

Cet article est disponible en ligne à l'adresse :

http://www.cairn.info/article.php?ID_REVUE=REOF&ID_NUMPUBLIE=REOF_100&ID_ARTICLE=REOF_100_0007

La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE

par Jérôme CREEL, Éloi LAURENT et Jacques LE CACHEUX

| Presses de Sciences Po | Revue de l'OFCE

2007/1 - N° 100

ISSN 1265-9576 | ISBN 2-7246-3081-7 | pages 7 à 30

Pour citer cet article :

— Creel J., Laurent n et Le Cacheux J., La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE, Revue de l'OFCE 2007/1, N° 100, p. 7-30.

Distribution électronique Cairn pour les Presses de Sciences Po.

© Presses de Sciences Po. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

LA POLITIQUE DE CHANGE DE LA ZONE EURO OU LE HOLD-UP TRANQUILLE DE LA BCE *

Jérôme Creel, Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux

Département des études de l'OFCE

La question du choix du régime de change prend inévitablement de l'importance lorsque les économies nationales entrent en concurrence les unes avec les autres pour conquérir des parts d'un marché mondial ou régional de plus en plus intégré. Les pays de la zone euro sont ainsi directement concernés par la question du taux de change. Cet article vise à s'interroger sur le statut institutionnel de la politique de change dans la zone euro et ses conséquences pour le dynamisme et la stabilité du cœur historique, économique et politique européen.

L'euro n'est pas seulement une monnaie sans État. C'est une monnaie sans souveraineté. Faute de gouvernement politique, l'euro ne sert pas le projet européen. La responsabilité de facto univoque de la Banque centrale européenne à l'égard de la politique de change européenne a conduit à une gestion contre-productive de celle-ci, d'autant plus préjudiciable que les douloureuses transformations structurelles induites par la mondialisation contemporaine appellent en retour, de la part des politiques économiques, une facilitation et non un handicap supplémentaire. Combinée à l'absence de stratégie de croissance commune et d'instruments de coordination macroéconomique, l'auto-sanction européenne résultant d'une politique de change accaparée par l'objectif de stabilité des prix, a donné lieu à la mise en place de politiques de concurrence sociale préjudiciables à la croissance interne et à la stabilité régionale.

Le paradoxe ultime de cette situation d'impuissance européenne tient à ce que et l'union monétaire et la mondialisation constituent une chance de retrouver la pleine maîtrise de la politique monétaire et de change pour les mettre au service de la croissance et du plein emploi. L'union monétaire prévient les attaques spéculatives tandis que la mondialisation contient la hausse des prix.

* Une première version de cet article a été présentée le 24 octobre 2006 lors d'une journée d'étude consacrée à: « Independence and accountability: the case of the European Central Bank », et organisée par le Centre d'études européennes et l'OFCE dans le cadre du réseau d'excellence européen CONNEX. Nous remercions les participants pour leurs remarques et parmi eux, notamment, Iain Begg, Hubert Kempf et Jim Rollo.

jerome.creel@ofce.sciences-po.fr
eloi.laurent@ofce.sciences-po.fr
jacques.lecacheux@ofce.sciences-po.fr

“M. Euro, c’est moi!”

Wim Duisenberg

“Je suis M. Euro”

Jean-Claude Trichet

PROLOGUE: un symbole sans souveraineté

La question du choix du régime de change prend inévitablement de l’importance lorsque les économies nationales entrent en concurrence les unes avec les autres pour conquérir des parts d’un marché mondial ou régional de plus en plus intégré. Les cas de la Chine et de l’Allemagne illustrent bien ces dernières années cette vérité simple. Les autorités chinoises continuent à maintenir le yuan sous-évalué nominalement par rapport au dollar, en dépit de fortes pressions américaines dans le sens d’un flottement libre. Les parts de marché du commerce intra-européen sont, quant à elles, au centre de la stratégie de taux de change réel allemande poursuivie avec détermination depuis 2000, aboutissant à figer les salaires et à déprimer la demande intérieure outre-Rhin¹.

