les variations du change provoquent des gains ou des pertes de compétitivité anormales, une modification des anticipations des opérateurs internationaux, enfin, parfois une intervention des banques centrales.

Une inspection visuelle rend cette hypothèse convaincante à long terme pour le profane aussi bien pour le change €\$, dont la Ppa est assez stable (graphiques III-1), que pour le change \$/yen ou \$/Mark, deux monnaies s'étant appréciées par rapport au \$ ou encore €£. À moyen terme, les chocs externes, les *policy-mix* et les dépenses publiques faisant osciller le taux de change autour de sa Ppa. La théorie de la Ppa fut fort contestée à partir du flottement généralisé des monnaies au milieu des années 1970.

### Graphiques III-1. Taux de change euro/dollar, dollar/yen et euro/livre depuis 1973



Sources : Deutsche Bank, Foreign Exchange Research, New York.

De nombreux tests économétriques ont en effet infirmé la théorie de la Ppa<sup>(14)</sup>, au moins à court ou moyen terme. Cette littérature pourtant abondante et portant sur de longues périodes laisse le lecteur insatisfait. L'explication est la suivante. Les tests de la théorie de la Ppa sont en général fondés sur l'hypothèse contestable que la correction par rapport à une déviation vis-à-vis de la Ppa se ferait à la même vitesse quel que soit l'écart. Or cette hypothèse ne correspond pas à la réalité.

Le modèle récent de Bernd Schnatz, qui prolonge des travaux antérieurs au lancement de l'€ et fondés sur l'hypothèse de non-linéarité, a confirmé que la Ppa détermine bien le taux de change réel €/\$ et €/£ à moyen ou long terme en introduisant l'hypothèse que la réaction des opérateurs ne serait pas linéaire selon l'écart entre le taux du marché et la Ppa<sup>(15)</sup>. La Ppa jouant à moyen ou long terme le rôle d'une force de rappel. Un consensus croissant émerge sur sa validité à long terme comme l'illustre l'exemple du yen. À la fin 2000, l'€ semblait hors de sa bande normale de fluctuation et sous-estimé puisque inférieur de 20 % par rapport à sa Ppa. Au début de 2008 il est à nouveau hors de cette bande, mais surestimé cette fois.

La démonstration de B. Schnatz se fonde sur les comportements des opérateurs. a) Les arbitrages ont un coût, exigent des délais et parfois d'entrer sur le marché ; ils sont donc lents. b) Deux catégories d'opérateurs coexistent sur le marché des changes : les chartistes, qui travaillent sur graphiques et dont les anticipations extrapolent les tendances passées, et les fondamentalistes, fondant leurs anticipations sur les données économiques fondamentales et sur l'application des modèles économétriques. Les premiers dominent le marché lorsque le taux de change est proche de la Ppa. Alors il ne se forme aucun consensus sur le taux d'équilibre ; bruits et rumeurs orientent les taux de change à court terme ; et le hasard ou le tirage au sort prédisent aussi bien le taux de change futur que tout autre facteur. Alan Greenspan le reconnaît : « La prévision des taux de change des principales devises est aussi exacte que celle d'un tirage au sort »<sup>(16)</sup>. Un couloir implicite d'inaction autour de la Ppa existe donc sur les marchés des changes. Quand le taux de change reste dans ce couloir, tout niveau du taux est possible et les chartistes dominent le marché. Quand le taux de change sort de ce couloir et s'éloigne de la Ppa, les fondamentalistes le dominent et un consensus se dégage pour l'estimer sur ou sous-évalué. La force de rappel vers la ppa augmente alors avec de degré d'écart par rapport à elle. La lecture des graphiques illustre bien ce mécanisme.

Les modèles STAR (*Smooth Transition Autoregressive models*), simples ou exponentiels, appréhendent cette dynamique non linéaire des taux de change et permettent d'inclure les délais d'ajustement. Ainsi, si les opérateurs sont incertains lorsque le taux de change est proche de sa Ppa, un consensus se forme et augmente lorsqu'il s'en éloigne, jusqu'à déclencher une inversion de tendance. Parfois les banques centrales contribuent à la provoquer ou à l'accélérer soit par leurs déclarations soit par leurs interventions directes sur les marchés. Ainsi, en 1985 les déclarations des banques centrales ont suffi à inverser les anticipations et donc à faire baisser le \$ ; en 2000 la FED américaine puis la BCE sont intervenues successivement pour calmer les marchés.

Les analyses des banques et des entreprises confirment bien cette approche par les marchés. Les premières, telle la Deutsche bank, introduisent explicitement la Ppa dans leur recherche de *benchmark*<sup>(17)</sup> (objectif de change) ; les entreprises reconnaissent adapter leur stratégie de couverture contre le risque de change en fonction de l'écart par rapport à ce *benchmark*. Certaines entreprises disent ainsi fonder leur estimation du pouvoir d'achat de leurs salaires dans les différentes zones du monde à partir de telles approches.

Le \$ subit des cycles longs et irréguliers, étant alternativement sur et sous évalué par rapport à son taux à parité de pouvoir d'achat. Des cycles de 7 x 2 ans en moyenne (demi cycle de 7 ans). Les

---

(14) Taylor M. et M.P. Taylor (2004) : « The Purchasing Power Parity Debate », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n° 4, pp. 135-158 (bibliographie).

(15) Schnatz B. (2006) : « Is Reversion to PPP in Euro Exchange Rates Non-Linear? », *BCE Working Paper*, n° 682.

Taylor M. et alii (2001) : « Non-Linear Mean-Reversion in Real Exchange Rates: Towards a Solution to the Purchasing Power Parity Puzzles », *International Economic Review*, vol. 42, n° 4, pp. 1015-1042.

(16) Greenspan A. (2007) : *Le temps des turbulences*, J-C. Lattès, p. 109.

(17) Deutsche Bank (2007) : *Exchange Rate Perspectives*, DB Foreign Exchange Research, New York.

périodes de sur évaluation étant plus prononcées mais plus courtes que celles de sous évaluation. Mais le \$ oscille autour de sa Ppa, sans y rester jamais. Et plus il s'en éloigne, plus la probabilité de le voir y revenir devient forte. 95 % des taux du marché sont ainsi dans une bande de +/- 20 % par rapport à la Ppa. Les pics hors de ce couloir (taux du marché supérieur de plus de 20 % par rapport à la Ppa) s'apparentent à des bulles spéculatives. Enfin, le taux de change effectif réel du \$ s'est déprécié de -15 % en 20 ans, soit en moyenne 0,75 % par an. Au début de 2008, les marchés anticipent qu'il continue à diminuer au rythme de -1 % par an.

Il en va différemment des monnaies européennes. Leur taux de change effectif réel, puis celui de l'€ subit un cycle plus court (4 ans x 2) et d'amplitude moins importante. Les sous évaluations sont plus prononcées (1995, 2001), mais rares et liées à des chocs exogènes comme le *policy-mix* (combinaison de politiques monétaire et budgétaire) américain ou la naissance de l'€. Les monnaies européenne puis l'€ se sont dépréciées en 25 ans de -16 %, soit un rythme un peu moindre que le \$. Ce qui confirme que les autres monnaies se sont appréciées à long terme.

Le profil du taux de change effectif du yen est bien différent et plus mouvementé ; la monnaie japonaise s'est appréciée de plus de 20 % entre 1982 et 1987 ; puis, après une courte pause, de près de 25 % entre 1989 et 1995, enfin à nouveau de 25 % entre 1999 et 2001, pour revenir à son niveau de 1982 au début de 2007. Les Japonais appellent ces périodes de forte hausse du yen *Endaka*. Le yen est aujourd'hui tout en bas de sa bande de fluctuation de +/- 20 % en taux nominal.

Qu'en est-il à court ou moyen terme ?

## 2. À court et moyen terme, un bouquet de taux de change d'équilibre

Nombre d'auteurs recherchent en permanence à évaluer un taux de change d'équilibre, une *fair value* (juste valeur) de la monnaie européenne. Cette recherche fut active, en particulier au moment de son lancement<sup>(18)</sup>. Le lecteur reste perplexe car autant les méthodes d'estimation que les résultats diffèrent. Les modèles introduisent deux groupes de facteurs dits fondamentaux et susceptibles d'avoir une influence sur le taux de change à court ou moyen terme. a) Facteurs réels : la différence de productivité entre les pays, de croissance ; ou encore le niveau de la dépense publique ou du déficit du budget de l'État. b) Facteurs financiers : les prix relatifs (du pétrole en particulier), la dette en devises étrangères accumulée (position nette externe) et le *policy-mix* (politiques monétaire et budgétaire) qui détermine les différences de taux d'intérêt sur les marchés monétaires. Plusieurs modèles permettent d'estimer des taux de change d'équilibre en fonction de ces facteurs fondamentaux. À court ou moyen terme, le taux de change d'équilibre ainsi obtenu reflète surtout les investissements de portefeuille et les mouvements de capitaux flottants donc le bas de la balance des paiements.

---

(18) ECB (2002) : « Economic Fundamentals and the Exchange Rate of the Euro », *Monthly Bulletin*, janvier (bibliographie).

Goux J-F. (2005) : « Le taux de change euro-dollar, une approche fondée sur la co-intégration », *Économie Internationale*, n° 103, pp. 45-72.

### Encadré III-1. Concepts de taux de change d'équilibre

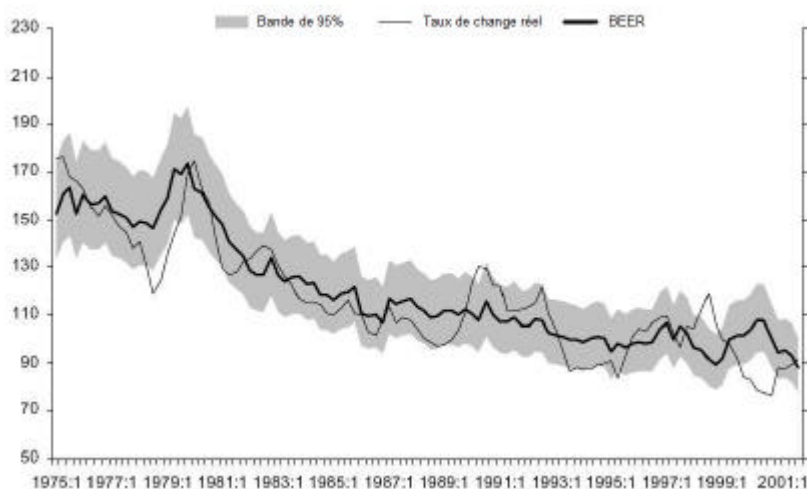
Ils peuvent être normatifs ou descriptifs.

**a) Le FEER** (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) introduit par John Williamson en 1993 est normatif. Il exprime quel taux de change rendrait le déficit extérieur (américain en l'espèce) soutenable donc finançable. Il est fondé sur une approche structurelle et une analyse de la croissance potentielle. On en déduit les conditions de l'équilibre interne : (plein emploi, faible inflation) et externe (déficit sous-jacent courant soutenable). Le commerce extérieur est modélisé à partir d'élasticités prix des exportations et importations.

**b) Le BEER** (Behavioural Equilibrium Exchange Rate) introduit par Ronald MacDonald, décrit à l'aide d'une relation de cointégration les ajustements nécessaires pour combiner l'équilibre macroéconomique interne (épargne et investissement) et externe (déficit de la balance des paiements ou endettement externe soutenables) à moyen terme. L'approche BEER est factuelle et cyclique, plus empirique.

Un modèle de type BEER explique par l'endettement, les différences de productivité entre les secteurs selon qu'il sont ouverts ou non à la concurrence, la dépense et le déficit public et le prix du pétrole l'essentiel des variations du taux de change réel entre les monnaies européennes (euro synthétique), puis l'€ et le yen entre 1975 et 2001, en particulier les périodes d'appréciation du yen des années 1980 puis 1990. 95 % des observations sont incluses dans un tunnel de +/- 13 % par rapport à la valeur centrale. La dépréciation de l'€ échappe à cette marge et reste donc inexplicée là aussi<sup>(19)</sup>. Entre ces deux monnaies, les différences de taux d'intérêt ne jouent pas leur rôle habituel. Le graphique III-2 illustre cette approche.

### Graphique III-2. Taux de change euro/yen selon modèle BEER



Source : BCE.

**c) Le PEER** (Permanent Equilibrium exchange rate) fondé sur une approche statistique et structurelle.

**d) Le NATREX** (Natural Real Exchange Rate), plus théorique, est fondé sur un modèle rigoureux d'interaction entre les stocks et les flux dans un modèle macroéconomique.

**e) Enfin INGENUE**, modèle d'équilibre général à long terme, utilisé par Michel Aglietta, prend en compte les deux types d'interdépendance entre le taux de change d'équilibre et la balance des paiements américaine ainsi que la détention d'actifs en \$.

Ces approches économétriques fournissent des estimations du taux de change d'équilibre variables dans le temps, selon l'évolution des fondamentaux (choc pétrolier par exemple).

(19) Osbat C. et alii (2003) : « The Rise of the Yen vis-à-vis the Euro: Is It Supported by Economic Fundamentals ? », BCE working Paper, n° 224.

Ces résultats doivent être interprétés avec grande prudence. Il s'agit au mieux de fourchettes et l'incertitude les concernant reste considérable. Ces modèles pêchent en effet par la définition imprécise des concepts : le déficit tolérable de la balance des paiements courante américaine est-il - 3 %, - 5 % voire plus ? Ils pêchent aussi par les incertitudes d'ordre statistique : on trouve différentes mesures de l'endettement externe net. Enfin la sensibilité des résultats aux hypothèses diffère.

Au fur et à mesure de leur diffusion, ces résultats jouent cependant sur le marché des changes un rôle analogue à celui des publications des analystes financiers sur les bourses. Ils peuvent clamer le jeu comme *sonner la récré*. Parfois ils servent à forger un consensus, parfois à semer la panique et à déclencher la spéculation ou encore l'inversion de tendance.

Le tableau III permet d'apprécier la diversité des résultats et/ou d'estimer soit un taux de change d'équilibre entre € et \$, soit qu'il est sur ou sous-évalué au tournant des années 2000. Toutes les analyses le situent entre 1 et 1,3 \$/€ L'€ fut ainsi introduit à 1,17 \$, à un niveau proche de son taux d'équilibre, à l'époque autour de 1,15<sup>(20)</sup>. Toutes concluent à une forte sous-évaluation de l'€ pendant l'époque de *l'€ faible*, les deux années suivant son lancement. *L'euro fort* actuel est nettement en dehors des estimations données par ces modèles. Compte tenu des précautions d'usage, le degré de sous-évaluation relève du jugement personnel ; la seule conclusion raisonnable est qu'il s'agit là d'un écart négatif ou positif significatif justifiant le consensus de l'époque et éventuellement l'intervention des banques centrales.

Retenons quatre repères.

- le taux de change moyen €/\$ à long terme reste proche du taux à Ppa estimé par l'OCDE : € = 1,15 \$. L'estimation de l'hebdomadaire *The Economist* étant la même ;
- la marge de fluctuation (+/- 20 %) estimée normale le situe donc entre 0,92 et 1,38\$. Signifiant que les anticipations se sont modifiées lorsque le taux de change de l'€ a dépassé 1,40\$ et *a fortiori* 1,50\$ en mars 2008. La frontière technique de *l'euro fort* se situe donc autour de € = 1,40\$ ;
- le chiffre rond 1€ = 1\$ = 100 yen a séduit comme référence et comme objectif éventuel de taux de change entre les trois grandes monnaies, mais ne correspond pas aux fondamentaux actuels. Dommage car ce chiffre exerçait la séduction de la simplicité et de l'élégance ;
- le « long term support » des chartistes est 1,37, proche des résultats des modèles économétriques.

---

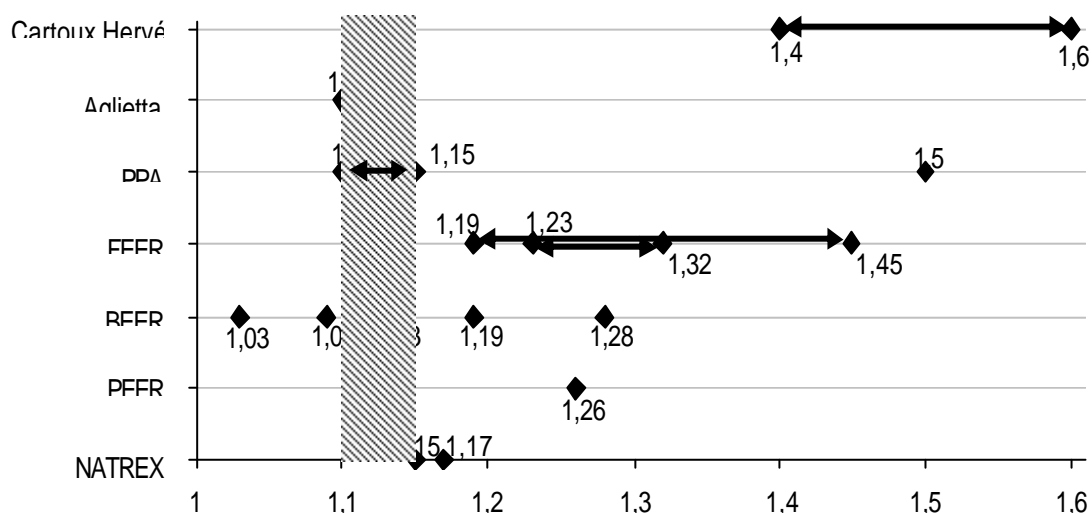
(20) Closterman J. et B. Schnatz (2000) : « The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate », *Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n° 2/00.

**Tableau III. Taux de change d'équilibre euro/dollar selon différents modèles**

Modèles	Taux de change au certain : 1€= x \$
The Economist <sup>(21)</sup>	1,15
PPA (OCDE)	1,15
FEER	1,19 à 1,45 1,23 à 1,32
BEER	1,03 à 1,09 1,13 à 1,19
PEER	1,28
PEER	1,26
NATREX	1,15 1,17
Modèle avec défiance des détenteurs de capitaux	1,6 à 1,7
INGENUE	1,1
Crédit Agricole	1,30

Sources : BCE, *Monthly Bulletin*, January 2002 ; The Economist ; M. Aglietta.

**Graphique III-3. Taux de change d'équilibre**



**Encadré III.2. La Ppa de The Economist**

Le fameux hebdomadaire anglais estime tous les ans un taux de change à parité de pouvoir d'achat entre les monnaies à partir du coût du McDonald dans les différents pays. Le calcul est fondé sur l'idée que le Burger est un produit homogène fabriqué avec des ingrédients et du travail locaux reflétant donc les prix nationaux dans chaque pays. Par exemple si le Big Mac vaut 2,74€ en Europe et 3,15\$ aux États-Unis, le taux de change assurant la parité de pouvoir d'achat entre les deux continents serait celui qui rend égal le prix du sandwich dans les deux zones, soit tel que :

$$2,74\text{€} = 3,15\text{\$}, \text{ donc un taux de change tel que } \text{€}\text{\$} : 3,15/2,74 = 1,15.$$

1,15 et justement le taux calculé par l'OCDE à partir de calculs infiniment complexes. Éléance de la simplicité !

(21) *The Big Mac Index* : taux de change à Ppa calculé à partir du prix du Mac Donald, bi-annuel, *The Economist*.

Lee J. et alii (2005) : *Equilibrium Real Exchange Rate: Estimates for Industrial Countries and Emerging Markets*, IMF.

Le taux de change €/\$ est resté entre 1,2 à 1,3 \$/€ entre 2003 et 2006. Donc dans la fourchette haute de sa marge de fluctuation ; mais l'incertitude entourant les estimations précédentes laisse penser qu'on restait alors proche d'un taux de change d'équilibre. À partir de 2007, en franchissant le seuil de 1,4 il en est sorti, modifiant les anticipations des marchés.

Ne pas oublier que toutes ces estimations sont entourées d'une gigantesque incertitude et permettent de dire seulement : on est en ligne, pas en ligne. La stabilité importante plus que le niveau à ce degré de surévaluation. Le graphique III-1 montre aussi que le \$ est entré depuis 2002 dans un cycle de dépréciation par rapport aux monnaies vraiment flottantes : €, £ et franc suisse, avec un plateau de relative stabilité entre 2004 et 2006. Dès lors on s'interroge : s'agit-il d'un plateau qui précéderait une chute importante, progressive ou brutale (*Soft or hard landing*) ?

Toutes les estimations de taux de change d'équilibre présentées ci-dessus étaient calculées en régime de taux de change flottant. Or, la situation s'est profondément transformée.

### 3. Quatre changements majeurs

Quatre changements majeurs sont en effet intervenus depuis le début des années 2000 :

- les banques centrales d'Asie interviennent massivement pour stabiliser leurs monnaies vis-à-vis du \$ si bien que le système monétaire international n'est plus dominé par le régime des taux de change flottants en Asie ;
- elles et les pays pétroliers ont accumulé des excédents de balance des paiements et des réserves de change leur conférant un rôle financier mondial de premier plan. Si bien que les réserves de change des USA et de la zone € constituent moins de 10 % du total ;
- le déficit de la balance des paiements courants américain a atteint un niveau jusqu'alors considéré par tous les analystes comme non soutenable : 800 milliards de \$ et - 5,5 % du PIB à la fin 2007 ;
- les capitaux des pays du Sud satisfont les besoins de financement des pays du Nord, les USA surtout, en contradiction avec la théorie économique et l'expérience qui préconisent un mouvement en sens inverse, les pays riches devant normalement contribuer à financer le développement du reste du monde comme le firent l'Angleterre et les pays d'Europe continentale au cours de la première mondialisation, de 1870 à 1914.

On constate là encore que la zone € ou l'Union européenne, ne jouent aucun rôle significatif dans ces déséquilibres ; nous sommes la seule zone équilibrée. La balance des paiements européenne est proche de l'équilibre, la balance commerciale est excédentaire, et les entrées de capitaux placés sur les marchés financiers européens compensent les investissements directs à l'étranger des entreprises européennes ; mais l'Europe s'endette pour rémunérer ses créanciers plus qu'elle ne gagne de ses débiteurs. L'Europe joue un rôle mineur dans le financement des déficits américains, qui incombe à l'Asie et aux pays exportateurs d'énergie. Aucun facteur européen ne justifierait donc un mouvement brutal ou durable du taux de change de l'€. Malgré cela l'€ risque de jouer le rôle de variable d'ajustement dans la résorption du déficit américain ou lors d'une prise de conscience soudaine du risque de dépréciation du dollar par les banques centrales ou par les marchés.

En effet, à moyen ou long terme, deux ajustements de taux de change devraient intervenir :

- avec cette balance des paiements courants en déficit historique et un besoin de financement de 2,6 milliards de \$ par jour ouvrable la monnaie américaine devrait se déprécier fortement selon les critères habituels. Selon l'OCDE le dollar reste fort surévalué par rapport à l'ensemble des monnaies non européennes. On pourrait donc se trouver à l'aube soit d'une nouvelle phase de dépréciation du dollar soit d'une chute brutale ;

- les devises asiatiques devraient s'apprécier en termes réels à moyen terme à la fois vis-à-vis du \$ et de l'€ Elles sont en effet fortement sous-évaluées selon tous les critères : coût relatif du travail, réserves de change accumulées, excédent de balance des paiements, Ppa... Selon les estimations et selon les pays de + 10 à 30 voire + 40 %. En particulier le yuan, mais aussi le yen. Cette appréciation peut se faire à taux de change fixe par une inflation plus conséquente. Or, la globalisation qui impose de répercuter les progrès de productivité par des baisses de prix contraint l'inflation. Donc l'appréciation du taux de change réel devrait procéder par celle du taux nominal. Ces pays suivraient en cela l'Allemagne au cours des années 1960 et le Japon au cours des années 1970 et 1980.

Au total, la baisse du \$ devrait être modeste par rapport à l'€ et forte par rapport aux devises asiatiques compte tenu de l'importance des échanges entre les trois zones.

#### 4. L'euro, monnaie d'ajustement

Or, l'évolution se fait en sens opposé. Le \$ se déprécie surtout vis-à-vis de l'€. On voit bien comment les liens plus ou moins rigides entre les monnaies asiatiques et le \$ rejettent l'ajustement du taux de change du \$ sur l'Europe et la zone €. Le graphique III-2 décrit l'évolution des taux de change du \$ entre 2001-2002 et 2007 où le \$ se déprécie lentement (-16 % en termes effectifs nominaux). Le graphique permet d'apprécier la différence de situation entre les monnaies européennes et les monnaies asiatiques.

C'est bien vis-à-vis des monnaies asiatiques que le \$ devrait baisser. Il y a donc besoin d'introduire de la flexibilité dans les taux de change en Asie, et pas seulement en Chine. Au Japon également. Autrement dit d'en finir avec les politiques de change menées en Asie.

Vu de l'autre côté du Pacifique, les taux de change effectifs découlant de la stabilité du taux du marché par rapport au \$ divergent depuis 2004 : compte tenu de l'évolution de leurs taux de change effectifs, la Corée perd de la compétitivité, l'Indonésie et l'Inde en gagnent, ainsi que le Japon. Ces différences risquent de provoquer des distorsions de compétitivité et des crises de change entre ces pays si elles ne sont pas prises en compte. La Chine qui subissait les fluctuations du \$ a ainsi vu sa compétitivité diminuer entre 2000 et 2002, où le \$ s'est apprécié ; puis elle a regagné de la compétitivité entre 2002 et 2003. Elle a finalement détaché sa monnaie du dollar américain et choisi un nouveau régime de change : le flottement administré, c'est-à-dire une action directe sur le marché, sans toutefois annoncer ses objectifs. Elle semble définir un objectif de taux de change au jour le jour de façon à stabiliser son taux de change effectif au niveau atteint au début des années 2000.

#### 5. Les risques pour la monnaie européenne

Le taux de change de l'€ sert donc actuellement de variable d'ajustement, et un risque majeur le menace en cas de baisse brutale du \$ induite par une perte de confiance des investisseurs internationaux vis-à-vis du \$.

Trois analyses prospectives explorent les ajustements possibles en ce cas en introduisant les interventions des banques centrales asiatiques ou des détenteurs de capitaux pour élaborer des scénarios d'ajustement aux déséquilibres actuels<sup>(22)</sup>.

---

(22) Obstfeld M. et K Rogoff, 2004 : « The Unsustainable US Current Account Position Revisited », *NBER Working Paper*, n° 10869.

Carton B., K. Hervé et N. Terfous (2006) : « Interventions de change et Asie et taux de change d'équilibre du dollar », *Économie Internationale*, n° 106, pp. 57-84.

FMI (2006) : *World Economic Outlook*, Chapitre 1, pp. 24-27. Disponible sur [www.imf.org](http://www.imf.org)

Obstfeld & Rogoff utilisent un modèle à trois zones : États-Unis, Europe et Asie. Benjamin Carton & Karine Hervé un modèle de type FEER à plusieurs zones : six zones développées et 12 zones composées de pays émergents. Ces auteurs introduisant les politiques de change et l'attitude des détenteurs de capitaux : les Banques centrales asiatiques, les pays pétroliers et les sociétés multinationales. Le FMI utilise le modèle GEM (*Global Economic Model*).

Les politiques de change asiatiques ont trois effets. a) Elles maintiennent artificiellement bas les taux d'intérêt mondiaux, encourageant la consommation et décourageant l'épargne dans les pays avancés. Elles contribuent ainsi indirectement à accentuer les déséquilibres. b) Elles empêchent le \$ de se déprécier plus avant et tendent à faire s'apprécier l'€ la £ ou le dollar canadien. c) Elles rendent tolérable et finançable un déficit de la balance des paiements américaine plus important de 2 à 3 % de PIB, soit peut-être - 5 ou 6 % au lieu de - 3 ou 4 % considérés comme soutenable par les modèles précédents.

La situation actuelle résulte de trois comportements surprenants. a) Les Américains aiment les produits asiatiques, d'autant plus qu'ils sont peu chers ; l'effet des prix relatifs étant déterminant dans leur comportement ; ils consomment pas cher donc plus. b) Les Asiatiques et les détenteurs de capitaux apprécient les placements en \$ et en titres publics comme les obligations et titres du Trésor américains, même en sachant que le \$ se déprécie à long terme par rapport aux autres devises. Le \$ reste pour eux la monnaie de placement par excellence. c) Les Européens préfèrent le loisir ou l'inactivité à la contrainte et acceptent, en contrepartie d'un faible taux d'activité, une croissance économique plus lente et un niveau modeste de richesse par habitant qui rend plus douloureuse l'appréciation de l'€

Aussi longtemps que ces trois comportements dureront, la situation actuelle reste tolérable et perdurera. Mais si les détenteurs de capitaux publics et privés se détournent des placements en \$ pour se placer en monnaies flexibles en Europe, les monnaies européennes devraient s'apprécier fortement : de + 20 à 25 % pour l'€ et + 7 à 8 % pour la £ ; le yen resterait sous-évalué de 20 % et le yuan sous-évalué d'environ 40 % si la banque centrale chinoise continue à le lier au \$.

Les scénarios élaborés par B. Carton & K. Hervé ou par le FMI illustrent ces risques. Ils situent alors les taux de change d'équilibre ainsi :

- sans politiques de change asiatiques : 1€ = 1\$ ;
- avec interventions des banques centrales asiatiques et confiance maintenue des détenteurs de capitaux : 1€ = 1,25\$ et 1£ = 1,9\$ ;
- avec interventions asiatiques et défiance des détenteurs de capitaux : 1€ = 1,6 à 1,7 \$ ;  
1 £ = 2,3 \$.

Un niveau que les Européens, surtout les Français, qualifieraient de € *très fort*.

Dans ces conditions les observateurs s'entendent à considérer que les monnaies européennes sont un peu sur-évaluées ; le yen et le yuan sont sous-évalués d'environ 20 % et le \$ sur-évalué de 15 à 30 % en termes réels selon les estimations et selon les hypothèses concernant le niveau soutenable du déficit américain. Il faut en retenir qu'une forte baisse du dollar, et donc une forte appréciation de l'€ s'étendant sur cinq ans, n'est pas à exclure et pourrait se déclencher brutalement.

## Chapitre IV

# L'euro, bouc émissaire, bouclier et opium

Souvent, d'après les médias ou le monde politique Français, et parfois chez les Européens du Sud, notre nouvelle monnaie aurait été fauteur d'inflation, aurait favorisé les bulles immobilières, la politique monétaire et l'€ fort auraient bridé la croissance européenne et *tutti quanti*. *Mon pouvoir d'achat a diminué avec l'€* devient une *Brève de comptoir* dans certains Pubs parisiens. Les faits ne confirment pourtant guère ces affirmations. Il faut revenir à la raison en regardant les chiffres.

### 1. Ennemi du pouvoir d'achat ?

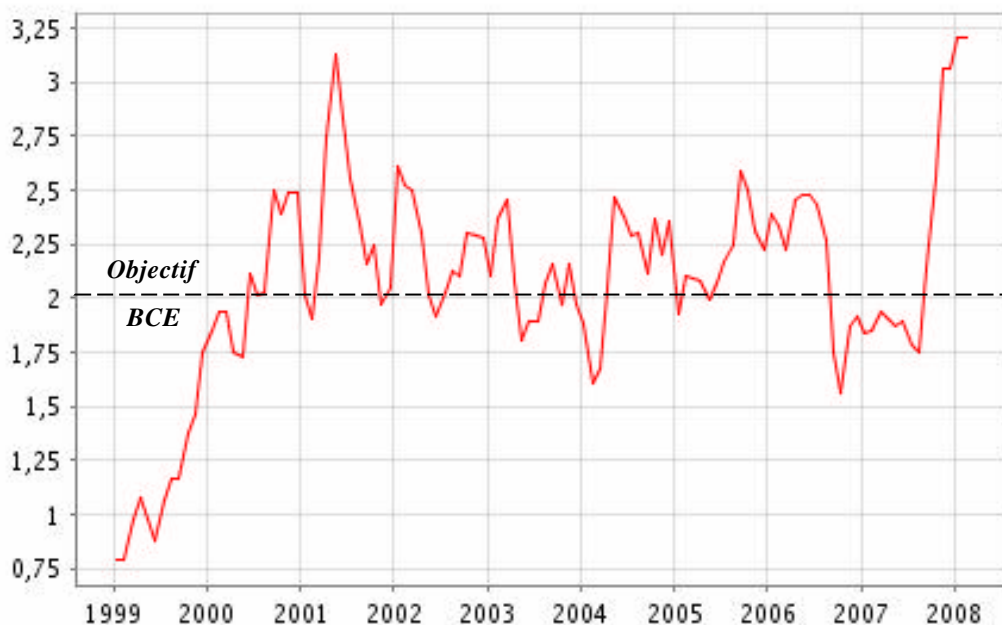
L'idée s'est répandue que l'€ aurait favorisé l'hausse des prix et donc contribué à menacer le pouvoir d'achat des Européens. Argument contredit par les faits. Certes *l'effet arrondi* a joué. Anticipant l'euro et lors de l'introduction des billets et des pièces, en 2002, certains commerçants ont arrondi leurs prix à la hausse, profitant d'une clientèle peu regardante qui ignorait encore l'échelle des prix en € et parfois d'une concurrence insuffisante entre les cafés restaurants, les marchands de journaux, les boulangers, les détaillants de fruits et légumes ou encore les taxis... Le café au zinc passant de 5 francs à 1 €, soit 6,56 francs, a en fait subi une hausse de plus de 30 % ! Les particuliers y ont aussi parfois mis du leur. Certains se sentant tout d'un coup plus pingres de laisser un pourboire de 10 centimes d'€, soit 65 centimes de franc, qu'autrefois en offrant une pièce de 50 centimes de franc. Enfin l'épargne en billets cachée dans les bas de laine a augmenté la demande et donc les prix dans certains restaurants ou boutiques de vêtements. Le même phénomène se produit en Slovénie avec l'introduction de l'€ dans les cafés et les restaurants.

La réponse à cette angoisse diffuse apparaît bien sur le graphique ci-après : si l'inflation s'est accélérée dans la zone € entre 1999 et 2000 à cause de la hausse des prix du pétrole et juste avant l'introduction de l'€, par effet arrondi et effet d'anticipation, elle fut pourtant moins forte en 2002, l'année du grand lancement des billets et des pièces, qu'en 2001, l'année précédente (+ 2,2 % contre + 2,5 %). Elle s'est ensuite stabilisée de manière remarquable autour de 2 % jusqu'à la fin de 2007. Ces hausses de prix imputées à l'€, certes réelles pour certains biens, ont donc été plus que compensées depuis par la baisse des prix des produits industriels comme les vêtements et les ordinateurs. Enfin, cet effet arrondi a été plus marqué en Italie qu'ailleurs.

Les prix du pain et du petit café ou des fruits et légumes se règlent au quotidien et constituent une part plus importante du budget des catégories moyennes et défavorisées. Ainsi les classes moyennes se sont elles montrées plus critiques, voire méfiantes au début, vis-à-vis de l'€, à la fois

dans les sondages et dans les médias, l'accusant de rogner leur pouvoir d'achat, et en passant de favoriser les délocalisations et le chômage. Le sentiment diffus d'une hausse plus forte des prix provient en fait de la déformation de la structure de la consommation au profit des services, dont les prix augmentent plus vite que la moyenne. Les enquêtes ou les affirmations dans les médias font bien apparaître un écart nouveau et durable entre la perception de l'inflation et sa mesure par les indices de prix, écart apparu vers 2001-02 tant en Allemagne qu'en France. Sachant l'importance des anticipations dans le déroulement des inflations, un effort de pédagogie s'impose.

**Graphique IV. L'inflation dans la zone euro**



Source : BCE.

Le graphique IV confirme bien que la politique monétaire commune de la BCE a amené l'inflation dans la zone € qui a pu inquiéter par sa faiblesse entre 1997 et 1999, autour de 2 %, son objectif, à partir de 2001 et cela pendant six ans. Les hausses du prix du pétrole, des matières premières industrielles et agricoles l'ont brusquement propulsée à 3,2 % (tendance annuelle) à la fin de 2007, faisant renaître les craintes d'inflation.

Cette nouvelle hausse des prix n'a rien à voir avec l'euro, au contraire. Il s'agit d'une inflation importée due à la forte demande de matières premières, de pétrole et de nourriture, toutes imputables à la croissance rapide des pays très peuplés comme l'Inde ou la Chine. La grande crainte est que cette inflation mécanique se diffuse à l'abri d'une concurrence molle (l'effet de second tour) ; on ne voit pas bien en quoi cela résulterait de l'euro ! La force de l'euro au contraire contribue à l'atténuer. Le baril de pétrole qui s'achète 100 \$ sur les marchés internationaux nous coûte 66,6 € au taux de change € = 1,50\$ ; si l'euro était à sa parité de pouvoir d'achat par rapport au \$, c'est-à-dire € = 1,15\$, le même baril nous coûterait 87 € ! Le tableau IV.1 illustre à quel point l'euro fort a contribué à ralentir la hausse du prix du pétrole pour les Européens.

**Tableau IV.1. Prix du baril de pétrole en dollars et en euros**

	Prix en \$	Taux de change \$/€	Prix en € = prix en \$/taux de change \$/€
2001	10\$	0,82	12,2€
2006	75\$ (+650 %)	1,18	63€(+ 416 %)
2008	100\$ (+33 %)	1,50	66,6€(+6 %)

## 2. Et la hausse des prix de l'immobilier ?

Cette question est plus grave et appelle une réponse plus subtile. L'€ est accusé d'avoir contribué à la hausse des prix du logement, aussi bien les prix à l'achat que les loyers. Une hausse des prix des logements plus rapide que celle des salaires a deux effets :

- un *effet richesse* chez les propriétaires : se sentant plus riche, le propriétaire pourra consommer plus et, surtout dans les pays anglo-saxons, emprunter plus ;
- un *effet exclusion* chez les non propriétaires : certains ménages ne pouvant plus accéder à la propriété ou louer au prix du marché.

La stabilité de l'€ a contribué à la baisse des taux d'intérêt à long terme, par ailleurs observée dans le monde entier et qui se situent aujourd'hui à un niveau historiquement bas. Or, les prêts bancaires à bas taux d'intérêt à leur tour ont augmenté la demande de crédit et facilité l'accès à la propriété du logement ; dans les pays ou les villes où l'offre reste peu réactive face à cette demande, les prix du logement ont pu augmenter fortement. Ainsi à Londres et dans une moindre mesure à Paris.

Les prix immobiliers ont augmenté régulièrement de 5 % par an dans la zone € depuis 1999, donc beaucoup plus vite que ceux des autres biens et services ; plus encore en Espagne, en France et en Irlande ; moins aux Pays-Bas ou en Finlande. Les plus fortes hausses s'observent au Royaume-Uni et en Espagne, le premier hors de la zone €, alors qu'ils ont baissé en Allemagne, pays de la zone € et au Japon, pays non membre. Aucun lien direct de causalité avec l'€ ne peut donc être dégagé.

En Europe continentale, les crédits fondés sur la valeur des logements sont rares et les crédits hypothécaires et l'allongement de la période d'emprunt sont longs à se mettre en place.

Curieusement les Français ressentent plus l'effet exclusion que l'effet richesse. C'est pourquoi la question se pose aujourd'hui : la BCE peut-elle rester neutre à l'égard des bulles immobilières ? Pour les bulles financières il n'y a pas d'effet exclusion dans la mesure où la possession de titres boursiers n'est pas indispensable à la survie. La question des prix de l'immobilier est plus grave : l'accès à un logement est vital et constitue une aspiration majeure des classes moyennes. La politique monétaire ne peut donc rester indifférente aux bulles immobilières quand il en apparaît. Les tests économétriques menés par Patrick Artus montrent que la BCE ajuste en effet ses taux directeurs à l'évolution des prix immobiliers dans la zone €<sup>(23)</sup>, et qu'elle se montre même plus réactive en cette matière que la Fed américaine. La BCE a donc contribué par sa politique monétaire à limiter la hausse des prix de l'immobilier engendrée par la baisse structurelle des taux d'intérêt. On lui a beaucoup reproché de tarder à baisser ses taux d'intérêt pour stimuler la croissance ; si elle les avait baissés plus n'aurait-elle pas contribué à nourrir la bulle immobilière et alors à diminuer le pouvoir d'achat des ménages qui ne possèdent pas leur logement ?

N'oublions pas que la masse monétaire, et donc le crédit, progresse à un rythme supérieur à 10 % depuis quelques années. Ce rythme nourrit une demande excédentaire dans une zone euro dont la croissance économique se situe entre 2 et 3 %, demande qui se transforme en une croissance artificielle des prix du logement.

Depuis les années 1990 la Fed vole au-devant de toute menace de ralentissement en abaissant ses taux d'intérêt. Ce faisant elle a nourri une série de bulles successives : bulle sur le Nasdaq et les actions de haute technologie jusqu'en 2000, puis bulles immobilières depuis. L'Amérique va de bulle en bulle. C'est devenu une constante de sa politique et de son mode de croissance depuis 1995. Chaque bulle augmentant l'endettement et le pouvoir d'achat des ménages. La politique de bas taux d'intérêt a généré aux États-Unis une instabilité et des déséquilibres que l'Europe ne

---

(23) Artus P. (2006) : « Réserve fédérale et Banque centrale européenne : que ferait l'une à la place de l'autre ? », *Natixis Flash*, n° 474.

devrait pas envier. Après avoir adulé Alan Greenspan le monde s'interroge aujourd'hui sur les effets pervers de sa politique. Les Américains les supportent car ils sont réactifs aux crises. Mais l'ampleur de la crise financière devrait servir d'avertissement. Voulons-nous faire de même ? Nous n'avons pas la même capacité de réaction aux incitations financières et aux crises à répétition. L'éclatement de la bulle immobilière américaine pendant l'été 2007 incite fort les Européens à la raison et devrait faire taire les critiques vis-à-vis de la politique prudente de la BCE.

### 3. Une herbe plus verte hors de la zone ?

L'€ aurait bridé la croissance de la zone €. Là aussi les chiffres aident à y voir clair. La croissance de la zone € a été plus faible que celle de l'ensemble de l'Union européenne et surtout que celle des États-Unis ou du reste du monde entre 1999 et 2005. Il faut reconnaître là l'effet mécanique du poids de deux grands pays : l'Allemagne et l'Italie (45 % du PIB de la zone €), les économies malades de l'Europe depuis une dizaine d'années. La France se situant dans la moyenne en termes de croissance à long terme. Si on y ajoute la France, le nouveau pays à retard de croissance, on atteint les deux tiers de la zone €. La zone € abrite en revanche trois économies parmi les plus performantes de l'OCDE : la Finlande, l'Irlande et l'Espagne, deux pays en rattrapage rapide, dont l'appartenance à la zone € n'a pas ralenti la croissance. Le Danemark et la Suède affichent les mêmes performances alors que leur politique monétaire s'aligne sur celle de la zone € et que leur monnaie reste intimement liée à la monnaie unique. Tous étant de petits pays, leur poids est malheureusement faible dans le calcul de la croissance moyenne que leurs succès ne suffisent pas à soutenir.

**Tableau IV.2. Poids des pays dans le PIB de la zone euro**

Allemagne	27,6 %	Autriche	3,1 %
France	21,3 %	Grèce	2,3 %
Italie	17,6 %	Irlande	2,1 %
Espagne	11,7 %	Finlande	2 %
Pays-Bas	6,4 %	Portugal	1,8 %
Belgique	3,7 %		

Source : BCE.

Surtout, depuis 2006, la croissance semble solidement établie en zone € grâce à la performance retrouvée de l'Allemagne et grâce à une croissance d'ensemble de + 2,6 % en 2007, nettement supérieure au potentiel de la zone et même supérieurs à celle des États-Unis.

À l'évidence, la maladie de la croissance molle est nationale plutôt que commune à la zone ; on peut en guérir comme la contracter. Les prochains pays menacés étant l'Espagne et l'Italie qui risquent de souffrir de leurs déséquilibres internes et externes. L'OCDE et le FMI<sup>(24)</sup> annoncent un redéploiement de la croissance mondiale, avec un ralentissement, voire une récession, aux États-Unis, et une meilleure résistance de la croissance Européenne à la crise financière.

Certes, la performance du Royaume-Uni et de la Suède qui ont obtenu une croissance moyenne proche de 3 % par an a été plus brillante que celle de la zone € depuis dix ans, avec ses 2,1 %. Pour l'apprécier il faut se souvenir que ces pays emploient 10 % de leur population en âge de travailler de plus que ceux de la zone € de la France ou de l'Allemagne en particulier, ce qui stimule leur croissance potentielle. La Suisse affiche une performance nettement inférieure.

(24) Organisation de coopération économique et Fonds monétaire international : *World Economic Outlook*, bi-annuels. Disponible sur [www.imf.org](http://www.imf.org)

Enfin, depuis 1999, les taux d'intérêt réels à long terme de la zone € sont restés égaux ou inférieurs à ceux du Royaume-Uni, favorisant donc les entreprises du Continent. Les Danois subissent un écart de taux nominal de - 0,25 à 0,50 %, malgré l'alignement de leur politique monétaire sur celle de la BCE, et les Anglais un écart de - 1 à 2 %, voire plus, pour emprunter à court terme.

**Tableau IV-3. Croissance du PIB**

	PIB/h, + %/an 1999/2008	PIB 2007	PIB 2008 <sup>(*)</sup>
<i>Zone €</i>	+ 2,1 %	+ 2,7 %	+ 2,1 %
• Allemagne	+ 1,5 %	+ 2,4 %	+ 1,8 %
• France	+ 2,1 %	+ 1,9 %	+ 1,7 %
• Italie	+ 1,4 %	+ 1,7 %	+ 1,2 %
• Espagne	+ 3,6 %	+ 3,7 %	+ 2,7 %
• Irlande	+ 6,0 %	+ 4,6 %	+ 3,0 %
<i>Hors zone €</i>			
• Angleterre	+ 2,7 %	+ 3,0 %	+ 1,7 %
• Suède	+ 3,1 %	+ 2,6 %	+ 2,6 %
• Danemark	+ 2,0 %	+ 1,9 %	+ 1,6 %

Note : (\*) Prévisions.

Sources : OCDE; FMI.

La faible croissance de la zone euro provient de problèmes nationaux propres aux grands pays ou structurels. Dans une zone monétaire, la politique monétaire traite en principe les chocs symétriques alors que les politiques budgétaires nationales devraient faire face aux chocs asymétriques. Les *policy-mix* nationaux de la zone € se trouvent contraints par les règles budgétaires rigides et surtout par la situation d'impuissance où se sont mis plusieurs pays, dont la France, en s'endettant au point de perdre leurs marges de manœuvres. Les pays membres ont pris du retard depuis 1999 dans l'intégration des marchés financiers et bancaires ; les regroupements bancaires obéissent souvent à la logique de champions nationaux ; les Anglais se déployant le plus en Europe continentale ; la consolidation boursière est transatlantique plutôt qu'européenne ; la mobilité du travail et la libre prestation de service restent restreintes. Ces facteurs de rigidité limitent les effets bénéfiques à attendre de la monnaie unique.

#### 4. L'euro aurait bridé l'emploi ?

Le chômage a baissé de manière décisive dans la zone €, de 9 à 7,2 % au début de 2008, le chômage le plus bas depuis 25 ans ! Y compris en France où il a presque rejoint ce niveau européen. Les créations d'emploi s'y sont accélérées et leur rythme moyen égale depuis dix ans celui des États-Unis. Au Japon l'emploi régresse ; dans les autres économies avancées, son rythme a ralenti. La zone € a créé 15 millions d'emplois depuis 1999 et le chômage structurel y a baissé depuis 2004. Certes, en Europe, une part appréciable de ces emplois nouveaux sont à temps partiel ou se situent en Espagne, ce qui relativise la performance. Et aussi, depuis 2003, un écart significatif entre les rythmes de création d'emplois s'est reconstitué entre les États-Unis et l'Europe. Mais au moins ces chiffres témoignent-ils que l'€ n'a pas gêné les créations d'emplois dont on sait par ailleurs qu'elles sont liées à la croissance réelle plus qu'aux conditions monétaires. Alors que les créations d'emploi étaient quasi-nulles en Europe et considérables aux États-Unis pendant toutes les années 1990, entre 1999 et 2006, la situation s'est redressée. Une majorité de commentateurs inquiets à cet égard se réfèrent donc à une réalité datant des années 1990.

## 5. Une politique monétaire inadaptée à une zone hétérogène ?

Au niveau global, les critiques à l'encontre du choix du taux directeur par la BCE pour la zone € sont injustifiées. Avec maintenant huit années de recul, toutes les analyses économétriques comparant la politique de la BCE à celle qu'aurait menée la Fed américaine ou l'ancienne Bundesbank allemande confrontées à notre situation confirment qu'elles auraient agi de la même manière si elle avaient eu à gérer la zone € compte tenu de leur fonction de réaction à l'inflation et à la conjoncture<sup>(25)</sup>.