Les pays de la zone euro sont ainsi directement concernés par la question du taux de change. Le fait que leurs monnaies nationales respectives aient officiellement disparu en 1999 au moment de la fixation des parités irrévocables avec la monnaie européenne ne doit pas faire oublier deux réalités. D’une part l’euro flotte vis-à-vis des autres monnaies du monde, en particulier le dollar et le yen, et influence à ce titre le volume et la valeur des importations et des exportations de la zone. D’autre part, les pays de la zone euro peuvent déployer des stratégies réelles de concurrence sociale pour améliorer leur position compétitive à l’intérieur même des frontières européennes, le commerce intra-UE représentant environ 2/3 du commerce total dans l’UE. La question de la gestion du taux de change, autrement dit de la politique de change, est par conséquent de première importance macro-économique dans la zone euro compte tenu de son impact sur l’inflation, la croissance et la cohésion régionale.

Cet article ne vise cependant pas à établir une relation mécanique entre la valeur de l’euro et la performance macroéconomique des pays participant à la monnaie unique européenne, bien qu’il existe certainement un lien à établir entre ces deux dimensions, comme on le verra plus loin. Nous voulons plutôt nous interroger sur le statut institutionnel de la politique de change dans la zone euro et ses conséquences pour le dynamisme et la stabilité du cœur historique, économique et politique européen.

1. Voir Creel, Laurent et Le Cacheux (2006).

Notre argument principal à cet égard vise à établir que la responsabilité *de facto* univoque de la politique de change européenne a conduit à une gestion contre-productive de celle-ci, d'autant plus préjudiciable que la mondialisation contemporaine contribue à stabiliser le rythme de progression des prix et que les douloureuses transformations structurelles induites par elle appellent en retour, de la part des politiques économiques, une facilitation et non un handicap supplémentaire. Combinée à l'absence de stratégie de croissance commune et d'instruments de coordination macroéconomique, l'auto-sanction européenne résultant d'une politique de change accaparée par l'objectif de stabilité des prix, a donné lieu à la mise en place de politiques de concurrence sociale préjudiciables à la croissance interne et à la stabilité régionale.

L'euro n'est pas seulement une monnaie sans État. C'est une monnaie sans souveraineté. Faute de gouvernement politique, l'euro ne sert pas le projet européen et se révèle même hétéronome sur le marché des changes, sa valeur pouvant être comprise comme la somme des déséquilibres du reste du monde. La raison de cette hétéronomie tient essentiellement à son statut institutionnel: l'euro a été la victime d'un hold-up tranquille², quasiment incontesté³, de la part d'une autorité monétaire indépendante qui défend la thèse de l'inutilité et de la dangerosité de la politique de change dans un monde de devises flottantes. Or, cette thèse repose sur des fondements théoriques et empiriques peu solides, le régime de changes flottants libérant justement l'instrument monétaire et la plupart des monnaies du monde servant bien leurs économies nationales. Nous défendons donc l'idée selon laquelle la zone euro a économiquement besoin d'une politique de change, à laquelle elle a juridiquement droit.

I. Ce que dit la théorie: un conflit potentiel d'objectifs

I.1. Quelle stabilité?

Les objectifs de stabilité des prix⁴ et de stabilité nominale du taux de change sont étroitement entremêlés et entrent le plus souvent en conflit. C'est en particulier le cas dans la zone euro qui se caractérise

2. Cartapanis (2005) évoque, pour sa part, une « confiscation » de la politique de change par la Banque centrale européenne.

3. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

4. Nous en tenant aux statuts de la BCE, nous n'explorons pas dans cet article la question (pourtant essentielle) du lien entre politique monétaire et prix des actifs et laissons également de côté l'enjeu de la surveillance financière dans la zone euro.

par un double régime de change : irrévocablement fixe en interne, librement flottant vis-à-vis du reste du monde.