Au niveau de chaque pays, la politique monétaire unique (*One-fits-all monetary policy*), signifie que le même taux d'intérêt nominal à court terme prévaut dans tous les pays membres. Ce taux choisi en fonction des intérêts de l'ensemble de la zone a pu gêner la croissance des pays à faible taux d'inflation, tels l'Allemagne ou les Pays-Bas, dont le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire le taux directeur commun moins l'inflation propre au pays, était donc plus élevé alors qu'ils auraient eu besoin d'une politique monétaire expansive, donc d'un taux d'intérêt plus bas. Cette politique a au contraire stimulé la croissance des pays à inflation rapide, comme l'Irlande et l'Espagne, qui, eux, ont bénéficié selon les années d'un taux d'intérêt réel faible et parfois même négatif, alors qu'ils auraient plutôt eu besoin d'une politique monétaire restrictive, donc d'un taux d'intérêt plus élevé. Cette politique monétaire plus laxiste, combinée avec les aides structurelles a aussi facilité leur mise à niveau et le rattrapage de leur pouvoir d'achat par rapport au reste de la zone et explique en partie leur forte croissance. La France se situant à cet égard aussi dans la moyenne.

Ces effets sont inévitables dans une zone large, et les écarts constatés sont comparables aux États-Unis entre les États ; mais l'ajustement se réalise outre-Atlantique grâce à la mobilité des hommes et des capitaux vers les États à fort potentiel de croissance et grâce à la redistribution opérée par le budget fédéral. Une politique monétaire commune appelle donc des politiques budgétaires diversifiées : plus expansives dans les pays à faible inflation ou retard de croissance par rapport au potentiel et *vice versa*. Elle appellerait aussi un budget européen plus substantiel que le ridicule 1,2 % du PIB actuel, dont les deux tiers sont consacrés à l'agriculture et aux fonds structurels, et capable d'aider les pays privés des flexibilités monétaire et du change lorsque la politique monétaire commune leur est plus rigoureuse que pour la moyenne.

Globalement les comparaisons économétriques entre les fonctions de réaction de la FED américaine et de la BCE montrent que si la FED est plus réactive au cycle économique, ce qui se justifie par le fait que la croissance est plus cyclique outre-Atlantique, la BCE se montre plus réactive au taux de change. Au total, si la FED avait eu à faire face à la situation européenne, nous n'aurions pas eu une politique monétaire plus expansive<sup>(26)</sup>.

L'€ a donc bien servi de bouc émissaire dans ces trois domaines de l'inflation, des bulles immobilières et de la croissance.

## 6. La réduction des taux d'intérêt et des risques

La monnaie européenne, en unifiant les marchés de capitaux et en dotant tous les États d'une monnaie crédible, a réduit les taux d'intérêt de la zone, surtout ceux supportés dans les pays à fort endettement public et/ou à monnaie faible : France, Italie, Espagne, Portugal. Les citoyens de ces pays devaient payer en sus du taux d'intérêt normal une prime de risque de change dont le tableau ci-joint indique l'ordre de grandeur par rapport aux taux d'intérêt allemands.

---

(25) Trainar P. (2007) : « La Banque centrale européenne, l'euro et le dollar », *Commentaire*, Printemps.

(26) Artus P. (2006) : « Réserve fédérale et Banque centrale européenne : que ferait l'une à la place de l'autre ? », *Natixis Flash*, n° 2006-474.

Artus P. (2007) : Que regarde vraiment la BCE ? Une approche économétrique agnostique, *Natixis Flash*, n° 2007-51.

Mathieu C. et H. Sterdyniak (2007) : « Comment expliquer les disparités économiques dans l'UEM ? », *Revue de l'OFCE*, n° 107.

Dès l'annonce de l'appartenance à la zone euro, les différentiels de taux se sont résorbés par anticipation. Par exemple, la charge d'intérêt de la dette italienne est passée de 12 % du PIB au début des années 1990 à 4,6 % en 2005, grâce aux efforts de désendettement d'une part mais aussi grâce à la baisse des taux d'intérêt. Même chose pour la Grèce (de 12 à 5,2 % du PIB). La France également en a bénéficié. L'OCDE<sup>(27)</sup> estime que les intérêts sur la dette publique ont décliné de 5 à 3 % du PIB de la zone depuis 1999, soit une économie de 2 % du PIB. C'est considérable. Cette économie a permis de réduire la dépense publique moyenne de la zone de 49 à 47 % du PIB potentiel. Toutefois cette moyenne cache d'importantes différences de stratégies. L'Irlande, la Finlande, la Belgique, l'Italie et l'Espagne ont réduit la dépense publique respectivement de 7, 8, 5 et 4 points par rapport à leur PIB potentiel ; la France et le Portugal ont augmenté d'autant la leur, soit 2 % de dépense publique en plus.

La naissance de l'€ a doté des pays ayant autrefois une monnaie peu crédible comme la Grèce ou le Portugal d'une monnaie internationale qui permet à leurs citoyens d'emprunter sur un large marché ; l'usage de l'€ comme monnaie d'emprunt augmente plus rapidement pour cette raison dans les Pecos et les petits pays voisins de la zone €. Les émetteurs d'emprunts et les emprunteurs préfèrent par tradition contracter dans leur propre monnaie –le biais national. L'€ a beaucoup fait augmenter les emprunts transfrontières à l'intérieur de l'Europe et diminué ce biais, contribuant ainsi à réduire ou mutualiser les risques et à accroître la liquidité.

La monnaie européenne a protégé les pays membres et les citoyens contre la spéculation qui exploite les incertitudes, contre les crises financières et diplomatiques internationales. Déjà en 1998, par anticipation de l'euro, l'Europe a échappé, comme les États-Unis, à la contagion mondiale des crises de change asiatiques. Depuis les années 2000 aucun pays européen n'a souffert des chocs majeurs subis dans le monde, alors que nombre d'entre eux auraient vu leur monnaie nationale plonger en pareil cas.

**Tableau IV-4. Taux d'intérêt à long terme**

	1990	1995	2000	2006
Italie	13,5 %	12,2 %	5,6 %	3,7 %
France	10,0 %	7,5 %	5,4 %	3,7 %
Allemagne	8,7 %	6,9 %	5,3 %	3,6 %

Source : OCDE.

## 7. L'opium des Européens

En raison même de ces succès, l'€ a exercé un rôle de bouclier protecteur et un effet anesthésiant sur certains pays qui échappent grâce à lui aux anciennes contraintes extérieures : spéculation sanctionnant autrefois les politiques internes aventureuses comme un budget public en déficit non soutenable, un endettement en monnaie étrangère excessif par rapport aux exportations, ou encore une détérioration rapide de la balance commerciale, et aussi des mouvements sociaux de nature à compromettre la croissance ou à gêner l'activité économique. L'€ parfois ressenti en France comme une menace, se révèle au contraire un bon bouclier protecteur contre les conséquences monétaires des nos soubresauts sociaux récurrents.

(27) OCDE (2007) : « Euro Area », *Economic Surveys*, janvier. Disponible sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

**Tableau IV-5. La balance des paiements courants de la zone euro**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>BPC M€</b>	<b>- 5,8</b>	<b>- 28,3</b>	<b>- 13,8</b>	<b>62</b>	<b>22,2</b>	<b>40,2</b>	<b>- 6,8</b>	<b>- 13</b>	<b>+ 13,1</b>
Biens	83	60	133	75,8	106	104	48	23	+ 60,7
Services	- 11,8	- 13,5	1	13,3	18	21,4	36	35,4	+ 42,4
Revenus	- 32,4	- 24,7	- 39,7	- 39,2	- 44,1	- 32,2	- 21,7	- 7,6	- 6,6
Transferts	- 45	- 50	- 50,8	- 44,8	- 57,8	- 54	- 69	- 72,7	- 83,4

Source : BCE, [www.ecb.org](http://www.ecb.org)

On observe une convergence des conjonctures entre les pays membres : les cycles y sont mieux synchronisés. En revanche, les différences structurelles perdurent, voire s'amplifient. À l'intérieur de la zone € les déficits de balance des paiements des uns étant compensés par les excédents des autres, n'ont plus de conséquence monétaire : ils ne provoquent plus ni spéculation ni dévaluations défensive ou offensive. En effet, la balance des paiements de la zone € est à peu près équilibrée (+ 0,1 de son PIB en 2007) comme le montre le tableau ci-joint. Le solde des services et celui des revenus s'améliorent. La zone € souffre en revanche d'un manque de compétitivité pour le commerce de marchandises et des importants transferts qu'elle opère vers le reste du monde. Elle est peu endettée et sa monnaie flotte. La spéculation a donc peu de raisons de s'exercer contre l'€

Depuis la création de l'€ il faut porter un regard nouveau sur les balances commerciales et des paiements ; seule la balance hors zone importe désormais. Le tableau classique I-5 ne doit donc plus être lu avec le même regard. Or les situations nationales diffèrent fortement à cet égard. **Faute de trouver des données sur le commerce intra et extra-zone euro par pays membre, on commentera ici le commerce extra-zone et intra-zone par pays pour l'ensemble de l'Union à 25.** L'Autriche et la France sont en déficit intra-zone mais en excédent hors zone Europe. Les Pays-Bas et la Belgique, au contraire, sont en fort excédent intra-zone mais en déficit extra-zone ; leur excédent global n'est donc pas aussi satisfaisant qu'il y paraît. L'Allemagne et l'Irlande sont en excédent dans les deux cas. L'Italie subit une dégradation de son commerce extérieur la rendant déficitaire partout, comme l'Espagne l'est depuis longtemps. Le déficit qui inquiète tant la France s'accroît vis-à-vis de l'Europe, mais notre pays contribue au contraire à équilibrer le commerce de l'ensemble de l'Union vis-à-vis de l'extérieur puisque le commerce extérieur de la France hors union européenne est excédentaire. Et si les exportations de la France stagnent, c'est vis-à-vis de ses partenaires européens utilisant la même monnaie ; au contraire, les exportations françaises hors zone UE, celles qui pourraient être gênées par une monnaie forte, se montrent très dynamiques.

**Tableau IV-6. Balance des paiements classique des pays membres (fin 2007)**

Pays en excédent Mds \$ (% PIB)	Pays en déficit
Allemagne.....+ 207 (+ 5,8 %)	Espagne.....- 126 (- 9,3 %)
Pays-Bas.....+ 57 (+ 7,6 %)	Italie.....- 42 (- 2,5 %)
Belgique.....+ 13 (+ 2,5 %)	France.....- 28 (- 1,2 %)
Autriche.....+ 12 (+ 2,8 %)	Grèce.....- 43 (- 13,6 %)
<b>Ensemble zone €.....+ 38 Mds (+ 0,1 %)</b>	

Source : OCDE.

Ces profils si différents des commerces intra et extra zone Europe cohabitent au sein de l'Union européenne grâce à la monnaie commune ; ils sont désormais devenus des différences régionales sans conséquences monétaires aussi longtemps que l'ensemble de la zone reste en équilibre. Cette situation contribue à accroître le pouvoir d'achat des pays en déséquilibre intra zone par leurs importations moins coûteuses et par la diversité des produits accessibles à leur population ; elle

contribue donc largement à l'enrichissement des Français, des Espagnols et des Italiens entre autres dont le travail reste bien valorisé.

La France se trouve très protégée à cet égard, tout comme l'Espagne et le Portugal. Notre pays y a gagné une certaine souplesse dans la mise en œuvre de ses politiques internes et profite de la tolérance des marchés financiers à l'égard de son déficit public, du retour du déficit de son commerce extérieur et de son agitation sociale récurrente. Sans la protection apportée par l'€ la France aurait subi des spéculations contre le franc l'amenant à dévaluer sa monnaie et supporterait des taux d'intérêt plus élevés de plusieurs points et un prix des carburants encore plus élevé. Sans l'€ l'Espagne dont le déficit extérieur atteint -9 % du PIB aurait du dévaluer sa monnaie en 2006 ou 2007. La France devrait faire face à la même perspective. Avec l'€ il en va autrement. **Notre compétitivité décline vis-à-vis de l'Europe, d'où provient la totalité de notre déficit ; à l'extérieur, nos grandes entreprises et notre tourisme restent excédentaires.**

Cependant la disparition de la contrainte externe a l'effet anesthésiant de l'opium : elle retarde la prise de conscience des déséquilibres et de leurs conséquences potentielles sur l'emploi. L'€ permet de repousser les échéances et les mesures destinées à les corriger. La peur des gendarmes dévaluation et spéculation ayant disparu, l'incitation à la réforme mollit.

Les travaux de J. Elmeskov confirment que le rythme des réformes a ralenti dans la zone € depuis 1999 et s'y révèle plus lent que dans les pays non membres<sup>(28)</sup>. Les deux pays dont les marchés du travail ont été les plus réformés et sont les plus flexibles sont le Royaume-Uni et le Danemark, non membres de la zone €. L'un adoptant la voie la plus libérale ; l'autre la voie la plus social-démocrate. Tous deux avec le même succès en termes de chômage (5,3 et 2,8 % à la fin de 2007).

La grande leçon des premières années de la zone € est d'une part l'inertie des politiques et la lenteur des processus d'ajustement aux déséquilibres individuels dans les grands pays et d'autre part la diversité des situations qui perdure.

L'euro protège des chocs géopolitiques et sociaux. Mais si la contrainte externe a changé de nature, elle ne s'est pas envolée. Si elle ne porte plus sur le financement de la balance des paiements ou sur la fixité du change, elle se déplace vers la concurrence internationale, intra européenne bien sûr, mais aussi mondiale. L'absence de sortie par la dévaluation impose un effort sur les coûts et la différenciation des produits. Les prix se comparant plus aisément en régime de monnaie unique et le risque de change ayant disparu, la concurrence fiscale intra européenne devient plus intense.

À l'abri de la zone monétaire se reconstitue peu à peu une Europe duale. a) Un groupe de pays compétitifs dégagant un excédent commercial malgré l'appréciation de l'€ et composé de l'Allemagne, du Benelux et de l'Autriche. Une Allemagne redevenue premier exportateur mondial devant les États-Unis. Ces pays ayant longtemps eu une monnaie forte ou s'appréciant sont entrés dans la zone avec un taux de change élevé. Ils ont adapté avec courage leur spécialisation internationale à la mondialisation. b) Un second groupe de pays de longue date en déficit commercial comportant le Portugal, la Grèce, l'Espagne, entrés dans la zone avec un taux de change très favorable après les dévaluations du début des années 1990, et dont le déficit s'accélère. La France affiche depuis le début des années 2000 une spectaculaire détérioration de son commerce extérieur à partir d'une position excédentaire. Tous ces pays avaient des monnaies faibles et l'habitude de résoudre leurs problèmes internes ou leur manque de compétitivité par la dévaluation. Ils devront dorénavant regarder avec attention leurs indicateurs de compétitivité et y adapter leurs politiques nationales.

La zone € absorbe de telles différences sans déséquilibres du marché des changes. Elle a facilité la mise à niveau des pays du Sud en leur permettant un déséquilibre commercial normal eu égard à leur retard. Elle permet aussi d'absorber un choc dans un pays membre, telles une grève ou une récolte désastreuse. Un pays seul pouvait devoir se résoudre à dévaluer sa monnaie, augmentant son

---

(28) Duval R. et J. Elmeskov (2005) : « The Effects of EMU on Structural Reforms in Labour and Product Markets », *OECD Economic Department Working Paper*.

endettement et diminuant son pouvoir d'achat en biens étrangers. À l'image de la France qui a du dévaluer le franc en 1969 pour absorber les effets des événements de mai 1968. Un pareil choc serait aujourd'hui absorbé par des mouvements de capitaux et ses conséquences partagées entre les pays membres avant que ses effets ne se diluent. L'expérience de ces dernières années confirme en cela les prédictions de R. Mundell. Tout choc géopolitique ou social provoquait autrefois une dévalorisation du franc par report des capitaux sur les monnaies jugées sûres : mark et franc suisse. Aujourd'hui si la contrainte externe classique a disparu, elle réapparaît néanmoins avec retard sous forme de pertes d'emplois liés au commerce extérieur.

La zone € permet aussi aux pays membres de pratiquer des stratégies de croissance différentes.

a) Croissance par l'exportation et la demande externe, grâce à une désinflation compétitive et à la modération des salaires en Allemagne et en Autriche, avec délocalisation d'une partie du processus de production en Europe de l'Est, faibles créations d'emploi, faible progression de la consommation interne ; une situation proche de celle du Japon, qui délocalise en Chine, sacrifie la consommation interne et perd des emplois. Croissance par un commerce accru à l'intérieur de l'Europe aux Pays-Bas et en Belgique, qui tirent pleinement parti du marché unique et de leur spécialisation avantageuse acquise grâce à des années de monnaie forte au sein de la zone mark.

b) Croissance tirée par la demande interne financée à crédit, avec consommation accrue de produits étrangers, et réduction de la capacité industrielle, à l'image de celle des États-Unis dans le second groupe de pays.

La première stratégie ne soutient ni l'emploi ni la richesse par habitant ; la seconde nourrit des emplois de services et favorise le rattrapage du PIB par habitant. La différence entre les deux groupes est devenue un problème régional à l'intérieur de la zone €, comme la différence de performance entre les Régions Ile-de-France et Couloir Rhodanien et le reste de la France.

Si l'arme de la dévaluation compétitive a disparu, deux stratégies de contournement subsistent.

a) En premier lieu la désinflation compétitive, par la baisse des coûts salariaux : gains de productivité, hausse modérée des salaires, fournitures à bas coût à l'étranger ou délocalisation d'une partie du processus de production. Une stratégie longue et douloureuse, coûteuse en emplois et en pouvoir d'achat interne, mais dont les effets sont durables au contraire de ceux de la dévaluation monétaire qui dévalorise le travail national et dont l'impact sur la compétitivité se trouve vite annulé par son effet inflationniste.

b) En second lieu l'augmentation de la TVA, qui renchérit les importations et allège le prix des exportations, aussi longtemps que les autres n'en font pas autant. Cette mesure s'assimile à une dévaluation, avec effets immédiats, également compensés à terme par l'inflation. L'Allemagne a adopté ces deux stratégies, la première depuis 1995 et la seconde en 2007, se donnant ainsi les moyens d'effacer les conséquences du coût de sa réunification en 1990 et de redevenir le premier exportateur dans la zone Europe et à l'extérieur.

Les PIB par habitants restent proches et comparables à ceux des pays non membres, en dehors de la performance de l'Espagne et surtout de l'Irlande ; on note le retard persistant du Portugal. Les pays volontaires maîtrisent leur taux de change effectif réel : Allemagne et Autriche. D'autres le laissent s'apprécier : Italie, Espagne et Pays-Bas, détériorant leur compétitivité. L'écart entre les pays à chômage structurel élevé et les autres, ou les pays hors de la zone, lui, persiste.

Une telle opposition de situation est-elle viable à l'intérieur de la zone €? Oui car le plupart de ces déséquilibres se forment entre Européens et se compensent donc. Le premier déficit commercial de la France se révèle être vis-à-vis de l'Allemagne et le premier excédent de l'Allemagne vis-à-vis de la France. Oui aussi longtemps qu'elle ne détériore pas la balance des paiements de la zone et son endettement, donc ne menace pas la stabilité du taux de change et ne déclenche pas la spéculation. Oui enfin aussi longtemps que les Allemands accepteront de travailler pour le reste de l'Europe comme les Chinois acceptent de travailler pour les Américains. La situation de l'Espagne, du Portugal et de l'Irlande témoigne en partie de leur rattrapage rapide par rapport aux pays plus avancés et des hausses de salaire induites. Celle de la France et de l'Italie sont plus inquiétantes car elles reflètent surtout une perte de compétitivité vis-à-vis de l'Europe elle-même.

Dans la zone € le cycle économique est plus synchronisé : la dispersion de l'écart de croissance par rapport au potentiel a diminué. Si l'inflation diffère entre les pays on le doit en grande partie à leur différence de niveau de développement et au processus de rattrapage ; la dispersion de l'inflation est plus forte qu'aux États-Unis ou entre les provinces au Canada et en Australie. Mais les prix semblent converger dans la zone. La divergence la plus frappante reste le potentiel de croissance, surtout entre grands et petits pays. Les grands pays devant asseoir leur croissance sur la demande interne rencontrent plus de difficultés à créer les conditions d'une croissance potentielle forte et semblent faire leurs réformes le dos au mur ; les petits pays fondant leur croissance sur la demande externe semblent savoir mieux s'adapter à la mondialisation pour stimuler leur croissance potentielle<sup>(29)</sup>. Les marchés financiers sont plus intégrés, excepté le crédit de détail et les opérations bancaires avec les particuliers.

## 8. Sortir de la zone ?

L'idée de sortir de la zone est parfois brandie par ses opposants et certains partis politiques<sup>(30)</sup>. En Italie par la Ligue du Nord par exemple. En France par quelques nostalgiques du bon temps des dévaluations qui oublient volontiers qu'elles étaient ressenties par nombre de Français comme une profonde humiliation et grignotaient peu à peu le pouvoir d'achat national en biens étrangers. L'Italie et la Grèce surtout, dont la stratégie de croissance était fondée sur une compétitivité prix soutenue par une politique de monnaie faible se trouvent en effet bloquées entre l'Europe, qui leur interdit la dévaluation, et la concurrence par les prix que leur impose l'Asie, la Chine surtout, qui met à mal leur spécialisation dans la division internationale du travail : textile & cuirs, biens industriels à forte intensité de main d'œuvre. Les pays du sud sont entrés dans l'€ avec un taux de change avantageux, après les dévaluations du début des années 1990. Depuis l'UEM le coût du travail s'y est accru plus que dans le reste de la zone : + 27 % en Italie entre 1999 & 2006 ; près de 50 % en Grèce. Certains y rêvent donc de revenir en arrière en abandonnant l'€

L'agence de *rating* Standard & Poor's (agence d'évaluation des risques) a dressé un scénario de sortie de la zone pour ces deux pays. L'image est spectaculaire. L'Italie dévaluerait sous la pression des marchés et de la spéculation de 25-30 % et la Grèce de 50 %, retrouvant ainsi temporairement leur compétitivité. Mais en même temps, la dette extérieure, dorénavant libellée en €, passerait de 108 % du PIB à 138 % en Italie et de 107 à 138 % en Grèce. Le *rating* de crédit (échelle déterminant les taux d'intérêt) tomberait de AA- à A- en Italie et à BBB- en Grèce. Renommer ces dettes en lire ou drachme serait considéré comme une répudiation. Les taux d'intérêt sur cette dette augmenteraient et la charge de remboursement avec eux. Les Italiens supportent déjà une charge d'intérêt de 4,5 % du PIB (contre 1,9 % dans la zone €) ; en supposant que le taux augmente et compte tenu de l'endettement accru, cette charge pourrait dépasser 6 % du PIB. Le rêve tournerait vite au cauchemar. Il n'y a pas de retour en arrière.

L'€ est source de fierté pour certains Européens qui l'ont accepté avec célérité et enthousiasme. Combiné avec le marché unique et l'Espace de Schengen, son arrivée a concrétisé pour beaucoup de citoyens d'Europe, les touristes et les entreprises, la liberté de circuler dans l'Union où il est connu et accepté partout et par tous et perçu comme une grande monnaie. Un progrès notoire pour des Français ou des Italiens, habitués à un franc ou à une lire faibles et toujours menacés de dévaluation, ou des Belges dont les Américains ignoraient le franc. Le secteur du textile et du vêtement français a cessé de vivre dans la hantise d'une dévaluation de la lire italienne qui donnait un coup de fouet temporaire mais tangible aux exportations italiennes, ressenti comme une concurrence déloyale. Un gain de temps, de liberté d'esprit et un gain financier, tous aspects difficiles à quantifier mais bien ressentis par les entreprises.

Plus fondamentalement, l'€ est Symbole de l'intégration européenne et de l'approfondissement de l'Union ; il apporte la preuve que les Européens peuvent accepter une délégation majeure de souveraineté et créer puis gérer des structures fédérales dans la durée.

---

(29) OECD (2007) : « Euro Area », *OECD Economic Surveys*. Disponible sur [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

(30) Centre for European Reform (2006) : *Will the Eurozone Crack?* Disponible sur [www.cer.org.uk](http://www.cer.org.uk)

## Chapitre V

# Le point de vue des entreprises

L'€ protège les entreprises commerçant dans l'UEM du risque de change mais soumet celles qui commercent dans la zone \$ au sens large et qui s'internationalisent à un risque accru et à une concurrence d'une nature nouvelle. L'exposition au risque de change varie en effet selon la géographie du commerce extérieur. Ici c'est le taux de change du marché, le plus instable, qui joue son rôle. Par exemple, depuis 2002, les dollars américain et canadien se sont dépréciés des trois quarts par rapport à l'€ Cette exposition varie aussi selon les caractéristiques propres au cycle de production des entreprises. À titre d'illustration, dans le secteur de l'aéronautique et de l'aviation, s'opposent les situations extrêmes d'Air France et d'Airbus. Air France achète ses avions et règle son kérosène en \$ ou dans une situation de concurrence où les prix, même s'ils s'expriment en € lorsqu'il achète des Airbus, sont fixés en référence à la concurrence de Boeing, donc sont sensibles au \$ ; mais ses salaires et ses principaux coûts sont en € et ses recettes essentiellement en €. La gestion des terminaux étrangers ou des sites d'accueil dans les aéroports se fait en monnaie locale, sans risque de change. Coûts d'investissements et d'énergie liés au \$, recettes et bénéfices en € ; le risque de change est donc favorable à Air France quand l'€ s'apprécie et le cycle de production permanent permet d'ajuster les prix aux variations de l'€. Airbus, au contraire, règle presque tous ses coûts en € salaires et fabrication se faisant à Hambourg ou à Toulouse, et vend sur un marché dominé par des concurrents nord américains. Coûts en € et recettes en \$ avec un cycle de production de plusieurs années ne permettant pas d'ajuster les prix. Le risque de change lui est donc défavorable quand l'€ s'apprécie et le \$ baisse. Il frappe de même les équipementiers et les services d'entretien, dont le chiffre d'affaires dépasse de beaucoup le prix de l'appareil sur sa durée de vie, et qui n'auront d'autre solution que de s'installer en zone \$ si l'euro reste fort. Boeing au contraire, dont les coût et les recettes sont en \$, ne subit à peu près pas de risque de change.

La nature du risque encouru dépend beaucoup du processus de production. Les produits devant être fabriqués sur place, tels le béton de Lafarge, les glaces courantes de Saint Gobain, les livraisons de gaz d'Air Liquide génèrent peu de risque de change. Les sites de production sont proches des zones de livraisons, on produit puis on vend dans la même monnaie. On développe des filiales locales travaillant dans une seule monnaie. On dit ces entreprises naturellement *hedgées* (risque de change équilibré par devise). Par exemple Saint Gobain, numéro deux mondial du verre est ainsi naturellement protégé pour l'essentiel de son chiffre d'affaires. La concurrence se déroule alors à armes égales : salaires et fournitures diverses sont les mêmes quelle que soit l'entreprise et sa nationalité d'origine. Au contraire les firmes exportant leur production à partir de sites localisés dans leur pays d'origine sont par nature plus exposées au risque de change.

## 1. Entreprises protégées du risque de change

Tout le commerce intra zone, intra Union européenne et entre l'Union et la pays de l'Est européen ou du Nord de l'Afrique en tire parti. C'est beaucoup : il s'agit là de 50 à 60 % du commerce entre les pays membres de la zone € et plus de 75 % pour les Pecos ; en moyenne 72 % des échanges à l'intérieur de l'Europe des 27 pour lesquels le risque de change soit a totalement disparu soit est devenu faible. Cet avantage varie selon que les échanges extérieurs sont plus ou moins orientés vers la zone € Un bon indice d'exposition aux variation des taux de change et à la concurrence est le jeu de pondérations utilisées par la BCE pour calculer le taux de change effectif de l'€<sup>(31)</sup>. Il montre que les pays du Nord, très petits, sont ceux qui commercent le plus avec la zone \$ ; ils restent donc les plus exposés. Pour l'Allemagne l'indice d'exposition au commerce intra zone atteint 53 % ; pour la France 61 % ; l'Espagne, l'Autriche et le Portugal sont beaucoup plus orientés vers l'Europe : 69 et 74 % de leur commerce extérieur ; l'Irlande bien moins : 38 %. La nouveauté est grande pour l'Allemagne, la France et l'Italie qui sont entre eux respectivement premier et deuxième client et fournisseur et dont les monnaies subissaient de fréquents ajustements. Ainsi, avant 1999, tout le secteur du textile français tremblait à la pensée d'une dévaluation de la lire italienne qui favoriserait Gucci et Benetton. La première opération de change des banques françaises était franc contre mark ou *vice-versa*. La nouveauté est moindre pour l'Autriche qui fait 44 % de son commerce intra zone avec l'Allemagne et dont le shilling était de longue date fortement lié au mark.

**Tableau V-1. Structure du commerce extérieur de la zone euro**

Destination des exportations	En % du total
Intra-zone	50 %
Extra-zone	50 %
	<b>En % des exportations extra-zone</b>
Autres Union européenne	35,4 %
États-Unis	14,5 %
Asie (avec Japon)	19,7 %
Afrique	5,6 %
Amérique latine	4 %

Source : BCE.

**Tableau V-2. Structure du commerce extérieur de la France**

En % du total (2006)	Exportations	Importations
<b>Union européenne</b>	<b>65,6 % +</b>	<b>61,1 %</b>
Royaume-Uni	8,5 % +	6,1 %
<b>Zone euro</b>	<b>50 % =</b>	<b>49 %</b>
Allemagne	14,5 % –	16,2 %
Espagne	9,8 % +	6,8 %
Italie	9,1 % +	8,5 %
<b>États-Unis</b>	<b>6,8 % +</b>	<b>6 %</b>
Japon	1,5 % –	2,4 %
Pays de l'Est	5,1 % +	4,3 %
Asie	5,7 % –	9,8 %
Amérique latine	2,2 % =	2,1 %
Moyen Orient	3,1 % +	2,5 %
Afrique	5,4 % +	4,8 %

Source : INSEE.

(31) Makrydakīs St. et alii (2002) : « The Effective Exchange Rates of the Euro », *ECB Occasional Paper*, n° 2.

Quelles entreprises en ont profité<sup>(32)</sup> ? On sait que la proportion d'entreprises exportant est faible : 4 % du total en France, ce pourcentage étant comparable à celui des États-Unis et de la plupart des pays européens excepté l'Allemagne (11 %). Les PME exportent surtout dans l'Union européenne et les marchés proches de l'Est ou d'Afrique : 75 % de leurs ventes. Cependant, si les PME constituent près de 80 % des entreprises exportatrices, elles génèrent seulement 15 % des exportations. Les grandes entreprises et les entreprises étrangères en tirent donc aussi grand parti puisqu'elles réalisent respectivement 40 et 45 % des exportations de la France. Dans tous ces groupes les entreprises qui exportent sont parmi les plus grandes et connaissent une croissance plus forte que le moyenne ; ce qui explique qu'un emploi sur six soit concerné par les exportations en France. L'usage de l'€ facilite grandement leur déploiement dans l'Union et à l'Est de l'Europe.

Quelques exemples concrets illustrent la révolution de l'€ pour beaucoup d'entreprises. Certaines grosses PME disent considérer la zone € comme un *Nirvana*. Pofil type : Bergerat Monnoyeur, un importateur et distributeur français d'équipements travaillant dans les pays de la zone euro au sens large et se déployant de l'Union européenne vers l'Est et le Sud qui vend des matériels de transport et d'équipement tels des camions, tracteurs, moissonneuses batteuses, machines outils. La clientèle va du bâtiment à l'agriculture ou à la petite industrie. Ces matériels, le plus souvent importés, peuvent être allemands comme américains (Mercedes ou Caterpillar). Cette entreprise travaille en €, en zloty polonais, en ron roumain ou encore en dinar algérien. Moins de 5 % du chiffre d'affaires reste en \$. Son risque de change a diminué et son coût est devenu négligeable ; elle achète même dorénavant en € des matériels de marque américaine fabriqués en Europe. Une telle entreprise emploie des techniciens et réalise l'essentiel de sa marge sur les services après-vente qualifiés accompagnant les matériels, mise à disposition et entretien, plus que sur la vente des produits industriels eux-mêmes. Ainsi la marge sur les matériels peut se limiter à 10 % à cause de la concurrence alors que la marge sur les services peut atteindre 50 %. Sur ces services, pas de risque de change ; les salaires sont en monnaie locale et définis en fonction des variations de l'€

Au dire de telles entreprises les choses ont basculé en 2002 lors de l'apparition des billets et des pièces en € : les transactions préalables en \$ sont passées à l'€ dans les pays proches de la zone €. La diffusion des euros a joué un rôle déterminant en rendant l'€ tangible. Des salaires polonais ou roumains indexés au préalable sur le \$ le sont maintenant sur l'€. Le risque de change a en partie disparu dans ces pays proches. La perspective d'entrée dans la zone euro rend ces pays très attractifs et nourrit la spéculation immobilière dans les centres-ville et les zones commerciales. Elle favorise aussi le déploiement des banques : 80 % sont déjà étrangères dans les pays de l'Est ; des commerces comme Carrefour et Metro s'y installent. Le risque pays et les différences de taux d'intérêt se sont effondrés. La stabilité de l'€ et l'ancrage officiel ou de fait de nombreuses monnaies de l'Est à l'€ attirent les investisseurs étrangers. Avec un risque de spéculation et de dépossession de la propriété dans toute la zone ; mais aussi avec un effet de richesse non négligeable.

Pour une entreprise comme Renault qui produit ses Logan en Roumanie le rattachement du ron roumain à l'€ diminue également le risque de change et facilite la fixation des salaires comme la commercialisation de ces véhicules en Europe ou elles rencontrent un succès inattendu.

Autre exemple : Vinci. Importante entreprise de BTP et de gestion d'équipements publics réalisant de grands chantiers à l'international, avec 80 % de son chiffre d'affaires en zone € et 12 % en £ ou en monnaies des pays d'Europe centrale et orientale, le solde en \$ ou en devises rattachées. Pour une telle entreprise l'€ est accepté de la Russie au Canada en passant par l'Australie. Elle souhaite vivement voir le monde politique promouvoir résolument l'usage de l'€ dans le monde. L'€ en s'appréciant, l'aide à modérer les salaires et évite les dérapages inflationnistes qui minent la compétitivité ; il permet de relancer l'investissement sans pression sur les taux d'intérêt. La principale exposition au risque de change provient des grands contrats à l'international ; le risque est alors géré projet par projet et suivi filiale par filiale. Ce type de grande entreprise européenne se déployant peu à peu dans le monde reconnaît avoir grandement tiré parti de l'apparition de l'euro.

---

(32) Valerteinas B. (2006) : « Structure et comportement des entreprises exportatrices françaises », *Diagnostics, Prévisions et Analyses Économiques*, n° 102, mars.

La force de la monnaie européenne a aussi réveillé des entreprises auparavant poussées à se spécialiser dans les produits à bas prix par une politique de monnaie faible, les incitant à restructurer leur offre et à répondre à la demande qualitative de la clientèle. Le redressement de Fiat qui propose aujourd'hui des voitures de qualité, économes en énergie et adaptées à la demande des femmes en particulier, illustre ce possible sursaut. L'image de Fiat en est transformée. Cet exemple rappelle le sursaut de Renault dans les années 1990, années du franc fort.

Les entreprises étrangères réalisent 45 % des exportations françaises ; elle se localisent dans la zone € pour tirer parti du marché élargi ; leurs coûts comme leurs recettes s'expriment alors en € ; elles tirent grand parti, comme les entreprises nationales, de la plateforme européenne et de la stabilité des monnaies en Europe. Par exemple, les laboratoires pharmaceutiques choisissent souvent la France comme base de production en Europe et à ses confins et jouent un rôle de premier plan dans les exportations de médicaments hors de France.

Toutefois la médaille a son revers : elle incite des entreprises européennes, françaises, à se contenter de commercer à l'intérieur de la zone € au sens large. Zone moins peuplée, vieillissante et donc moins dynamique on le sait. À court terme l'Est européen et l'Afrique du Nord offrent un bol d'air à nos entreprises avec une forte croissance et une demande soutenue. À long terme il y a là une menace pour les entreprises se contentant du marché européen, moins dynamique que ceux du reste du monde. Les PME, grosses comme petites, devront être attentives à ce risque à moyen terme et faire l'effort de se redéployer vers l'international hors de la zone européenne. Un effort important devrait être entrepris par les postes diplomatiques à l'étranger à leur égard.

## 2. Entreprises en risque de change

La sensibilité du commerce extra zone aux variations du change avec les pays à grandes monnaies fluctuantes, \$, yen, franc suisse, varie ainsi beaucoup selon les pays. Pour l'Allemagne, l'exposition atteint 35 % de ses échanges ; pour la France 30 % ; pour l'Italie et l'Espagne autour de 24 % ; pour l'Irlande, le double, 50 % ; et au Portugal ou en Autriche 20 % seulement. La nature cette exposition est souvent géographique puisque le commerce extérieur subit la loi de la gravitation : le volume des échanges augmente comme le carré de la proximité géographique. Ainsi l'Irlande, qui commerce deux fois plus avec le Royaume-Uni que tout autre pays de la zone, 25 % de son commerce extérieur, se trouve surtout exposée au risque £, qui, on l'a vu a diminué ; mais aussi plus que tout autre au risque \$, 16 %, qui, lui, reste élevé.

La France compte de nombreuses entreprises internationalisées se classant première ou deuxième mondiale dans leur secteur d'activité. Dont Accor, Air Liquide, Airbus, Bouygues, Carrefour, Edf et Gdf, L'Oréal, Larfage, Lagardère, LVMH, Pernod Ricard, Saint Gobain, Suez, Thalès, Veolia, Vinci... Toutes se sont internationalisées dans la décennie 1995-2005, ont dégagé des profits records ces dernières années et poursuivent leur croissance à l'international. La France est 5<sup>e</sup> exportateur industriel mondial, après l'Allemagne, les USA, la Chine et le Japon. Pas si mal compte tenu des différences de population. Et 4<sup>e</sup> exportateur de services, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni. Soit de loin le premier exportateur par habitant ou par travailleur. Mais cette position se dégrade rapidement depuis le début des années 2000. Ou depuis la création de l'€ s'inquiètent certains ?

L'effet direct des variations du \$ est faible : les exportations de la France vers les États-Unis sont du même ordre de grandeur que celles allant en Belgique : 7 % du total ; et les importations provenant des États-Unis inférieures à celles nous venant de Belgique. Mais l'exposition du commerce extérieur à la zone \$ au sens large est forte et surtout l'effet tiers joue à plein, le \$ étant la monnaie de cotation et de référence pour nombre de contrats. L'effet global d'une dépréciation de 10 % du \$ découle de l'effet combiné de l'exposition au \$ et de la sensibilité des importations et des exportations aux prix. Les secteurs les plus sensibles étant l'informatique, les machines mécaniques et électriques, les produits alimentaires et les produits du bois. Les industries d'équipement seraient les plus vulnérables à la dépréciation du \$. La sensibilité du secteur des textiles et habillement, cuir et chaussure, machines électriques, qui perdent des parts de marché, provient surtout de la sous-

évaluation des monnaies asiatiques et de leur ancrage au \$, zone dont provient l'essentiel de la concurrence. Là se situe l'impact le plus important, et ce d'autant plus qu'il s'agit de secteurs à fort contenu en emplois. La sensibilité de la chimie, des machines mécaniques ou électriques et des matériels de transport provient de la perte de compétitivité de nos exportations, mais elle semble d'une moindre intensité<sup>(33)</sup>.

Quelles entreprises restent exposées à ce fort risque de change ? En France, surtout les grandes firmes, plus de 250 salariés, dont 96 % sont exportatrices dans l'industrie, puisque la probabilité pour qu'elles exportent augmente avec leur taille et qu'elles sont à peu près seules à être présentes sur les marchés lointains : États-Unis ou Asie et dans les pays émergents. Les secteurs les plus exportateurs sont par ordre d'importance : l'aéronautique, la chimie, l'équipement électrique, la métallurgie. Il s'agit de moins de 10 % des entreprises françaises. Ainsi, les groupes exposés au risque de change se trouvent être ceux qui peuvent le mieux le supporter et le maîtriser. Ils disposent de services bancaires spécialisés dans la gestion du risque de change. Le principal inconvénient du risque de change est une distorsion de concurrence entre les entreprises exportatrices dans la zone dollar et les autres et une instabilité de la position compétitive sur les marchés mondiaux.

Depuis dix ans l'industrie française s'est spécialisée dans l'aéronautique et l'espace, l'armement, l'automobile et les matériels de transport, la pharmacie, les matériels agricoles, les équipements de télécommunication et de protection, tous secteurs où ses exportations progressent vivement. Pourtant dans presque tous ces secteurs la progression des exportations de l'Allemagne ou de la Suède se révèle supérieure (à part pour l'armement et les télécommunications en Suède). Or ces deux pays subissent un risque de change égal ou comparable.

La France perd des parts de marché, bizarrement compte tenu de son agriculture à la fois forte et aidée, dans l'agroalimentaire, et surtout le textile et l'habillement, l'électronique et l'informatique, l'électroménager et la construction navale. Ces dernières évolutions semblent naturelles puisqu'elles reflètent les avantages comparatifs de l'Asie. En revanche perdre des parts de marché hors de la zone € depuis 1999 par rapport à l'Allemagne et même par rapport à l'Espagne ou à l'Italie, tous pays situés en zone € semble anormal. Nos pertes de parts de marché se sont accentuées pendant les deux années de l'euro faible (1999-2001). Notre pays n'a pas tiré parti de la dévalorisation du franc puis de l'euro de 1995 à 2001 ; depuis il semble avoir pâti de l'appréciation de la monnaie européenne. Ni tiré parti de l'accélération de la croissance mondiale et des échanges depuis 2000 (respectivement + 5 % et + /8 % par an).

La balance commerciale de la France, hors pétrole et armement, se dégrade depuis 1997 : d'un excédent de plus de 35 milliards d'€ à un déficit de presque -40 milliards. Or c'est avec l'Union européenne et ses marges que cette dégradation est la plus marquée depuis 2005. Au début de 2007, malgré un € fort depuis plusieurs années, la balance commerciale de la France reste déficitaire en biens et en services vis-à-vis de la zone € ; elle est au contraire excédentaire vis-à-vis des autres pays de l'Union européenne, et, plus surprenant, des États Unis et du Japon.

Le taux de change ne peut donc pas être le principal motif de cette mauvaise performance quand l'Allemagne accumule des excédents records malgré son € fort depuis le début des années 2000.

L'offre française réagit peu à l'international lointain ; fut-elle concentrée sur la satisfaction d'une demande nationale plus dynamique, d'une demande européenne plus facile à satisfaire grâce à l'apparition de l'€ ? Ou encore paralysée par les 35 heures et leur cohorte de complications qui ont en partie absorbé l'énergie des patrons de PME ?

L'Allemagne et la Suède ont plus de secteurs exportateurs que la France et tirent meilleur parti de la mondialisation malgré la force des monnaies européennes. Les exportations de la France restent trop dépendantes d'un petit nombre de secteurs, aéronautique ou espace, pharmacie, dont certains se trouvent être parmi les plus exposés au risque de change. Le rythme de nos exportations est sensible aux dates de livraison des airbus par exemple.

---

(33) CEPII (2003) : « Heureux dollar », *Lettre du CEPII*, n° 225.

Fait plus surprenant, le solde traditionnellement excédentaire de la France dans les services se dégrade ; nous avons laissé le Royaume Uni acquérir une position dominante dans la finance, l'assurance et les services aux entreprises, malgré une livre sterling devenue aussi forte que l'€ Même la Suède dégage un excédent croissant dans les services depuis cette date. Or, on ne peut rétorquer que ces pays aient bénéficié d'un avantage de change puisque leurs monnaies, flottantes certes, suivent en fait l'€ Le solde du tourisme français aussi se détériore fortement depuis 2001. L'attrait des États-Unis pour les touristes français et le désamour des Américains pour une France devenue trop chère en sont en partie responsables.

La France tire parti de la mondialisation pour consommer plus que pour produire. Depuis 2000 la consommation de produits manufacturés des Français a progressé de +23 %, témoignant d'un fort pouvoir d'achat. Mais les consommateurs ont choisi des produits étrangers puisque les importations correspondantes ont bondi de + 68 % alors que la production française stagnait à +8 % ! Les ménages français augmentant ainsi leur pouvoir d'achat. Dans le même temps, les entreprises perdent en compétitivité en n'important pas assez. Les Américains, les Allemands et les Nordiques importent résolument des biens intermédiaires et/ou des biens d'équipement permettant à leurs entreprises de tirer parti des prix bas des pays émergents pour accroître leur compétitivité, et cela d'autant plus que l'€s'apprécie. Ainsi, la France importe-t-elle moins des pays émergents, 10 % de ses importations, que l'Allemagne ou les USA : respectivement 25 % et 35 % de leurs importations.

### 3. Les nouveaux risques de change

Ces entreprises mondialisées subissent trois types de risque de change.

- le risque lié aux transactions commerciales lorsque leurs coûts se forment dans une monnaie alors qu'elles perçoivent des recettes dans une autre devise. Par exemple lorsque le \$ se déprécie de - 20 % entre une l'offre de vente pour un système de contrôle des informations produit en € mais vendu en \$, la signature du contrat et sa livraison, la marge aura fondu d'autant ;
- le risque lié au rapatriement des bénéfices et/ou des dividendes exprimés dans une autre monnaie ; si ceux-ci se forment en \$ ou en yen, leur valeur en €aura baissé d'autant ;
- le risque patrimonial lié à la possession ou à l'acquisition d'un actif dans une zone monétaire différente, dont la valeur dans la monnaie de l'entreprise peut fluctuer. Une filiale cotée à Tokyo verra sa valeur baisser avec le yen, lui-même accroché plus ou moins au \$.

Les nouvelles règles comptables créent une inquiétante instabilité en imposant de comptabiliser les actifs, les créances et les dettes à leur vraie valeur (*fair value*). Celle-ci peut fluctuer avec le change, créant des situations artificielles d'instabilité et compliquant l'interprétation des comptes des entreprises. Les variations de l'€peuvent ainsi avoir un fort impact comptable sur les résultats et modifier l'interprétation des comptes des entreprises pour les observateurs extérieurs comme l'illustre l'encadré ci-après.

### Encadré V. L'impact comptable du risque de change

Regardons une entreprise européenne dont le chiffre d'affaires se forme pour un quart en France, un quart en Europe dans la zone € 45 % dans la zone \$ (États-Unis, Chine, Moyen-Orient...) et 5 % dans d'autres devises comme illustré par le tableau ci-après. Faisons l'hypothèse d'une croissance des ventes de 5 % partout et d'une marge bénéficiaire de 10 % dans toutes les zones et imaginons que le \$ se déprécie de -10 % et les autres devises de -5 %. Alors que l'activité s'est développée normalement hors change, dans les comptes en € elle semblera être restée stable et le bénéfice rapatrié en Europe sera amputé de 5 % par effet du change.

Activité	Chiffre affaires en devises locales	Chiffre affaires en €	Bénéfice en devises locales	Bénéfice en €
France.....25 %	26,25	26,25	2,6	2,6
Europe.....25 %	26,25	26,25	2,6	2,6
Zone \$ .....45 %	47,25	42,52	4,7	4,2
Autre.....5 %	5,25	5	0,52	0,5
Total	105	100 €	10,5	10
	hors effet de change		hors effet de change	

Le risque commercial de ces entreprises est élevé dans trois cas de figure :

- lorsque leurs produits sont fabriqués en Europe, par des salariés payés en € et voyagent à faible coût de transport, enfin sont écoulés sur des marchés où le \$ ou le yen sont dominants. Profil type : l'aérospatial et l'armement, l'automobile dans certains cas ; Airbus, Dassault, Thalès ;
- lorsque leur processus de production est long, des délais de plusieurs années pouvant s'écouler entre les offres commerciales, la signature des contrats et la livraison des produits. Exemple : les avions civils et militaires, l'armement, le nucléaire ou encore les satellites. Profil type : Areva, Thalès ou Alstom ; EADS ;
- lorsque la concurrence se déroule en \$ dans le monde. Quelle que soit la monnaie de facturation, même si c'est l'€ lorsque l'acheteur est l'État, une collectivité locale ou un hôpital, les offres commerciales des concurrents sont faites en \$ ; les entreprises produisant dans la zone \$ ont ainsi acquis une compétitivité artificielle depuis 2002 par le simple effet de la dépréciation du \$ et des monnaies asiatiques par rapport à l'€. Par exemple, des fournisseurs s'étant couverts en change en 2003 pour trois ans, soit jusqu'à 2006 jusqu'à une valeur de € = 1,35\$, doivent aujourd'hui renégocier des contrats sur la base d'un € proche de 1,50\$. La situation ne relève plus là d'une simple couverture de change. Cas type : l'entreprise franco-britannique Thalès, 2<sup>e</sup> ou 3<sup>e</sup> mondial dans l'électronique navale, la gestion du trafic aérien, l'équipement aérospatial, enfin dans les systèmes d'information critique (sécurité). Tous domaines où la concurrence est mondiale et s'exacerbe dès que le \$ se déprécie. Autre cas type : Alstom dont les concurrents pour le TGV sont le canadien Bombardier, l'Allemand Siemens et les japonais Hitachi ou Mitsubishi, dont les offres suivent le cours du \$.

Dans ces trois cas une dépréciation forte du \$ peut annuler et au delà la marge bénéficiaire de l'entreprise. Si le \$ baisse pendant plusieurs années le risque de change peut alors détruire tous les efforts de productivité et de performance de l'entreprise. Sont particulièrement sensibles à ces risques les avionneurs, les fournisseurs de matériels pour l'exploration de l'espace et d'armement et ceux de transport. La longueur de leur processus de production étant comparable à la durée des cycles de fluctuation du \$ ou de l'€ et supérieure à celle des couvertures de change couramment offertes par les banques.

*A contrario*, n'oublions pas que les entreprises européennes font leurs courses à bas prix avec l'€ fort ! D'abord elles achètent toujours leurs matières premières et leur énergie et souvent leurs

produits semi-finis en monnaie américaine ; la nouvelle division internationale du travail augmente cette part des fournitures importées et achetées en \$ ou en monnaies liées. Le risque vis-à-vis de la monnaie américaine s'en trouve réduit à proportion de ces éléments dans leur prix de revient, constituant un *hedging* naturel. Lorsque ces entreprises vendent dans la zone € elles tirent au contraire un parti d'autant plus grand de l'€fort que leurs fournitures achetées en zone \$ constituent une part croissante de leurs coûts de fabrication. Exemple : dans les années 1960, un Boeing 727 contenait 2% de produits importés ; dans les années 1990, un 777 en comportait 30 % ; le 787 actuel 70 %. Renault fabriquait lui-même 80 % des ses voitures en 1950 ; aujourd'hui 20 %. Ensuite les entreprises s'internationalisent depuis 2000 en absorbant des entreprises étrangères, Américaines en particulier, à prix de plus en plus bas. Une belle occasion pour elles faire leur marché à bas prix sur les bourses mondiales et de grandir à moindre frais ! On sous estime et on fait volontiers silence en France sur cet aspect de l'€fort.

Les grandes entreprises se protègent du risque de change de plusieurs manières.

a) En équilibrant leurs créances et leurs dettes dans chaque devise (être *hedgé*). Soit de manière naturelle : en produisant, vendant et s'endettant dans les mêmes devises, comme le font Air Liquide, Essilor ou encore Renault. Les entreprises internationalisées s'y efforcent systématiquement depuis les années 2000 en installant des sites de production dans les zones de forte demande et en arbitrants le volume produit selon l'évolution des taux de change. Par exemple en poussant la production aux États-Unis lorsque le \$ est faible et en Europe lorsque l'€est faible.

Essilor par exemple, leader mondial des verres pour lunettes réalise l'essentiel de sa valeur ajoutée sur la fabrication des verres prescrits, donc localement, dans la monnaie du pays consommateur. Quand les monnaies asiatiques s'apprécient, baht thaïlandais ou peso philippin, les salaires et le chiffre d'affaire aussi ; le risque de change reste faible ; il porte sur la fourniture de palets de verre par la maison mère, en € et sur le rapatriement des bénéfices et des dividendes, en monnaie étrangère. Les variations du \$ exercent là un fort impact et sont couvertes. Autre exemple 30 % de la production de Renault se situe hors de la zone €et ce pourcentage devrait atteindre 50 % à l'avenir. Les coûts de production et surtout de logistique, livraison, commercialisation, les plus importants, se forment en monnaie locale ou liée au \$. Le risque de change est donc là encore faible. Les entreprises peuvent aussi compenser une exposition commerciale à une devise en s'endettant dans cette devise pour éliminer le risque de change. Par exemple, une entreprises vendant en yen, donc créancière en yen, choisira de s'endetter en yen pour compenser.

Ces implantations sont souvent confondues avec des délocalisations ; elles résultent naturellement de la forme du système monétaire international. L'€, la £ et le franc suisse étant les seules monnaies forte, seules les activités à forte valeur ajoutée des exportateurs hors de la zone € ont vocation à rester implantées en Europe.

Les actifs cotés en devise à risque sont souvent aussi équilibrés par un endettement dans la même devise. Par exemple l'achat de Nissan par Renault a entraîné des emprunts en yens, objets d'un double effet d'aubaine grâce au faible taux d'intérêt et à la baisse du yen par rapport à l'€

La plupart des grandes entreprises disent rechercher en priorité la couverture naturelle et ne jamais conserver de positions de change importantes volontairement. Pour le risque résiduel elles se couvrent en change. Comment ?

## 4. Les protections

En achetant et en vendant des devises à terme ou des options sur le marché des changes, le Forex, ou encore par des swaps entre devises. Les plus grandes, comme Essilor, ont leurs propres salles de change et opèrent directement sur le marché, sans l'intermédiaire des banques. Les autres utilisent les services des banques spécialisées. Internet leur permet de plus en plus de sélectionner l'offre la plus compétitive et de faire jouer la concurrence entre ces banques pour chaque contrat. La plupart gèrent leurs couvertures de change de manière centralisée, pour le compte de leurs filiales ou sites de production, responsables de leur risque de change au niveau décentralisé.

Aujourd'hui les opérations de change les plus fréquentes de la Deutsche Bank, première banque mondiale sur le Forex, portent sur le \$ (50 %) puis pour 10 % chacune sur la £, le yen, les monnaies des Peco, d'Asie et d'Amérique latine. Les banques offrent de plus en plus des produits structurés et sophistiqués : combinaisons d'options d'achat (*call*) et d'options de vente (*put*) permettant de se protéger à l'intérieur d'une bande de fluctuation des devises et de limiter ainsi le coût de ces protections. Alors que le coût d'une option simple à un an peut atteindre 3 % du chiffre d'affaires protégé, une combinaison de *put* et de *call* peut revenir à 0,5 %, mais, en limitant le risque, on limite aussi les gains potentiels. Le coût d'une couverture dépend de sa durée et de la volatilité du taux de change sur les marchés. Le tableau ci-après permet d'apprécier l'influence de ces deux paramètres.

L'Union monétaire, en réduisant la volatilité journalière du change de 15,5 à 6,5 % entre 1999 et 2006 a diminué le coût de ces protections comme l'illustre le tableau V-3. La crise financière de l'été 2007 a fait brutalement doubler la volatilité du change ; temporairement peut-on espérer. Ces opérations exigeant à la fois des compétences et des équipements sophistiqués (salles de marché) l'intégration européenne a favorisé les grands établissements spécialisés comme Deutsche Bank, UBS, Citigroup, Barclays, HSBC, et en France BNP-Paribas ou Société Générale. Les banques moyennes ayant adhéré au réseau des précédentes.

**Tableau V-3. Volatilité et coût d'un call/€ à un an ; maturité et coût d'une option**

Volatilité du change	Coût d'un <i>call</i> € à 1 an	Durée couverture (maturité)	Coût d'une option
6,75 %	2,60 %	12 mois	0,85 %
7,75 %	3,00 %	24 mois	1,90 %
8,75 %	3,35 %	36 mois	2,75 %
9,75 %	3,75 %	5 ans	4,41 %

Source : Deutsche Bank.

Enfin certaines entreprises sont contraintes de comprimer leurs marges en cas d'appréciation de l'€ (*pass through*). C'est ce que font les grandes entreprises, surtout françaises. En effet, 16 % d'un choc de change est absorbé par les entreprises allemandes contre 34 % par les entreprises françaises. Autrement dit, lorsque l'€ s'apprécie de + 10 %, les exportateurs français réduisent leurs prix de 3 % ; les exportateurs allemands de moitié moins.

Cette particularité témoigne d'une difficulté à fixer les prix et d'une plus forte concurrence subie par les entreprises françaises.

## 5. Le dollar, un étalon de prix élastique

Le \$ sert donc d'étalon aux entreprises européennes pour les prix des matières premières et de l'énergie, des biens mondialisés comme l'aéronautique, les satellites et plateformes de lancement et les fusées spatiales, et depuis peu pour les droits à polluer. Les marchés de matières premières comme le *Chicago Mercantile exchange* ou le *New York Mercantile exchange*, le *London ICE Future Exchange* sont pour la plupart dans la zone \$ ou dominés par le \$. Seuls quelques marchés fonctionnent encore en £ : celui du cacao, ou déjà en € : les marchés aux fleurs des Pays-Bas. Même les cotations de l'art s'expriment de plus en plus en \$. Les opérateurs en \$ bénéficient d'un effet de réseau : cotations simples, uniques et mondiales, immédiatement accessibles. Après chacun gère son risque de change.

L'étalon unique étant le \$ pour tous les produits homogènes et mondialisés, c'est un étalon élastique dont le taux de change varie comme un yo-yo, ce dont le reste du monde hors d'Europe semble se soucier peu. Comment concevoir un étalon de mesure des valeurs et des prix relatifs aussi élastique ? Son évolution détermine même le prix du pétrole qui augmente au fur et à mesure que le dollar baisse ! Le yo-yo du dollar décrit au chapitre deux apparaît inouï pour ses utilisateurs

commerciaux. La plus grande faiblesse de l'€ se révèle aujourd'hui de ne pas remplir cette fonction d'étalon de mesure des valeurs internationales, ses promoteurs n'ayant pas souhaité ou pas pu le propulser comme monnaie de cotation et de facturation.

Le débat récurrent se déroulant en France sur le taux de change, sur l'€ fort et le dollar faible, apparaît souvent comme un alibi pour éviter de poser les vraies questions sur la compétitivité et sur les ressorts de l'emploi et de la croissance potentielle. Il reste la stratégie de défense des pays à tradition de monnaie faible habitués à résoudre leurs problèmes de compétitivité et leurs conflits sociaux par la dévaluation. Leur monnaie unique permet aujourd'hui aux pays européens de s'insérer dans le commerce international selon des stratégies distinctes, de coexister avec des potentiels de croissance différents. Elle a surtout servi les pays ayant auparavant une monnaie faible qui ont tiré parti de la politique monétaire commune et de la crédibilité accrue. L'UEM a fait disparaître la contrainte externe pour les pays commerçant surtout à l'intérieur de l'Union européenne.

Le revers de la médaille est qu'en facilitant les échanges intra zone, la monnaie unique peut contribuer à favoriser une croissance plus faible en créant un cercle vicieux dans les pays trop tournés vers l'Europe dans la mesure où la demande intra zone est moins dynamique que la demande mondiale. Autant la Belgique que les Pays-Bas ou l'Espagne, dont le commerce extérieur est plus tourné vers la zone euro, risquent d'en souffrir à l'avenir. La France comme toujours se situe dans l'entre-deux.

## Chapitre VI

# La BCE peut-elle, doit-elle intervenir ?

Au lieu de compter les coups, les Européens devraient-ils s'engager dans une politique de change active, comme les Asiatiques, et comme les y presse une partie du monde politique français ? Doivent-ils au contraire rester sagement à l'écart de tout activisme et de toute gesticulation, comme les Américains ?

### 1. Les textes fondateurs

Les textes fondateurs restent vagues et les conditions de leur application augmentent cette incertitude. Comment se répartissent les responsabilités dans la politique de change à l'intérieur de la zone € ? Deux instances peuvent intervenir :

- le Système européen de banque centrale, SEBC, c'est-à-dire la Banque centrale européenne (BCE) et les Banques centrales des pays membres :
  - la BCE conduit les opérations de change ; son intervention à son initiative est donc légitime lorsque le niveau de l'€ risque de compromettre la stabilité monétaire ; par exemple lorsqu'une dépréciation de l'€ risque d'entraîner une augmentation des prix des produits importés pouvant se généraliser risque de provoquer de l'inflation ; exemple : en 2000 à l'époque de l'euro faible ;
  - elle détient et gère les réserves de change de la zone (article 105, A). La BCE choisit donc leur composition ;
- le Conseil des ministres des Finances de la zone euro (dit Eurogroupe), statuant alors à l'unanimité, peut conclure des accords... sur un système de taux de change c'est-à-dire sur le choix du régime de change de l'€ vis-à-vis des autres devises. Statuant à la majorité qualifiée il peut aussi formuler les orientations générales de la politique de change : euro fort ou faible par exemple (article 110, III).

La BCE, par la voix de J.C. Trichet, a adhéré à la déclaration du G7 sur le caractère néfaste de la volatilité du taux de change. Une plus grande flexibilité serait nécessaire en Asie, non pas tant pour équilibrer la balance des paiements américaine, que pour stabiliser le taux de change de l'€ Cette prise de position légitimerait donc une intervention en cas de trop grande instabilité du taux de change de l'€ ou de brutale dépréciation du \$. Le président de la BCE s'est exprimé pour la

première fois en 2008 sur l'appréciation de la monnaie européenne lorsque le taux de change de l'€ a passé le seuil des 1,50\$ en rappelant aux Américains qu'ils estimaient qu'un \$ fort était bon pour les États-Unis. Autre première, témoignant de la diffusion de l'inquiétude, les ministres des finances de l'Union européenne ont estimé : « Une volatilité excessive et des mouvements désordonnés des taux de change ne sont pas souhaitables... » au sommet européen de mars 2008.

La disposition du traité sur le rôle du pouvoir politique reste d'application virtuelle faute d'un gouvernement de l'Europe pour prendre de telles décisions. Les politiques économiques, budgétaires et fiscales, à l'intérieur de la zone €, restent du ressort des États membres ; cependant une coordination s'engage au sein de l'Eurogroupe qui réunit les ministres des finances des pays de la zone et où se trouve débattu de l'environnement économique de la monnaie unique. En son sein la question du taux de change est aussi parfois évoquée. Toutefois, son président Jean-Claude Juncker affirmait encore récemment : « La politique des changes est une compétence qui relève du seul champs de la Banque centrale (BCE) »<sup>(34)</sup>. Le pouvoir politique n'est donc pas prêt à endosser la responsabilité que lui confèrent en principe les textes.

J-P. Fitoussi a reproché à la BCE de se comporter comme une « dictature éclairée » en la matière. D'autres regrettent la solitude dans laquelle le vide politique et l'abandon du projet de Constitution européenne l'ont installée.

Le gouvernement français presse régulièrement l'Eurogroupe d'exercer les responsabilités que lui confèrent les textes fondateurs et d'envisager une politique de change active. Tant Gherard Schroeder qu'Angela Merkel se sont déclarés confortables avec le *statu quo* et se sont toujours opposés à cette ambition d'activisme. L'Europe reste divisée et impuissante face à la chute du \$. Divisée entre les pays considérant l'euro fort comme un avantage majeur et ceux qui y voient un handicap pour leurs exportateurs.

L'objectif principal de la BCE est *la stabilité des prix et, sans préjudice de cet objectif, elle doit apporter son soutien aux politiques générales dans la communauté...* (art. 105). Parmi les objectifs assignés à l'Union européenne par le Traité de Rome figurent *un niveau d'emploi élevé et une croissance durable et non inflationniste*. La BCE doit donc en principe apporter son soutien à ces objectifs sauf si l'action de l'Union ou la sienne était de nature à relancer l'inflation. Les observateurs critiques reprochent ardemment à la BCE d'avoir des objectifs restrictifs et de négliger la croissance ou l'emploi. Ils font en général référence aux objectifs de la banque centrale américaine définis par le Federal Reserve Act : *croissance monétaire adaptée au potentiel de croissance à long terme de l'économie...emploi maximum, stabilité des prix et taux d'intérêt à long terme modérés*. Le président de la BCE, Jean Claude Trichet a réaffirmé la primauté de l'objectif de stabilité des prix en cas de conflit d'objectif à l'occasion de la crise boursière de janvier 2008 : « Nous n'avons pas sur notre boussole deux aiguilles, une pour l'économie réelle, l'autre pour l'inflation. Nous en avons une seule, celle qui nous indique comment stabiliser les prix ».

Alan Greenspan expose sa conception des missions de la FED dans ses mémoires. Sa mission statutaire : « créer les conditions monétaires nécessaires à une croissance et à un emploi durables maximums ». Et plus loin : « La poursuite de la prospérité exige le maintien de la stabilité des prix et la FED agira en conséquence ».

Si on compare les textes, l'ordre des priorités diffère entre les deux banques centrales mais les objectifs sont les mêmes. La FED poursuit explicitement la croissance et l'emploi ; la BCE implicitement. Ni la FED ni la BCE n'ont d'objectif de taux de change puisque le \$ et l'€ sont des monnaies flottantes. La FED adopte à l'égard de la valeur du \$ une attitude qualifiée de souveraine indifférence (*benign neglect*). La BCE fait de même.

L'instabilité, la volatilité de l'€ et son appréciation sont-elles de nature à ralentir la croissance européenne, voire à la bloquer ?

---

(34) Interview donnée à *La Tribune* à l'occasion du 50<sup>e</sup> anniversaire du Traité de Rome, 26 mars 2007.

## 2. Des craintes pour la croissance

Les modèles économétriques permettent de mesurer les conséquences de l'instabilité du taux de change effectif sur la croissance, et permettent d'apprécier, *a contrario*, l'effet bénéfique d'une plus grande stabilité du change pour chaque pays membre de la zone €

Divers travaux convergents de la BCE estiment qu'une appréciation de 1 % du taux de change effectif de l'€ réduit la croissance de - 0,14 point à l'horizon de deux ans<sup>(35)</sup>. Chiffre indicatif bien sûr, mais qui permet de situer l'impact de la hausse de + 6 % durant l'année 2007, si elle devait se poursuivre, à un peu moins d'un point de croissance perdue dans deux ans ( $0,14 \times 6 = 0,84$  point). Bien sûr, ces effets vont se combiner avec ceux du troisième choc pétrolier qui vont les amplifier.

Le modèle d'inspiration néo-keynésienne NiGEM<sup>(36)</sup> (*National Institute's Global Econometric Model*) du *National Institute of Economic and Social Research* par exemple permet de simuler les effets d'une appréciation brutale de + 10 % du change effectif nominal de l'€, c'est-à-dire une hausse de + 10 % par rapport à toutes les monnaies. Un tel choc se répercute sur la croissance et l'emploi à travers les exportations et à travers les marchés financiers. Dans la réalité, ces chocs de change se déroulent sur 1 ou 2 ans actuellement et leurs effets peuvent se superposer. Quels en sont les impacts en France ?

- l'appréciation de l'€ *détériore la compétitivité* des exportations, plus ou moins selon l'ajustement des marges par les entreprises pour en atténuer l'effet : les exportateurs européens les comprimant en général et les importateurs étrangers les augmentant. Le volume des exportations, devenues moins compétitives, baisse et celui des importations, moins coûteuses, augmente. Mais une moindre activité à l'exportation diminue la demande globale et l'emploi, donc en effet second, le volume des importations ; au total, les prix à la consommation baissent par effet mécanique d'un prix moins élevé des importations et d'une demande intérieure moins dynamique. Et *vice versa* lorsque l'€ se dépréciait ;
- l'appréciation de l'€ *réduit la valeur des actifs* détenus en monnaie étrangère, donc l'effet de richesse accentue la dépression de la demande intérieure ; la baisse des prix augmente le taux d'intérêt réel, réduisant l'incitation à l'investissement. Les effets financiers tendent donc à accentuer les effets réels de l'appréciation du change.

Une appréciation de 10 % du taux de change effectif nominal de l'€ est de nature à déprimer l'activité d'un point la première année, et de 0,5 point la seconde puis l'effet se stabilise ; on revient à l'équilibre à long terme. Le résultat correspond à celui de la BCE ( $0,14 \times 10 = 1,4$  point). Les prix à la consommation baissent de 1,5 point la première année puis de 1 point la seconde et continuent de baisser durablement. L'appréciation de l'€ contribue donc à maîtriser l'inflation dans la zone.

L'impact du taux de change sur le tourisme, donc sur la balance des services, se révèle également important en France. Une appréciation + 10 % de l'€/\$ entraîne une dégradation de la balance commerciale du tourisme de 1 Mds € dès la première année, et les années suivantes. Or, la France subit une importante dégradation depuis 2001, imputable à trois facteurs : l'appréciation de l'€ ; les attentats terroristes ; une perte d'attractivité due à la concurrence de nouvelles destinations prisées à l'Est de l'Union comme Dubrovnik ou Prague, villes attractives où l'€ est accepté. Plus de la moitié de cette dégradation serait due à l'appréciation de l'€<sup>(37)</sup>. Les stations de ski françaises se plaignent des variations du \$ qui les rend plus ou moins compétitives par rapport aux Montagnes rocheuses. Le succès récent de New York auprès des touristes doit beaucoup à la faiblesse du dollar.

---

(35) Hahn E. (2007) : « The Impact of Exchange Rate Shocks on Sectoral Activity and Prices in the Euro Area », *BCE Working Paper*, n° 796.

(36) Potier L. et H. Saint-Guilhem (2006) : « Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », *Bulletin de la Banque de France*, n° 153.

(37) Chevillon G. et X. Timbeau (2006) : « Impact de l'appréciation de l'euro sur le secteur du tourisme », Complément B in *Évolution récente du commerce extérieur français*, Rapport du Conseil d'analyse économique, n° 64, pp. 99-108.

On connaît plus mal l'impact d'un choc de change sur les différents secteurs dans la zone euro<sup>(38)</sup>. Sont sensibles au change les secteurs ouverts au commerce extérieur, exportateurs, où la concurrence des produits importés est forte, enfin dont les clients sont attentifs aux prix (demande élastique). En Europe l'industrie supporte la quasi totalité de ces chocs : surtout la métallurgie, les industries produisant des biens de production, machines et équipement, des véhicules à moteur ; ces secteurs voient leur valeur ajoutée diminuer de - 0,6 % quand l'euro s'apprécie de + 1 % (taux de change effectif nominal). Puis dans une moindre mesure le textile et le cuir, le caoutchouc et le plastique et les biens de consommation durable (électroménager par exemple) ; là l'effet est de l'ordre de -0,3 %. Enfin, moins sensibles, les consommations non durables (- 0,2 %). La finance et les services aux entreprises, l'alimentation, l'édition semblent peu ou pas touchés ; dans le bâtiment et travaux publics ou les services administratifs, pas d'effet significatif. Pas d'impact non plus sur l'électricité, le gaz et l'eau. Ne pas oublier toutefois que 70 % de la valeur ajoutée en Europe comme en France se dégage dans les services, peu sensibles au taux de change, excepté le tourisme, donc.

L'impact est plus ressenti en France parce que nos grands champions nationaux se trouvent dans le groupe sensible : automobile et aéronautique et parce que le tourisme joue un rôle prépondérant dans nos échanges de services avec l'étranger.

La monnaie européenne a subi un mouvement de balancier du type décrit ci-dessus, avec dépréciation entre 1999 et 2000, deux années de stabilité entre 2001 et 2002, pour s'apprécier à partir de 2002. Un effet comparable à celui d'une dévaluation suivie d'une réévaluation après deux années sans changement. La zone € a bénéficié en effet d'une chute de -20 % de son taux de change effectif nominal (deux fois l'ampleur envisagée dans le modèle ci-dessus) entre 1999 et la fin de 2000 ; l'équivalent bienvenu d'une bonne dévaluation compétitive au moment du retournement de conjoncture et du ralentissement de la croissance amorcé mi-2000. Puis une hausse de +10 % environ, comparable à celle du modèle décrit ci-dessus, entre la mi-2002 et la mi-2003 ; enfin une nouvelle appréciation de +6 % en 2007.

L'appréciation de l'€ a accompagné la croissance retrouvée de la zone jusqu'en 2007. Au contraire de ce qui se dit souvent, depuis la naissance de l'€ son taux de change n'a pas été contraire à la conjoncture, *pro-cyclique* comme on dit. En 2007 la compétitivité française avait retrouvé son niveau du milieu des années 1980 ou 1990. On constate bien cet impact décisif de l'instabilité monétaire externe sur les exportations françaises. Le phénomène n'a pas changé de nature depuis l'apparition de l'€. L'aptitude de l'€ ou de la politique de la BCE à en réduire l'amplitude constitue donc un enjeu majeur.

Le modèle NIGEM montre aussi qu'une politique active de la Banque centrale face au choc de change, appliquant en réaction la règle de Taylor, c'est-à-dire en l'espèce diminuant les taux d'intérêt dans la zone lorsque l'€ s'apprécie, atténue le choc dans toutes ses composantes, excepté la baisse des prix, et permet un retour plus rapide à l'équilibre.

### 3. Deux types d'intervention

La Banque centrale peut-elle, en pratique, intervenir ? La réponse diffère selon l'orientation de l'intervention envisagée car les conditions d'intervention ne sont pas symétriques.

- si l'€ est jugé trop faible, l'intervention consiste à acheter des € et vendre des devises, donc ses réserves de change, pour soutenir le cours de la devise européenne. Alors les moyens d'action de la BCE sont très limités puisqu'elle détient peu de réserves : 450 Mds \$ environ (avec l'ensemble des banques centrales nationales), soit moins de 7 % des réserves mondiales et 13 % des opérations quotidiennes de change mondiales (tableau V). L'expérience prouve par ailleurs que ce type d'intervention peut inciter la spéculation à

---

(38) Hahn E. (2007) op.cit.

tester les capacités de résistance de la banque centrale, ne réussit jamais à s'opposer à une tendance fondamentale à long terme et que seules des interventions concertées des grandes Banques centrales sont efficaces comme ce fut le cas en 1985 et en 2000 ;

- si l'€ est jugé trop fort, au contraire, l'intervention consiste alors à vendre des € pour acheter des devises, qui grossissent en ce cas les réserves de change. La capacité d'intervention de la banque centrale est alors en théorie sans limites<sup>(39)</sup>. La BCE aurait donc aujourd'hui l'occasion de se constituer des réserves en intervenant pour limiter l'appréciation de l'€

**Tableau VI-1. Réserves de change des banques centrales**

Réserves de change, Mds \$	Fin 2007	%
Grande Chine : Chine, HK, Taiwan, Singapour	1460 + 140 + 266 + 152 Total 2020	
Japon	954	
Autres Asie	507 Total Asie 3 480	Asie : 55 %
Amérique latine	255	
Afrique	267	
PECO & Turquie	264	
Russie	460	
Moyen Orient	590	Autres : 35,6 %
UE & USA	Z€452 USA 70 RU 96 Total 618	Z€ USA, RU : 9,4 %
Total	6560	100 %

Source : FMI.

Les banques centrales asiatiques fournissent un bel exemple de cette asymétrie : alors qu'elles furent impuissantes à éviter l'effondrement de leurs monnaies en 1997 par épuisement de leurs réserves de change, elles parviennent aujourd'hui à les empêcher de s'apprécier, cette fois en accumulant des réserves de change, qui leur confèrent pouvoir et autonomie pour l'avenir.

Toutefois, les interventions systématiques sur le marché des changes encouragent la spéculation ; elles génèrent tôt ou tard des déséquilibres majeurs ; enfin les réserves de change de la FED comme de la BCE sont aujourd'hui si faibles par rapport aux opérations quotidiennes de change sur les marchés des changes qu'elles leur permettent uniquement des interventions ponctuelles. Ces opérations atteignent en effet 3 500 Mds de \$ par jour alors que la FED, la BCE et la Bank of England en détiennent à elles trois 620 Mds, soit moins de 10 % des 6 500 Mds de réserves de change du monde. Plus de la moitié étant en Asie comme l'illustre le tableau ci-joint. La solution est donc ailleurs, probablement auprès des pays asiatiques et de leurs banques centrales.

(39) Fitoussi J-P. (2004) : « La question du taux de change de l'euro », *Lettre de l'OFCE*, n° 247.

## 4. Et les taux d'intérêt ?

La banque centrale fixe les taux d'intérêt directeurs qui déterminent le coût du crédit dans toute l'économie. Elle les choisit en fonction de la situation interne de la zone euro. Les augmentant quand elle sent poindre l'inflation ; les abaissant quand la croissance mollit. En principe la politique des taux d'intérêt n'est pas utilisée pour agir sur le change. Le principal avantage d'une monnaie flottante est de rester maître de sa politique des taux pour atteindre l'équilibre interne.

Toutefois, ces taux d'intérêt agitent aussi les détenteurs de capitaux. Surtout les différences de taux des deux côtés de l'Atlantique lorsqu'elles sont importantes. Et ce faisant ils peuvent agir aussi sur le taux de change. Si les capitaux sont mieux rémunérés en Europe, ils y affluent et font s'apprécier l'€ Et *vice versa*. L'activisme de la FED met parfois la BCE en situation cornélienne. Les besoins propres à la zone euro peuvent se trouver en contradiction avec les préoccupations de change. Par exemple la FED, en diminuant son taux d'intérêt directeur par étapes successives de 5,25 à 2,25 % pour limiter les conséquences de la crise financière de 2007-08, a créé un écart en faveur de l'Europe, où les taux étaient restés à 4 %, risquant de faire encore s'apprécier l'€ déjà au-delà de sa marge normale de fluctuation. Or à 4 % avec 3 % d'inflation le taux d'intérêt réel européen reste bien à un niveau ( $4 - 3 = 1$  %) approprié en l'absence de menace de récession en Europe.

Cette situation impose donc à la BCE de veiller sur la différence des taux d'intérêt entre les deux continents.

## 5. Politique monétaire et niveau du change

La BCE n'a pas rendu officielle sa réaction aux variations du change €\$. Elle ne communique jamais sur le concept de niveau optimal du change : sujet politiquement sensible. Toute opinion exprimée officiellement risque en effet de perturber à la fois le marché et le fonctionnement du MC2 qui prépare l'intégration de nouvelles monnaies dans la zone. Plusieurs situations se présentent :

- ces variations ont un effet important sur l'inflation interne ; elles devraient donc normalement entrer dans la fonction d'objectif de la BCE. Une appréciation de l'€ modère les prix et peut donc autoriser des taux d'intérêt plus bas, toutes choses égales par ailleurs. Une dépréciation de l'€ peut générer des tensions inflationnistes, et donc justifie l'intervention de la banque centrale pour inverser la tendance. La BCE ne communique pas sur ce point. L'analyse économétrique de la fonction implicite de réaction de la BCE par Patrick Artus montre pourtant que sa politique tient bien compte du taux de change<sup>(40)</sup> ;
- beaucoup s'interrogent et pressent la BCE d'intervenir pour limiter l'appréciation de l'€ soit en abaissant son taux d'intérêt directeur soit en intervenant sur le marché des changes ; certains lui suggèrent même de définir un objectif de change, sous forme d'une parité assortie de marges de fluctuation plus ou moins larges. On se rappellera par exemple les critiques contre l'€ fort des deux principaux candidats à la présidence de la République lors des élections de mars 2007.

Il faut rappeler plusieurs évidences :

- l'incertitude entourant le concept de taux de change d'équilibre n'autorise à parler de niveau exceptionnel qu'en dehors de la fourchette 0,9 à 1,40 \$/€;
- la politique monétaire ne peut poursuivre à la fois des objectifs internes et externes, lesquels entrent souvent en contradiction ; dans ces conditions, mieux vaut se limiter aux objectifs de stabilité interne qui garantissent la crédibilité de la monnaie ;

---

(40) Artus p. (2006) : *Réserve fédérale et Banque centrale européenne : que ferait l'une à la place de l'autre ?*, op.cit.

- toute annonce d'un objectif de change suscite la nervosité des marchés, crée une incitation à la spéculation (espérance mathématique de gain supérieurs à celle de perte) et pousse les marchés à tester la capacité de réaction de la banque centrale ;
- surtout, l'expérience prouve que seules des interventions conjointes des grandes banques centrales sont efficaces et qu'elle ne peuvent s'opposer durablement à une tendance fondamentale sur les marchés.

En revanche et depuis 25 ans la FED et les banques centrales européennes, puis la BCE interviennent soit par le verbe soit sur les marchés dans les situations d'exception : sous ou surévaluation manifeste du \$ ou des, puis de la monnaie européenne, formation d'une bulle. Il faut des circonstances extrêmes ; que le marché donne un signal évident ; une convergence d'interprétation des données fondamentales des deux côtés de l'Atlantique ; un excès de volatilité ou un niveau considéré comme non désirable des taux de change. Alors les banques centrales passent à l'acte. Selon les cas : plus d'envolée du \$, plus d'effondrement de l'€ décident-elles comme en 1985 ou en 2000. L'efficacité exige le consensus.

Les modèles économétriques présentés au chapitre précédent conduisent à s'interroger sur l'attitude des banques centrales. La FED peut rester inactive vis-à-vis du yo-yo du \$ dont le taux de change s'ajuste aux conditions internes américaines : *policy mix* et entrées de capitaux finançant le déficit courant. Les banques centrales asiatiques adaptent leur politique de change à la stratégie de développement de leur zone fondée sur l'exportation et donc sur une politique de monnaie faible qui renforce leur compétitivité. En l'absence d'évolution coordonnée des monnaies asiatiques, l'ajustement risque donc de se réaliser au détriment des pays européens qui subiraient alors un € trop fort ? La question de l'internationalisation de l'€ sera posée dans le dernier chapitre.

En France la diatribe contre la politique monétaire de la BCE et contre l'€ fort à tous propos s'apparente au réflexe de Pavlov dans certains milieux politiques et médiatiques. Elle sert de bouc émissaire pour éviter d'imputer les difficultés aux décisions nationales. Par exemple pour excuser la perte de compétitivité de l'économie française. Le voisin Allemand, le redressement de Fiat, le succès inespéré d'Airbus auprès du Pentagone démontrent que le niveau actuel de l'€ peut ne pas compromettre les exportations. Les chiffres confirment que cette critique n'est pas justifiée ; d'ailleurs nos principaux partenaires européens ne partagent pas ce point de vue pessimiste au niveau actuel du taux de change de l'€. Il n'en ira pas forcément toujours ainsi.

La France revendique à cor et à cri une réunion des chefs d'État de la zone € et la constitution d'une forme de Gouvernement économique et monétaire de la zone €. L'Allemagne s'y déclare régulièrement opposée. Une solution intermédiaire pourrait être la fusion des droits de vote des pays membres de la zone € au sein du FMI qui lui permettrait de commencer à parler d'une seule voix. Mais qui parlerait alors ? Mr Juncker, président de l'Eurogroupe ou Mr Trichet, président de la BCE ?

## 6. Un visage, une voix ?

Dans le monde institutionnel et médiatique une zone géostratégique doit avoir un visage et une voix. Emettant la deuxième monnaie mondiale, la zone € est bien aujourd'hui un ensemble géostratégique majeur. Elle a certes un visage : celui de Jean-Claude Trichet, le principal artisan de la crédibilité de la monnaie européenne et le premier destinataire des critiques à elle adressées. Mais quelle est sa voix dans les organismes internationaux ? Celle du président de la BCE ou celle du président de l'Eurogroupe ? La zone € est, comme l'espace de Schengen, l'un des approfondissements de l'Union européenne. Postérieure aux arrangements des organismes internationaux, elle n'existe pas en tant que telle. Certes le président de la BCE participe de plus en plus aux conférences internationales et aux réunions des organismes internationaux. Mais, par exemple, les pays membres de la zone € restent représentés en tant qu'États indépendants au FMI où se traitent les questions monétaires internationales et se gèrent les crises. Le Fonds monétaire international a été créé en 1944 comme instance de coopération monétaire et financière dans le but

d'éviter la répétition des politiques économiques désastreuses, dévaluations compétitives, sur évaluation des monnaies, ayant contribué à prolonger la grande dépression des années 1930. Il compte 185 pays membres. Chaque pays y votant en fonction de son apport (quota). La sous évaluation des monnaies asiatiques engendrée par les politiques de la zone Asie, de la Chine en particulier, la sur évaluation de l'€devenu l'étalon du \$, pourraient trouver des solutions au sein du FMI. Malheureusement, la Zone euro n'y a ni quotas propres ni droits de vote en tant que telle. Ses membres les plus influents sont l'Allemagne et la France, totalisant à elles deux 11 % des quotas et des droits de vote. C'est pour le moins paradoxal pour une organisation qui gère la seconde monnaie mondiale. Ses pays membres représentent pourtant 23 % des quotas et détiennent 22,6 % des droits de vote. Soit plus que les États-Unis (17 %). Mais ses votes s'expriment en ordre dispersé. Le Japon y semble aujourd'hui sur représenté (6 %) par rapport à la Chine (3,7 %) compte tenu de l'importance respective du yen et du yuan. Si l'Europe s'exprimait d'une seule voix elle aurait le poids que mérite sa monnaie. Elle aurait surtout, avec un visage, enfin une voix. Qui doit représenter la zone €pour débattre du taux de change ? Jean-Claude Trichet, président de la BCE ou Jean-Claude Juncker, président de l'Eurogroupe ? La question attendra pour être tranchée que les Européens soient en mesure de décider. L'absence claire de réponse à cette question affaiblit la zone euro.

**Tableau VI-2. Droits de vote au FMI (2008)**

Pays	Droits de vote en %
États-Unis	17,8 %
Japon	6 %
Royaume-Uni	4,86 %
Allemagne	5,88 %
France	4,86 %
Ensemble Zone €	22,6 %
Chine	3,66 %

## Chapitre VII

# Les paradoxes de l'internationalisation de l'euro

Depuis la naissance de l'euro le système monétaire international comporte deux pôles, la zone euro et une quasi zone \$. Un duopole asymétrique disent les économistes. Paradoxe : l'euro s'internationalise trop lentement selon certaines entreprises qui pressent l'Europe et la BCE de soutenir son usage en dehors de la zone € alors qu'il risque au contraire d'être propulsé comme monnaie de placement internationale plus vite que ne le souhaitent la BCE ou les instances européennes.

### 1. Un duopole monétaire

Comment peuvent se comporter deux monnaies mondiales en situation de duopole<sup>(41)</sup> ? Rappelons les situations historiques intéressantes à cet égard. Les deux monnaies ayant coexisté furent d'une part l'or et l'argent dans les pays industriels à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle ; la £ et le \$ d'autre part entre les deux guerres mondiales :

- les expériences antérieures de cohabitation font craindre l'instabilité. Le bimétallisme du XIX<sup>e</sup> siècle ou cohabitaient l'or et l'argent fut instable car soumis à la loi de Gresham : *La mauvaise monnaie chasse la bonne*. La monnaie la plus fiable étant thésaurisée et la moins fiable brûlant des doigts de ses détenteurs. Les années 1930, où cohabitaient la livre sterling et le dollar, subirent une instabilité monétaire permanente ponctuée de dévaluations compétitives qui accentuèrent la déflation. Un monopole bilatéral est par nature instable ;
- dans un marché des changes bilatéral, l'espérance mathématique de fortes fluctuations du taux de change augmente puisque d'autres monnaies ne sont plus disponibles pour absorber les demandes excessives de l'une d'entre elles ;
- mais, paradoxe, deux partenaires ont aussi plus de chances de s'entendre en cas de *swing* majeur et jugé dangereux ; comme Américains et Européens surent le faire en 1985 par les accords du Plaza et en 1987 par ceux du Louvre, dans l'espoir de stabiliser le cours du \$, puis en 2000 pour arrêter la baisse de l'€

---

(41) Majnoni d'Intignano B. (2003) : *L'instabilité monétaire*, Que sais-je ? PUF.

Les variations du dollar dépendent soit de facteurs internes aux États-Unis comme le déficit de la balance des paiements et les politiques budgétaire ou monétaire, soit de la politique de change des banques centrales asiatiques, soit des mouvements de capitaux, soit encore des taux d'intérêt respectifs des deux côtés de l'Atlantique, soit enfin de la rentabilité des investissements directs, donc de la croissance économique aux États-Unis.

Certains Européens, surtout des Français, ont longtemps rêvé d'une entente sur des zones cibles de variation du taux de change entre le \$ et l'€ garanties par une intervention conjointe des BC (BCE, FED & BoJ) qui permettrait une certaine stabilité des taux de change. Or, l'instabilité des taux de change entre les grandes monnaies provient des trois décalages fondamentaux entre les trois continents : conjoncture, politiques monétaire et budgétaire, enfin croissance potentielle. Une telle solution impliquerait une coopération économique mondiale. Impensable pour les Américains comme pour les Japonais. Chacun adapte sa politique à ses intérêts du moment. La mondialisation ne tend pas à résorber ces déséquilibres et chaque continent est attaché à la souveraineté de sa politique monétaire et budgétaire. Le rêve français reste donc solitaire.

Les Américains et les Européens ne peuvent donc espérer stabiliser leur taux de change en dehors des situations de crise. Leurs zones ne présentent aucune des caractéristiques d'une zone monétaire optimale. Elles ne sont pas intégrées commercialement ; elles subissent des chocs différents ; elles n'ont pas les mêmes priorités de politique économique. Elles sont soumises au triangle des incompatibilités de R. Mundell : un pays ne peut simultanément bénéficier de la liberté des mouvements de capitaux, pratiquer une politique monétaire autonome et maintenir son taux de change fixe. Stabiliser le taux de change de l'euro/\$ ferait perdre à l'Europe l'autonomie de sa politique monétaire et/ou exigerait une coordination des *policy-mix* de part et d'autre de l'Atlantique. Peut-être un rêve pour certains Français ; sûrement un cauchemar pour la plupart des autres Européens et pour tout Américain.

Le flottement est bien le régime approprié entre les deux continents. Il permet d'amortir les chocs externes. Il faudra donc s'habituer au yo-yo entre l'€ et le \$. En sachant qu'en cas de crise majeure les deux banques centrales savent agir de concert. On ne saurait en effet attendre l'émergence d'une autre monnaie mondiale majeure avant plusieurs décennies puisque l'expérience prouve que les changements de régime monétaire se déroulent à très long terme.

La vraie question n'est pas celle de l'euro fort ou faible, mais bien celle de l'internationalisation de l'€. En passant le cap des 1,40\$ puis 1,50\$, très en dehors de sa bande de fluctuation normale, l'euro a mis en pleine lumière le paradoxe d'une internationalisation à la fois trop lente et trop rapide. Surtout d'une impuissance des Européens à concevoir un rôle international pour leur monnaie.

## 2. Un nouveau Bretton Woods ?

Une thèse séduisante a été présentée par certains économistes, Folkers-Landau et le FMI, puis confirmée par la BCE. La situation actuelle reproduirait en partie celle créée par les accords de Bretton Woods après la seconde guerre mondiale sous le régime du *Gold exchange standard*, entre les monnaies européennes et le dollar à la fin des années 1960<sup>(42)</sup>. À la conférence de Bretton Woods, en 1944, les grands pays ont tenté de revenir au principe des changes fixes. Les monnaies européennes restèrent alors faibles durant la reconstruction, comme aussi le yen, conférant un avantage compétitif à ces deux zones. La banque centrale allemande, obligée de défendre la parité du mark par rapport au \$ dut lutter contre la tendance du mark à s'apprécier en achetant massivement des dollars. Elle accumula alors des réserves de change considérables lesquelles furent placées aux États-Unis. Les États-Unis émettant la monnaie internationale pouvaient ainsi financer

---

(42) Dooley M., D. Folkerts-Landau et P. Garber (2004) : «The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », *NBER Working Paper*, n° 10332.

Eichengreen E. (2004) : « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper*, n° 10497.

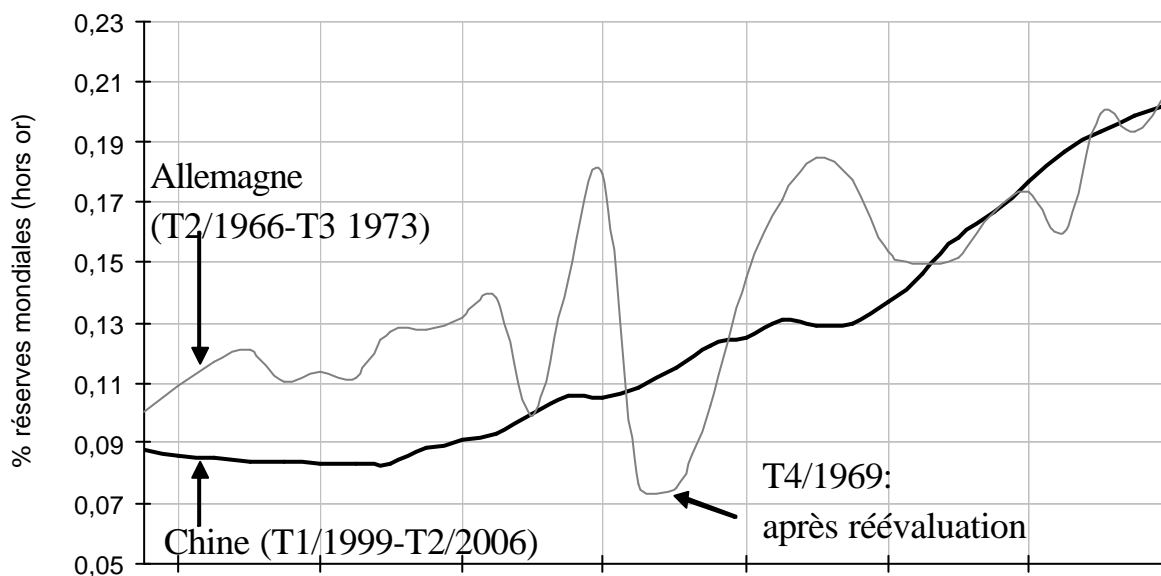
leur déficit dans leur propre monnaie. « Le déficit sans larmes » ironisait Jacques Rueff. Les ajustements de taux de change se multiplièrent à la fin des années 1960 jusqu'à ce que les États-Unis sortent du système de Bretton Woods en 1971 en déclarant le \$ inconvertible.

On constatera avec intérêt une certaine similitude entre cette situation et celle qui prévaut aujourd'hui entre les États-Unis et certains pays d'Asie, dont la Chine, qui ont lié volontairement leur monnaie au dollar. Le graphique VII-1 permet de comparer l'accumulation de réserves de change de la Bundesbank Allemande, entre 1966 et 1973, à celles constituées par la Banque centrale de Chine entre 1999 et 2006. Dans les deux cas les réserves de change du pays passent de 10 à 20 % des réserves mondiales ; dans les deux cas elles résultent de l'effort engagé pour respecter un taux de change fixe, à la fin de la période de Bretton Woods dans le premier cas, depuis l'insertion de la Chine dans le commerce international dans le second cas.

L'Allemagne poursuivait alors une stratégie de croissance par les exportations à l'appui d'une politique de monnaie faible. À partir du flottement des monnaies, en 1973, le mark a pu se revaloriser durablement. La Chine poursuit le même type d'objectif depuis 1999. Le yuan flottera-t-il et se réévaluera-t-il fortement, comme le mark flottant après 1973 et comme le yen pendant les années 1980 et 1990 ? Et comme le laisse présager le théorème de Balassa-Samuelson. Le yuan pourrait donc subir dans un avenir prochain le même sort qu'autrefois le mark et plus tard le yen si la Chine adoptait un régime de taux de change flottant.

Mais si dans le premier Système de Bretton Woods la relation de dépendance réciproque s'établissait entre les États-Unis et l'Europe, dans le quasi Bretton Woods actuel, elle lie les États-Unis aux pays d'Asie, Chine et Japon surtout.

**Graphique VII-1. Réserves de change comparées Allemagne 1960-1973/Chine 1999-2006**



Source : BCE.

Trois mécanismes mettent dans les deux cas les États-Unis au centre du Système monétaire international :

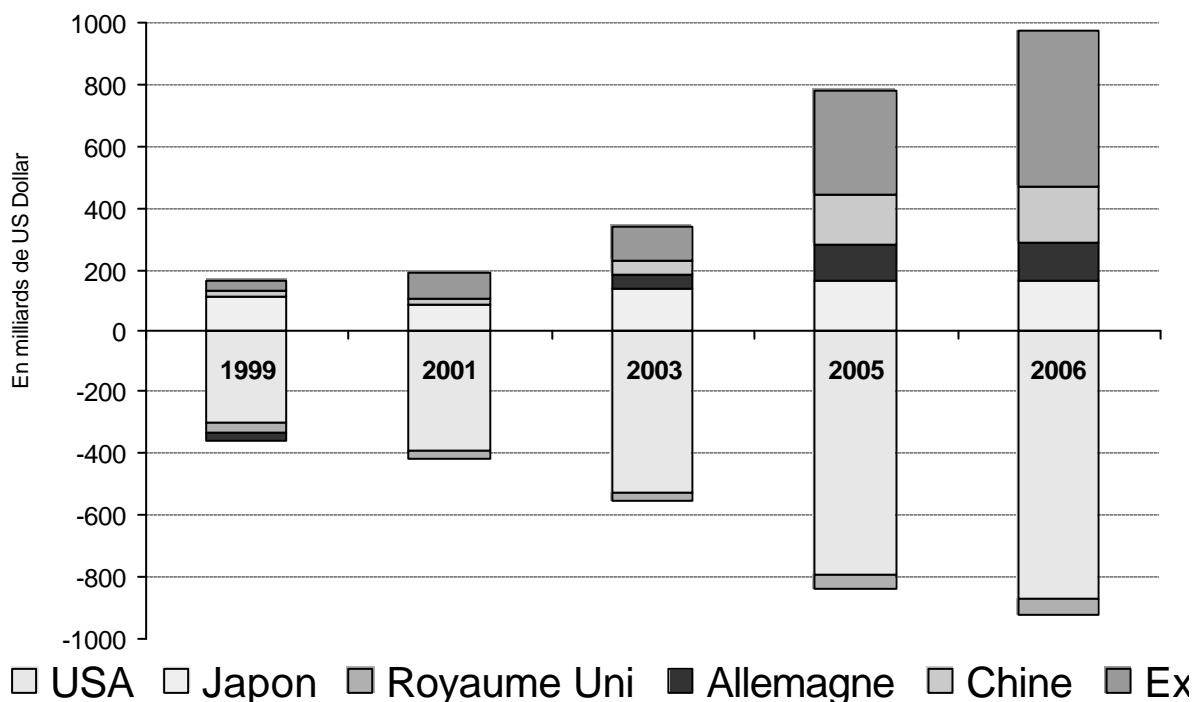
- le \$ reste la principale monnaie de réserves comme de transactions d'énergie et de matières premières ;
- les taux de change fixes ou quasi-fixes des monnaies de la périphérie, en Europe dans les années 1960 et en Asie aujourd'hui, obligent les Banques centrales, pour empêcher leurs monnaies de s'apprécier, à accumuler des réserves de change en \$ ;
- le placement de liquidités mondiales aux USA, seule zone sûre et attractive, qui finance leur déficit, permet de repousser la date l'ajustement.

Les Américains qui tirent grand parti de la situation ne voient pas de raison d'y porter remède bien qu'ils pressent régulièrement les Chinois de réévaluer le yuan. Elle est la conséquence de leur suprématie économique et monétaire et de leur intervention militaire durable dans le monde : lors de la Guerre froide pour protéger l'Europe de l'expansionnisme de URSS, puis de la guerre du Vietnam pour endiguer le Communisme en Asie ; aujourd'hui en menant les opérations militaires au Moyen Orient contre le terrorisme. Cette suprématie rend le territoire américain attractif pour les détenteurs de capitaux. **N'est-ils pas surprenant de voir les grandes zones du monde placer leurs capitaux en un \$ ayant perdu les trois quarts de sa valeur par rapport aux monnaies européennes depuis 1973 ? Aucune autre monnaie ne resterait attractive dans de telles conditions.**

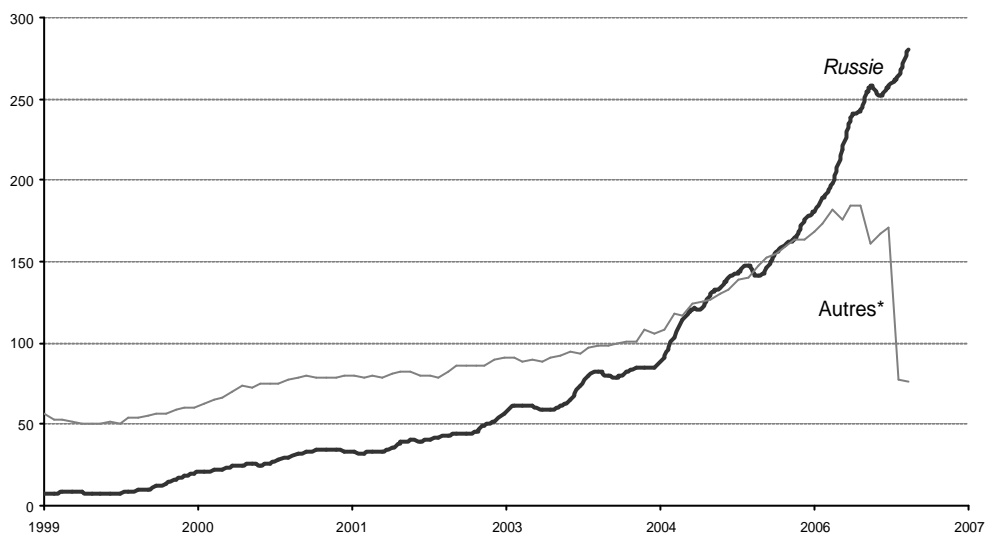
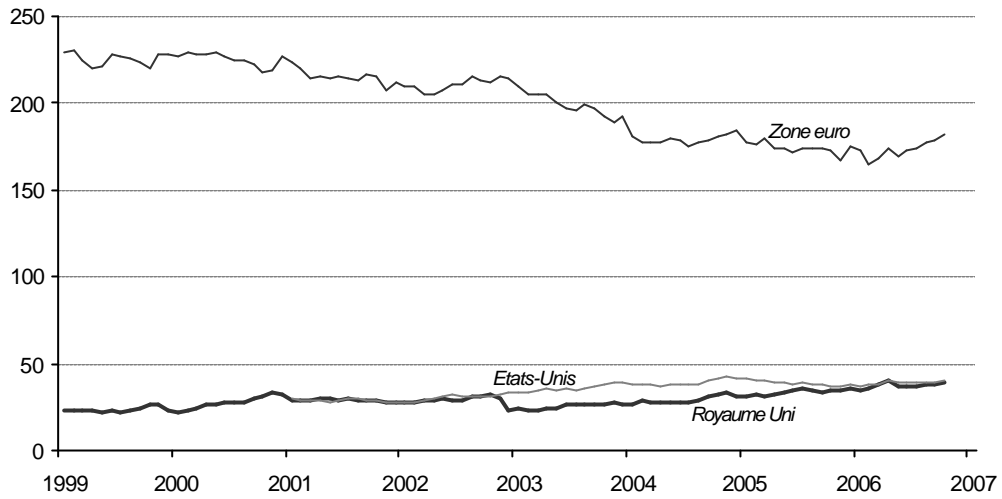
### 3. Des déséquilibres insoutenables

La combinaison des interventions des banques centrales d'Asie et du Moyen Orient puis de la hausse des prix du pétrole et des matières premières a créé deux déséquilibres insoutenables à long terme : *Global imbalances* dit le FMI. D'abord en laissant perdurer le déficit américain au delà du raisonnable. Le graphique VII-2 montre comment il est compensé par les excédents des pays exportateurs de pétrole, de la Chine et du Japon, enfin de l'Allemagne. Le graphique VII-3 décrit l'accumulation de réserves de changes par ces pays qui stabilisent leur monnaie par rapport au \$ depuis des années, excepté l'Allemagne. On remarquera le niveau dérisoire des réserves américaines, comme dans les années 1960, égal à celui du Royaume Uni : **moins de 100 Mds de \$ chacune ; la BCE ne fait guère mieux avec 460 Mds environ. Cette situation confère aux nouveaux pays riches un pouvoir financier de premier plan.**

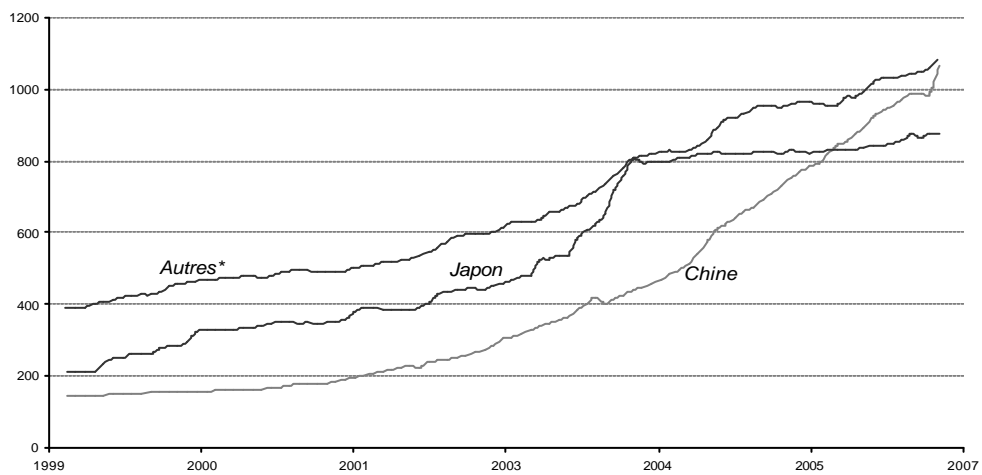
**Graphique VII-2. Déséquilibres mondiaux des balances des paiements**



**Graphiques VII-3. Réserves de change des grands pays (en milliards de dollars)**



lgeria AS EAU Egypte Nigeria Kowait



ilande Malisie Singapour Hong Kong Inde Corée du Sud Taiwan

Source : FMI.

## 4. Les exemples japonais et chinois

Depuis la naissance de l'€ le Japon et la Chine maintiennent leur monnaie sous évaluée par rapport à sa parité de pouvoir d'achat ou au niveau de développement du pays.

Le Japon tout d'abord, et fait surprenant compte tenu de son niveau avancé de technologie, pratique une politique de sous-évaluation de son taux de change depuis le début des années 2000. Il a cherché par là à sortir d'une longue période de déflation amorcée au milieu des années 1990 et en partie due à l'appréciation excessive du yen. Avoir une monnaie sous évaluée augmente en effet le prix des importations d'énergie et de matières premières, lourdes au Japon, et de produits semi finis, donc tend à relancer l'inflation. D'abord la banque centrale japonaise est intervenue directement sur le marché des changes en achetant des \$ jusqu'en 2004 ; puis elle maintenu ses taux d'intérêt directs proches de zéro depuis cette date alors que la sortie progressive du Japon de sa longue déflation et le redressement de sa situation macroéconomique auraient justifié que sa politique monétaire cesse d'être aussi résolument expansive. La Banque du Japon encourage ainsi les opérations de portage (*carry-trade*) c'est-à-dire les opérateurs à emprunter en yen à très bas taux d'intérêt au Japon, pour vendre ces yens et les placer en des monnaies et dans des pays où le taux d'intérêt est plus rémunérateur, par exemple en dollars australiens ou canadiens. Cette stratégie provoque des ventes régulières de yen qui suffisent à maintenir artificiellement bas le taux de change de la monnaie japonaise grâce à l'indifférence au risque générée par la forte liquidité mondiale. Une telle situation, par nature à court terme, peut toutefois s'inverser brutalement.

L'exemple de la Chine illustre les évolutions possibles des taux de change dans les pays émergents. La Chine a longtemps résisté aux injonctions des États-Unis pour réévaluer le yuan. En particulier elle n'a pas cédé à la pression de la crise de 1997. La parité fixe du yuan vis-à-vis du \$ à \$ = 8,3 yuans  $\pm$  0,18 %, définie en 1994, a été maintenue jusqu'au milieu de 2005. Après avoir ainsi lié le yuan pendant dix années au \$, la Chine a choisi de pratiquer un glissement administré par rapport à un panier composé des principales devises en fonction de la structure de son commerce international : \$, € et yen surtout, avec une marge de fluctuation de  $\pm$  3 %. La convertibilité est réservée aux opérations commerciales. Les mouvements de capitaux restent contrôlés et les participations dans les entreprises limitées par l'exigence fréquente de constituer des sociétés à participation chinoise (*joint venture capital*). La Chine a intérêt à laisser s'apprécier le yuan lentement pour éviter de déséquilibrer son modèle de croissance. La Banque centrale chinoise semble ajuster sa politique de change de sorte à maintenir le taux de change effectif nominal du yuan stable. Le yuan s'est apprécié de + 14 % puisque le \$ vaut 7,14 yuans au début de 2008.

Fait extravagant, ces deux monnaies, yuan et yen, déjà sous évaluées, se sont dans le même temps fortement dépréciées vis-à-vis de l'€ accentuant la compétitivité artificielle du Japon et de la Chine par rapport à l'Europe. Le secteur de l'automobile en souffre puisque la concurrence vient du pays du Soleil levant ; Toyota devenu premier constructeur avec *General Motors* et devant *Ford* en a largement bénéficié. Les Américains continuent à perdre des parts de marché malgré la dévalorisation du dollar. Les constructeurs européens souffrent, pris entre les tenailles d'une concurrence américaine traditionnelle et d'une concurrence japonaise nouvelle, toutes deux artificielles puisque exacerbées récemment grâce aux taux de change avantageux du \$ et du yen.

## 5. Un besoin de flexibilité en Asie

Le FMI attire depuis plusieurs années l'attention sur le risque d'une baisse brutale du \$ (*hard landing*) et, en contrepartie, d'une appréciation de l'€ très au-delà de sa PPA ou de toute valeur d'équilibre, si les politiques de change asiatiques perdurent, et donc sur la nécessité d'une appréciation progressive mais sensible des devises asiatiques. La monnaie chinoise, en particulier et selon les critères habituels d'excédent de balance des paiements courants, de compte de capital et de

réserves de change, serait surévaluée entre 0 et 40 %<sup>(43)</sup>. L'expérience passée rappelle que les parités de taux de change (*pegs*) maintenues trop longtemps à un niveau artificiel débouchent sur des crises de change de grande ampleur.

Cette question va très au-delà de celle des taux de change ; c'est l'ensemble des stratégies de croissance des trois zones qui se trouve en cause comme le montre Michel Aglietta<sup>(44)</sup>. Les pays d'Asie, y compris le Japon, ont une stratégie de croissance externe fondée sur l'accroissement de leurs exportations et de leur part de marché mondial. Leur monnaie faible attire les investissements ou les délocalisations venant du Japon, des États-Unis et de l'Europe. Ces investissements favorisent les transferts de technologie et de savoir-faire vers le pays récepteur et donc la formation de la main d'œuvre. Cette stratégie s'appuie sur une politique de monnaie faible qui rend le travail local très compétitif. L'excédent de leur balance des paiements, leur niveau d'épargne et l'accumulation de leurs réserves de change témoignent en effet de la forte sous-évaluation de leurs monnaies compte tenu de la productivité de leur main d'œuvre.

L'Amérique persévère dans sa stratégie de croissance par la demande interne et l'endettement des ménages longtemps favorisée par l'effet richesse de l'immobilier, au risque d'un endettement devenant explosif comme il est apparu pendant l'été 2007. Seule l'Europe reste passive aujourd'hui, à l'abri du redressement allemand qui protège l'€ contre la spéculation. Pourra-t-elle le rester longtemps ?

À moyen terme, il est dans la nature des choses que le taux de change réel des monnaies des pays émergents s'apprécie. Trois raisons classiques à cela :

- leur développement industriel, le transfert de technologie et l'exode rural qui augmentent le capital par travailleur ; d'où de rapides progrès de productivité. Ce facteur avait justifié que la valeur du yen par rapport à celle du \$ ait triplé entre 1973 et 1995 de même que celle du mark ait doublé entre 1973 et 1998. Il produira le même effet en Asie ;
- le théorème de Balassa-Samuelson explique que la diffusion des hausses de salaires du secteur soumis à la concurrence internationale où la productivité progresse vivement au secteur des services augmente le niveau des prix, faisant s'apprécier le taux de change réel ;
- le pouvoir d'achat des salaires progresse et se redéploie de la consommation des produits de première nécessité, peu valorisés, vers les services, à prix plus élevé.

Ces trois facteurs sont à l'œuvre dans les grands pays émergents ayant des monnaies convertibles ; la Chine, la Corée, l'Inde, les Philippines et la Thaïlande. Certains laissent s'apprécier légèrement leurs monnaies depuis 2004 ou 2005. Ce mouvement devrait s'accélérer à moyen terme. Ces pays craignent un ajustement désordonné des taux de change entre leurs devises par mémoire des crises de change de 1997. Par exemple, la divergence entre l'évolution du real brésilien, détaché du \$ à la fin des années 1990, et celle du peso argentin resté, lui, rattaché au \$, avait contribué à déclencher la crise argentine en 2000. D'où la réticence des pays d'Asie et d'Amérique latine à l'égard du régime de taux de changes flottants et leur choix d'instaurer un quasi Bretton Woods en rattachant leurs monnaies au \$ et la prudence avec laquelle certains d'entre eux commencent à en sortir.

La lente appréciation contrôlée du yuan depuis 2005 constitue peut-être l'amorce d'un rééquilibrage. Depuis quelques années d'autres petites monnaies ont commencé à s'apprécier : le baht thaïlandais, le won coréen, le peso des Philippines et le real brésilien. Pour les reste, la stabilité par rapport au \$ prévaut.

---

(43) DGTPE (2006) : « Le taux de change réel chinois est-il sous-évalué », *Diagnostics, Prévisions et Analyses économiques*, n° 102.

Coudert V. et C. Couharde, 2005 : « Real Equilibrium Exchange Rate in China », *CEPII Working Paper* N° 2005-01.

(44) Aglietta M. (2007) : *La Chine, superpuissance*, Economica. Aglietta M. et L Berrebi (2007) : *Désordres dans le capitalisme mondial*, Odile Jacob (bibliographie).

## 6. L'euro monnaie d'ajustement et étalon de valeur du dollar

Dans ces conditions, l'euro est devenu la monnaie d'ajustement entre les deux zones du système monétaire international faute d'autres combattants. Lorsque le \$ doit baisser, l'essentiel de l'ajustement porte sur la monnaie européenne et sur la £ puisque les monnaies s'appréciant sont de petites monnaies. Par exemple, entre 2002 et 2006, le dollar a baissé de :

- – 12 % vis-à-vis des monnaies asiatiques émergentes (won, \$ de Singapour et de Taiwan...);
- – 7 % vis-à-vis du yuan;
- rien au final vis-à-vis du yen; rien vis-à-vis des monnaies du Moyen Orient;
- – 28 % vis-à-vis de la £ et plus de - 30 % vis-à-vis de l'euro.

En 2007 le même phénomène s'est reproduit. Regardons pour changer l'€ qui s'est apprécié de :

- + 7 % par rapport au \$;
- + 5,2 % par rapport au yuan chinois et +5,7 % par rapport au won coréen;
- + 7,4 % par rapport au \$ de Hong kong;
- + 3,5 % par rapport au yen japonais (après de fortes fluctuations) et + 2 % par rapport au \$ de Singapour.

L'euro s'est au contraire déprécié par rapport aux monnaies des pays de l'Est européen :

- – 5,6 % par rapport à la couronne tchèque et au zloty polonais.

On voit bien dans ces évolutions l'effet d'ajustement; les monnaies asiatiques, plus ou moins liées au \$, sont freinées dans leur appréciation alors que les monnaies européennes peuvent évoluer normalement. La livre sterling s'est un peu désolidarisée de l'€ depuis la crise de l'été 2007, se dépréciant de -12 %; elle continue toutefois son mouvement ascendant par rapport au \$ selon le rythme d'avant la crise. L'€ est resté inchangé en revanche vis-à-vis du franc suisse. Ainsi plusieurs monnaies déjà fortement sous-évaluées par rapport à l'€ se sont encore dépréciées par rapport à la monnaie européenne, contribuant à la perte artificielle de compétitivité de l'Europe.

La monnaie européenne est tragiquement devenue la monnaie d'ajustement aux fluctuations du dollar et donc le principal étalon de mesure de la valeur du dollar. Si le dollar doit baisser, l'euro doit s'apprécier. Et les Européens de compter les coups. Il en résulte un gain de compétitivité anormal et considérable des Américains et des Asiatiques vis-à-vis de la zone € alors que le dollar devrait se déprécier surtout vis-à-vis des monnaies asiatiques compte tenu des parités de pouvoir d'achat et des déséquilibres commerciaux mondiaux. Or notre monnaie a été créée et gérée pour servir les intérêts de la zone euro; pas pour servir de miroir au dollar. Dans le système monétaire bipolaire actuel, les autres monnaies ne sont plus assez importantes ou assez autonomes pour remplir ce rôle.

Dès lors se pose la question: À quel étalon mesurer la valeur du \$? Depuis la naissance de l'euro: de plus en plus au taux de change du \$ vis-à-vis de l'euro, la seule monnaie importante et fiable face à lui! Le taux de change entre les deux servant parfois à évaluer le \$ plus que l'€. La seule monnaie en laquelle le reste du monde puisse coter la monnaie mondiale devient tout d'un coup la monnaie européenne, crédible et visible grâce à sa stabilité et à l'importance économique de l'Union européenne dans le monde. Les autres monnaies flottantes ne sont plus assez significatives pour jouer ce rôle. Plus que jamais la phrase provocatrice de John Connolly, ancien secrétaire d'État au Trésor américain en 1970: «Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème» reste d'actualité et sonne comme une apostrophe aux Européens.

## 7. Un euro pas assez internationalisé

Le principal handicap de l'€ pour les entreprises européennes mondialisées reste son absence sur les marchés de matières premières et l'usage dominant du \$ comme monnaie de cotation, de contrat et de facturation des grands marchés industriels dans l'aéronautique, l'aviation, les machines outils

et les grands contrats d'ingénierie et en général sur les marchés d'Asie et souvent d'Amérique centrale ou du Sud. L'argument pour exclure l'euro est bien connu : ces grands marchés sont dans la zone dollar, à Chicago ou à New York. La cotation doit s'exprimer dans une seule monnaie ; chacun a intérêt à utiliser le dollar si tous les autres l'utilisent. L'effet de réseau assure l'exclusivité au \$ ou aux monnaies qui lui sont liées comme le yen ou le yuan. C'est là que naît le principal risque de change dont souffrent nos grandes entreprises.

La zone € saura-t-elle propulser l'€ dans ces marchés ? Ce serait aussi l'intérêt de certains pays pétroliers ou fournisseurs de matières premières dont l'Europe est le principal client et qui lui achètent ses produits industriels. Ils limiteraient ainsi leur risque de change sur leurs ventes et sur leurs achats ; constituant pour eux aussi un *hedging* naturel. Ce pourrait aussi être l'intérêt des pays d'Amérique Latine, qui commercent à peu près autant avec l'Europe qu'avec l'Alena de s'endetter plus en € pour la même raison.

Les pays du Moyen Orient et d'Afrique font 20 % de leur commerce extérieur avec les États-Unis et près de 30 % avec l'Europe au sens large. Les pays d'Amérique du Sud font 40 % de leur commerce avec l'Alena, 20 % avec Europe, et 30 % entre eux. Les uns comme les autres auraient intérêt à dénommer et régler une partie de ces échanges ou à s'endetter en € autant qu'en \$.

L'insuffisante internationalisation de l'euro représente pour quelques grandes entreprises un grave handicap. Certaines réclament avec insistance une internationalisation plus rapide de la monnaie européenne et pressent les autorités politiques ou la banque centrale d'agir en ce sens. En négociant avec la Chine un premier contrat réglable en € pour la partie des produits fabriqués en Europe (coûts en €), Areva a montré la voie et sonné le rassemblement. Les grandes entreprises européennes devront imposer l'€ comme monnaie de cotation et de facturation des grands contrats même en zone \$. Leur internationalisation et la supériorité technologique de certaines d'entre elles, allemandes ou françaises, nordiques également, devrait le leur permettre. Mais la timidité de la BCE ou de l'Eurogroupe à cet égard reste un frein.

À l'opposé, à deux égards le rôle international de l'euro s'accélère peut-être au delà du souhait des Européens.

## **8. L'euro victime consentante de son succès dans une internationalisation surprise ?**

Toute défiance des détenteurs de capitaux vis-à-vis du dollar se traduit en effet par une demande accrue d'euros et donc par son appréciation. Ces mouvements de capitaux expliquent l'envolée récente de l'euro au-delà de 1,50\$ non justifiée on l'a vu par la parité de pouvoir d'achat. Notre monnaie risquerait alors de devenir une monnaie de placement et de réserve de change en cas de défiance vis-à-vis de la monnaie américaine. Les modèles économétriques montrent qu'en cas de spéculation et de fuite devant la monnaie américaine, l'euro pourrait atteindre ou dépasser 1,60 voire 1,70\$<sup>(45)</sup>. À ces niveaux l'intervention des banques centrales risque bien de devenir à la fois indispensable et impuissante. L'internationalisation de l'euro pourrait alors surprendre les Européens par sa rapidité et sa brutalité en cas de baisse brutale du dollar (*hard landing*). Alan Greenspan juge que « la façon dont la Banque centrale européenne et l'euro sont devenus des puissances internationales est trop frappante pour être ignorée ». Il s'avance même : « Il est possible que l'€ remplace le dollar comme première monnaie de réserve mondiale<sup>(46)</sup> ». Les Européens en seraient bien les premiers surpris !

---

(45) Carton B., K. Hervé et N. Terfous (2006) : « Interventions de change et Asie et taux de change d'équilibre du dollar », *Économie Internationale*, n° 106, pp. 57-84.

FMI (2006) : *World Economic Outlook*, Chapitre 1, pp. 24-27. Disponible sur [www.imf.org](http://www.imf.org)

(46) Grennsan A., op.cit. p. 376.

## 9. Après la crise des *subprimes* : l'euro, le dollar et les autres ?

La crise financière née des *subprimes* est d'abord américaine. Sa source est bien aux Etats-Unis et elle aura deux conséquences. 1) Elle marque le début de la fin d'un long cycle de croissance tirée par l'Amérique qui a commencé avec les années 1990 avant que les pays émergents ne prennent le relais au début des années 2000. 2) Elle fait sortir le système monétaire international du second Bretton Woods.

Le mode de croissance outre-Atlantique a en effet cessé d'être crédible. Une croissance fondée sur un crédit laxiste et risqué, sur l'endettement excessif des ménages et la succession de bulles financières et immobilières entre 1995 et 2007. Laquelle génère un déficit insoutenable à long terme des échanges commerciaux et de la balance des paiements qui ne pouvait plus être financé que par l'épargne et les excédents commerciaux d'Asie et des pays producteurs de pétrole. Cependant, c'est l'euro qui en subit aujourd'hui les conséquences en tant que principale monnaie d'ajustement à la baisse du dollar.

Le dollar a trois bonnes raisons, une ancienne et deux nouvelles, de se déprécier plus avant. 1) D'abord la balance des paiements américaine reste très déficitaire, de près de -5% du PIB, malgré quelques progrès. La redresser plus avant exige que le \$ reste bas quelques années. 2) Ensuite la politique très expansive, rapide et coordonnée menée par la banque centrale américaine, la FED, et le gouvernement des Etats-Unis pour sortir de la crise : baisse massive du taux d'intérêt et relance budgétaire de 1% du PIB par la baisse des impôts. Ainsi, la différence de taux d'intérêt -2,25% aux Etats-Unis contre 4% en Europe en mars 2008 - s'est inversée et a cessé de soutenir le dollar. L'écart d'inflation -4,3% outre-Atlantique contre 3,2% dans la zone euro- agit de même. Il sera accentué par l'évolution des taux de changes ; la baisse du dollar va en effet nourrir l'inflation américaine alors que la hausse de l'euro va freiner l'inflation européenne. 3) Enfin la croissance attendue est plus forte en Europe. Un tel décalage de politique économique et de situation attire les capitaux vers l'Europe et se répercute sur le change. Si les détenteurs de capitaux asiatiques et les producteurs de pétrole, anticipant une baisse brutale du dollar, s'en détournent et cessent de le soutenir eux aussi, les choses pourraient s'accélérer et l'euro dépasser 1,60 à 1,70\$.

On objectera : tout cela ne concerne pas l'Europe. Notre euro n'a aucune raison fondamentale de s'apprécier. La balance des paiements de la zone euro est équilibrée, la croissance potentielle reste faible, les réactions à la conjoncture sont tardives et les Européens se montrent pessimistes sur leur avenir.

N'était que l'euro est devenu l'étalon de mesure du dollar, le miroir où se refléchet le yo-yo permanent de la monnaie américaine depuis 1973. Alors, si le dollar doit baisser, l'euro doit s'apprécier. C'est là que le bât blesse les Européens et les chiffres en attestent.

En un an, de mars 2007 à mars 2008, le dollar s'est déprécié vis à vis de toutes les monnaies et semble descendre aux enfers (*hard lending*). Surtout vis à vis des monnaies européennes : - 17 et 18 % par rapport à l'euro et au franc suisse ; plus encore par rapport au zloty polonais : - 24 %. Beaucoup moins en revanche par rapport aux monnaies du reste du monde : de -8 à 10% par rapport au yuan chinois, au rouble, à la roupie indienne, au won coréen, au ringgit malais ou au dollar de Singapour ; pas du tout par rapport au riyal saoudien. Or c'est surtout par rapport à toutes ces monnaies que le dollar a besoin de se déprécier. Toutes devraient s'apprécier pour rétablir la compétitivité des pays du Nord. L'euro, lui, a volé de record en record : 1,50, 1,55, presque 1,60\$...en mars 2007. Il s'est apprécié bien sûr par rapport au dollar, de + 17 %, mais comble du paradoxe, il aussi par rapport au baht (+ 13 %), au yuan (+ 15 %), au rouble (+ 10 %)... toutes monnaies déjà très sous-évaluées qui mettent à mal nos capacités d'exportations et qui suivent encore partiellement l'évolution du dollar.

Le début de 2008 connaît une zone de grande turbulence des taux de change, en dehors des bandes de fluctuations normales de l'euro/dollar. La nouveauté est que certaines monnaies jusqu'alors liées au dollar depuis 2000 s'apprécient, tel le yen : de +17% en un an, mais aussi

d'autres monnaies asiatiques. La quasi zone dollar éclate donc. Avec le risque d'une évolution désordonnée de ces monnaies les unes par rapport aux autres. Si ce mouvement se poursuit, le mode de croissance de ces pays sera lui aussi remis en cause.

Dans ces conditions, on peut espérer soit une intervention concertée des grandes banques centrales, soit l'organisation d'une conférence internationale sur l'architecture du système monétaire international. Si non, il faut craindre des mouvements de spéculation. Si les détenteurs de capitaux se détournent brutalement du dollar pour les placer en Europe, en euro surtout, l'euro pourrait dépasser 1,60 à 1,70\$. Alors les banques centrales seraient démunies pour réagir. Il faut pourtant s'y préparer.

L'attention se focalise sur le taux de change euro/dollar. Le vrai problème est ailleurs ; c'est la politique active de change des pays d'Asie ou du Moyen Orient. Nombre d'entre eux alignaient peu ou prou leur monnaie sur le dollar ; ils ont pratiqué une politique de monnaie faible pour préserver leur modèle de croissance par l'exportation. Quand le dollar se déprécie, leurs monnaies se déprécient plus encore par rapport à l'euro ou au franc suisse. L'Europe surtout en souffre donc. Ayant créé avec succès la seconde monnaie mondiale, la zone euro sera-t-elle capable de la gérer demain comme une vraie monnaie mondiale ? Serons nous capables de pousser les pays en forte croissance à reconsidérer leur politique de change ? Là réside la vraie question. La crise financière pousse à la poser explicitement. Brusquement certaines de ces monnaies se réévaluent par rapport au \$ tel le yen ; on sort peut-être du second Bretton Woods ? Mais alors, par quoi le remplacer ?

## 10. Deux solutions pour en sortir

D'abord par la coopération entre les banques centrales qui s'accélère et fait bien face aux situations d'exception. Les banques centrales habituées à la concertation pourraient intervenir pour inverser le mouvement quand le taux de change de l'€ dépasserait les 1,60 \$/€ taux que les marchés aussi estimerait hors norme.

À plus long terme le système monétaire international a besoin d'une nouvelle organisation. Ses évolutions majeures ont été l'objet de conférences internationales : en 1922 à Gènes après la première guerre mondiale ; en 1944 à Bretton Woods après la seconde ; en 1976 à la Jamaïque après l'abandon de l'étalon or par les Américains. Il faudra demain sortir du second Bretton Woods, situation où la plupart des monnaies non européennes sont plus ou moins rattachées au dollar, pour laisser les monnaies des pays émergents et producteurs de matières premières s'apprécier. Il faudrait propulser l'euro sur les marchés internationaux pour protéger en partie les intérêts des Européens des fluctuations du dollar. Qui, en dehors des Européens, aurait intérêt à en sortir ?

Les pays du Moyen Orient et ceux d'Amérique latine souffrent aussi de l'instabilité du \$ qui grignote leur pouvoir d'achat quand le dollar baisse, puisque leurs avoirs en \$ perdent alors une partie de leur valeur, et l'exacerbe quand il s'apprécie. Commerçant fortement avec l'Europe ils auraient intérêt à lier leur monnaie à un panier de \$ et d'€ plutôt qu'au seul dollar, comme le font les déjà les Russes ; à acheter et à vendre aux Européens en € pour partie ; à s'endetter plus enfin en €

Certains préparent leur évolution vers un nouveau régime de change. Par exemple six pays du Moyen-Orient réunis en un Conseil de coopération (le *Gulf co-operation Council* : GCC), l'Arabie Saoudite et les Émirats arabes Unis, Koweït, Bahreïn, Oman, Qatar, envisagent depuis 2007 d'avoir une monnaie commune, voire unique à partir de 2010. Le régime de change fixe de leur monnaie par rapport au \$ n'a guère de fondement économique ; ces pays le justifient par la facturation en \$ de leur pétrole ou de leur gaz, pour échapper au risque de change. Ce mécanisme génère en fait instabilité et risque de change dans la mesure où leurs achats se font aussi en yen et en €. En arrimant leurs monnaies à un panier de \$, d'€ et de yen et en conservant plus d'euros en réserve ils amélioreraient déjà leur situation.

Autre exemple, l'Amérique du Sud. En créant également en 2007 la Banque du Sud, (*Bank of the*

*South*) sous la houlette du Venezuela avec les pays membres du Mercosur, ces pays disent tenter de commercer entre eux en real et en peso au détriment du \$, et réfléchir à créer une unité de compte commune, une monnaie composite comme le fut l'Ecu du système monétaire européen avant la création de l'€ voire à créer une monnaie commune. De nombreux problèmes ralentiront cette ambition : les disparités de revenus, la faible intégration commerciale dans cette zone, les dissensions politiques entre les pays participant et la tentation d'hégémonie du Venezuela justement doté d'une monnaie faible...

Pour l'Asie, la situation est moins claire. Le yen, monnaie d'une puissance en déclin, vieillissante et dont la croissance reste peu dynamique, n'en deviendra pas la monnaie dominante ; le yuan, qui y a vocation, pas avant longtemps à cause de l'archaïsme du système bancaire chinois. La situation asiatique ne justifie donc pas l'aspiration à une monnaie commune et le \$ a de beaux jours devant lui dans cette zone.

Dans l'hypothèse où s'amorcerait une désescalade du \$, les deux solutions envisageables se dessinent bien. a) La coopération des banques centrales pour inverser le mouvement ; les Américains peuvent-ils le désirer avant la fin de la crise financière ?

b) L'évolution vers une nouvelle architecture monétaire internationale qui relèverait alors de la négociation entre les gouvernements. Un G6 comportant les États-Unis, la Zone euro, le Japon, la Chine, le GCC et un représentant de l'Amérique du sud conviendrait pour traiter cette question qui relève du champ politique. La zone €devrait probablement alors y parler d'une seule voix, celle du Conseil Ecofin et ou de la BCE. La volonté politique risque bien de faire défaut.

Les trois zones mondiales, Alena, Europe et Asie sont enfermées dans *La terreur par la dissuasion financière*. Les banques centrales d'Asie perçoivent le risque de dépréciation de leurs réserves de change, surtout composées de \$. Elles seront tentées de diversifier ces réserves au profit de l'€ par exemple pour échapper à ce risque ; mais leur action risquerait alors de déclencher une baisse brutale du \$, qui les dévaloriserait. Avec le risque de provoquer un krach du \$. Les Américains échangent des produits industriels à bas prix contre des moyens du financement ; ils sont endettés en \$ mais créanciers dans d'autres monnaies ; une dépréciation du \$ diminuerait donc leur endettement net. Les Asiatiques échangent des créances contre de l'emploi et de la croissance. Les Européens comme toujours comptent les coups.

L'appréciation des monnaies asiatiques est nécessaire, non pas tant pour redresser la balance des paiements américaine, but inatteignable par cette voie seule, que pour éviter une appréciation injustifiée de l'€ et un taux de change €\$ sans fondements. Une évolution ordonnée et mesurée serait donc hautement souhaitable.

## **Encadré VI. Les conférences monétaires mondiales**

Les grandes transitions monétaires mondiales furent négociées et organisées par cinq Conférences multilatérales.

a) La Conférence de Gênes, en 1922. La Grande-Bretagne, la France, l'Italie et le Japon tentèrent de rétablir l'étalon or organisé au XIX<sup>e</sup> siècle en adoptant le Gold Bullion standard (convertibilité restreinte aux lingots d'or) et en posant le principe d'une collaboration entre les banques centrales. Son échec marqua la fin de la domination du sterling. Les années 1920 et 1930 furent secouées par des dévaluations compétitives et de longues périodes de surévaluation des monnaies qui accentuèrent la déflation due à la crise financière de 1929.

b) La Conférence de Bretton Woods, en 1944. Elle instaura un système de taux de change fixes, mais ajustables, avec référence à l'or : le Gold exchange standard (convertibilité indirecte en or par l'intermédiaire du \$). Elle officialise la suprématie du \$ sur la finance mondiale. Le choix unilatéral de nombreux pays d'Asie, du Moyen Orient ou d'Amérique centrale de lier plus ou moins leur monnaie au dollar depuis les années 2000 est appelé « Second Bretton Woods ».

c) L'accord du Smithsonian Institute, en 1971, officialisa la dévaluation du dollar et l'abandon de l'étalon-or. Puis la Conférence de la Jamaïque, en 1976, instaura le régime des taux de change flottants. Ces deux accords marquent la fin de tout rattachement des monnaies à l'or, cette Relique barbare disait Keynes

d) Pour éviter l'instabilité surprenante et persistante des taux de change, les accords du Plaza en 1985 puis du Louvre en 1987, tentèrent de les stabiliser en définissant des bandes de fluctuation entre les grandes monnaies et en les faisant respecter par des interventions systématiques et concertées des banques centrales. Après une dizaine d'année de relative stabilité le yo-yo repris et la tentative se solda par un échec.

Le Système monétaire international souffre d'un besoin urgent de réorganisation. Une sixième conférence pourrait le faire sortir du second Bretton Woods. Mais l'expérience enseigne qu'il faut un coup de force pour contraindre les partenaires à s'asseoir à la table des négociations : une guerre mondiale ou une décision unilatérale du pays émettant la monnaie dominante par exemple. Les Européens peuvent-ils engager le coup de force ?

# Conclusion

L'adoption de l'€ par et pour les Européens constitue la plus grande leçon à opposer à qui s'inquiète du «déficit démocratique » de la construction européenne. Les Européens ont renoncé à leurs monnaies nationales et accepté le transfert de leur souveraineté monétaire à la BCE à la fois par des procédures démocratiques et en « votant avec leurs mains », chacun s'appropriant billets et pièces avec célérité et sans états d'âme à partir de 2002. Preuve qu'une structure fédérale peut être organisée par les Européens. Que la primauté de l'intérêt collectif au service des intérêts individuels est comprise par la majorité des pays membres. Preuve que lorsqu'une solution bien orchestrée, compréhensible et attrayante aux faiblesses nées de leurs diversités conjuguées avec leurs intérêts communs est proposée aux Européens, ils savent adhérer. Ils ont aimé le symbole comme l'objet (les pièces et les billets en €).

Les Français reprochent souvent à la BCE de poursuivre comme seul objectif la stabilité des prix. Tous les travaux honnêtes montrent que la politique monétaire commune est en réalité réactive à la croissance. Par exemple, le taux d'intérêt de la BCE est étroitement lié depuis 1999 à l'écart entre la croissance et son potentiel (*output gap*). Si en cette matière elle semble moins réactive que la Fed, en revanche elle paraît accorder autant d'importance au taux de change et aux prix de l'immobilier.

L'€ n'a jamais été ressenti comme un projet élitiste ou bureaucratique. La seule interrogation de ce type concerne l'inflation. Paradoxalement, les classes populaires s'inquiètent de la croire trop forte alors qu'économistes et intellectuels reprochent à la BCE de la maintenir trop faible. Pour le reste, le « désenchantement populaire » des Européens ne semble pas toucher l'€. Si notre continent manque de « rêves et de futurs » l'€ lui, appartient, comme la paix et notre passeport commun, aux succès engrangés qui confortent l'Union européenne. « l'Euroscepticisme » n'est pas un « scepticisme ». Une défiance vis-à-vis de l'€ s'exprime chez certains intellectuels et parfois dans le monde politique, alors que la monnaie européenne est entrée dans les mœurs ; la méfiance vis-à-vis des étapes futures de la construction européenne est plutôt le fait des classes moyennes ou populaires inquiètes pour l'emploi et impuissantes vis-à-vis de la globalisation à qui on répond en faisant jouer à l'€ le rôle du bouc émissaire.

Notre € fut conçu en fonction des intérêts propres aux Européens. Jamais dans un but de puissance, voie dans laquelle les Nations d'Europe répugnent à s'engager depuis la seconde guerre mondiale. Jamais non plus pour concurrencer ni pour égaler le \$. Qu'ils le désirent ou non, les Européens devront faire face à la situation paradoxale d'un système monétaire international dominé par deux monnaies inégales depuis la naissance de l'€ au moment même où l'économie mondiale devient multipolaire et où les déséquilibres entre les blocs tendent à augmenter. L'émergence de puissances économiques nouvelles dotées de moyens de financement considérables en dehors

d'Amérique du Nord et d'Europe a en effet bouleversé la mondialisation au moment de l'apparition de l'€ Les choix que feront ces puissances nouvelles quant au placement de leurs capitaux et de leurs réserves de change auront un impact majeur sur les économies américaine et européenne, donc sur l'€ et le \$. Et ce pendant plusieurs dizaines d'années puisque les autres zones commerciales ne sont pas suffisamment intégrées, leurs systèmes monétaires et financiers pas assez régulés pour qu'émergent une ou des monnaies de référence en Asie, en Amérique latine et au Moyen-Orient.

L'UEM offre aux nouveaux membres de l'UE, aux Pecos et aux pays aux Marchés de l'Europe une opportunité de stabilité monétaire après les déséquilibres du début des années 1990, une monnaie commune utilisable en parallèle de leur monnaie nationale et une option d'intégration à la zone € en fonction de leur intérêt national. En attendant ces pays tirent parti de l'élargissement du marché financier et de la baisse des taux d'intérêt en Europe. Les pays d'Amérique latine et d'Asie à la recherche de stabilité monétaire interne ou externe, faute d'une opportunité comparable, doivent arrimer leurs monnaies au \$.

La grande question actuelle est celle de l'internationalisation de l'€ et elle est double :

- les Européens auront-ils la volonté et la force de propulser l'€ sur les grands marchés internationaux pour vendre leurs produits à long cycle de production en € plutôt qu'en \$ ? Les avions, les fusées, les matériels industriels de production par exemple. Ou encore dans un panier d'€ et de \$ pour limiter le risque de change et l'impact de la concurrence ;
- les pays émergents à forte épargne choisiront-ils l'€ comme monnaie d'ancrage, de réserve et de placement ? Auquel cas la BCE et Ecofin devraient se préparer à gérer l'€ non plus comme une monnaie régionale mais comme une monnaie internationale. L'équilibre interne n'y suffirait alors pas.

Une crise de confiance vis-à-vis du \$, en suscitant une course à la sécurité vers les monnaies jugées stables, augmenterait brutalement les placements en € et propulserait plus vite qu'il n'est souhaitable notre € au rang de monnaie internationale, le faisant s'apprécier fortement et compromettant la compétitivité européenne. Nous n'y pouvons rien, à part contribuer à éviter la crise du \$ par la coopération entre les banques centrales et au sein d'un Groupe international de type G5 ou G6. Cela tient à la dimension économique de l'Europe comme au succès et à la stabilité de l'€ en tant que nouvelle monnaie.

Les latino-Américains et les Asiatiques qui chercheront demain à stabiliser leurs monnaies auront peut-être naturellement tendance à les lier à un panier comportant forcément des €, à côté du \$, pour diminuer leurs risques de change et pour tenir compte de la structure géographique de leurs échanges commerciaux, importants avec le continent européen.

L'€ pourrait aussi s'internationaliser plus vite que ne se souhaitent les Européens en raison de son attrait propre et de l'anti-américanisme montant dans certains pays émergents et dans une partie des pays producteurs de matières premières, tels la Russie, l'Iran ou le Venezuela, une réaction de rejet de nature à s'exprimer entre autres par une défiance à l'égard du dollar.

Dans un duopole monétaire, l'€ pourrait s'internationaliser plus vite que ne le souhaitent ses mentors. Le système monétaire international ne redeviendra pas polycentrique avant des décennies. L'émergence de monnaies d'échange et d'endettement asiatique ou latino-américaine supposerait une interdépendance commerciale à l'intérieur de ces continents qui n'existe pas actuellement ; une réforme des systèmes bancaires qui prendra du temps ; un niveau plus avancé de développement. Le yen ayant peu de chances de jouer en Asie le rôle du mark en Europe faute pour ces pays d'avoir su, comme le firent Jean Monnet et Maurice Schuman, intégrer les anciens pays belligérants dans une construction économique commune, puis dans une union monétaire. L'échéance se compte en dizaines d'années. D'ici là, l'€ pourra s'internationaliser plus ou moins selon les désirs de ses utilisateurs. La coopération des banques centrales sera essentielle dans une structure duale par nature instable en raison de l'influence des mouvements de capitaux sur les taux de change.

L'euro a monté avec succès les trois premières marches : être crédible ; devenir d'emblée la seconde monnaie mondiale ; fédérer un nombre croissant d'Européens (citoyens et pays). Les deux

suivantes seront plus ardues à gravir. Les Européens auraient besoin qu'il s'internationalise pour commercer plus avec le reste du monde en euro et limiter leur risque global de change ainsi que la pression concurrentielle exercée par le \$. Les pays lointains pourraient en faire une monnaie de réserve et de placement plus vite que ne le souhaitent les autorités de la zone euro, le faisant ainsi s'apprécier à un niveau sans rapport avec les données économiques fondamentales. Malheureusement, si les principes hissant la monnaie Européenne au rang de monnaie crédible sont bien rodés par la BCE, ceux qui devraient présider à la gestion d'une monnaie plus internationale restent à définir.

L'euro faible, puis l'euro fort ont alimenté les débats récents, nourris mais stériles puisque l'euro sera tantôt fort tantôt faible en fonction de la valeur du dollar, lui-même fluctuant. La question de l'usage international de l'euro attire peu l'attention. Elle se posera pourtant, comme celle de la défense européenne, dans un avenir rapproché. Toutes deux exigent un réalisme et une volonté politique dont l'Europe risque bien de manquer ; la prochaine présidence française de l'Union européenne pourrait enfin la mettre sur le tapis.

## Tableaux

- I-1. La zone euro dans le monde
- I-2. Usages du dollar, de l'euro et du yen
- I-3. Monnaies de transaction du commerce international
- I-4. Les réserves de change depuis 1900
- III. Taux de change d'équilibre euro/dollar selon différents modèles
- IV.1. Prix du baril de pétrole en dollars et en euros
- IV.2. Poids des pays dans le PIB de la zone euro
- IV-3. Croissance du PIB
- IV-4. Taux d'intérêt à long terme
- IV-5. La balance des paiements courants de la zone euro
- IV-6. Balance des paiements classique des pays membres (fin 2007)
- V-1. Structure du commerce extérieur de la zone euro
- V-2. Structure du commerce extérieur de la France
- V-3. Volatilité et coût d'un call € à un an ; maturité et coût d'une option
- VI-1. Réserves de change des banques centrales
- VI-2. Droits de vote au FMI (2008)

## Graphiques

- I-1. Carte de la zone euro
- I-2. Taux change euro/monnaies flottantes
- II-1. Le taux de change nominal écu-euro/dollar depuis 1980
- II-2. Taux de change effectif réel de l'euro, du dollar et du yen depuis 1994
- II-3. Taux de change effectif réel de la livre sterling, du franc suisse et de la couronne suédoise depuis 1994.
- III-1. Taux de change euro/dollar, dollar/yen et euro/livre depuis 1973
- III-2. Taux de change euro/yen selon modèle BEER
- III.3. Taux de change d'équilibre
- IV. L'inflation dans la zone euro
- VII-1. Réserves de change comparées Allemagne 1960-1973/Chine 1999-2006
- VII-2. Déséquilibres mondiaux des balances des paiements
- VII-3. Réserves de change des grands pays

## Encadrés

- I-1. L'euro, monnaie d'ancrage
- I-2. Petit lexique
- II-1. Euro synthétique, Ecu ou mark ?
- II-2. Taux de change effectifs et pondérations
- III-1. Concepts de taux de change d'équilibre
- III-2. La Ppa de The Economist
- V. L'impact comptable du risque de change
- VI. Les conférences monétaires mondiales