La stabilité des prix peut s'atteindre par le biais d'une politique monétaire judicieuse, en manipulant les taux d'intérêt. Or comme on le sait, ces derniers sont un des déterminants de la variation du taux de change, que l'on raisonne directement en mobilisant la parité non couverte des taux d'intérêt (qui relie le taux d'appréciation anticipé d'une monnaie à l'écart entre les taux d'intérêt étranger et national) ou, indirectement, par l'impact de la variation des taux d'intérêt sur les mouvements de capitaux, même si la parité non couverte des taux d'intérêt n'est pas satisfaite (c'est le cas si les individus sont averses au risque ou s'ils ont des préférences nationales marquées — selon le principe de la préférence pour l'habitat, « *habit preference* », en anglais — ; des effets de portefeuille interviennent alors, mais les taux d'intérêt jouent tout de même sur la composition des portefeuilles).

Dans des économies structurellement fragiles, des taux d'intérêt élevés peuvent également provoquer des crises de change : la baisse de la valeur des actifs bancaires et financiers et une plus grande incertitude économique peut conduire à l'effondrement du taux de change. La dépréciation de la monnaie génère alors une instabilité des prix.

Réciproquement, l'objectif de stabilité du taux de change réduit l'autonomie de la politique monétaire, en conformité avec le triangle d'incompatibilité (ou encore l'impossible trinité), mis au jour par Mundell. Dans un monde où le marché des capitaux est fortement intégré, les pays qui adoptent un taux de change fixe doivent déterminer leur politique monétaire en lien avec leurs réserves de devises étrangères. La politique monétaire s'en trouve entravée.

Krugman (1998) a renouvelé cette analyse pour y intégrer les éléments constitutifs du système monétaire international contemporain. Son « triangle éternel » met en rapport l'ajustement, la confiance et la liquidité. Le premier sommet du triangle a trait à la capacité de stabilisation macroéconomique assurée par les autorités publiques. La confiance tient à la capacité de répondre et de résorber les attaques spéculatives sur le taux de change, un des moyens d'y parvenir étant d'intégrer une union monétaire ou de réguler les mouvements de capitaux. La liquidité, enfin, se réfère aux mouvements de capitaux de court terme. Dans ce triangle, un pays donné peut par exemple répondre pleinement aux récessions ou aux ralentissements économiques dans un contexte de liquidité. En revanche, ce pays ne pourra pas bénéficier de la confiance à moins qu'il ne rejoigne une monnaie commune ou qu'il opte pour un « *currency board* » (« caisse d'émission »). Dans le cas contraire, celui du SME par exemple, la devise nationale serait soumise à d'incessantes attaques spéculatives.

Krugman défend l'idée selon laquelle les États-Unis, la zone euro et le Japon n'ont pas en réalité à se soucier de la confiance dès lors qu'ils se trouvent dans un régime de changes flottants : ils peuvent ainsi se consacrer pleinement à leurs politiques de stabilisation macroéconomique tout en tirant avantage de la libre mobilité des capitaux. Cette relative négligence à l'égard du taux de change est liée à leur faible degré d'ouverture, la faible part de leur dette extérieure respective libellée en devises étrangères et la confiance des investisseurs internationaux dans la solidité de leurs économies.

Cette analyse appliquée au dollar dans la période contemporaine se heurte à un certain nombre de limites, en particulier l'attitude des autorités chinoises à l'égard de leur propre monnaie, et les déclarations des autorités américaines incitant, avec un début de succès semble-t-il, Pékin à réévaluer le yuan montrent que la période du « *benign neglect* » américain en matière de politique de change est derrière nous. Même si le taux d'ouverture de l'économie américaine demeure faible, les autorités américaines ont clairement affiché depuis le milieu des années 1980 leur préférence pour un dollar sous-évalué (Eichengreen, 1998). Ainsi, si les États-Unis ne paraissent pas se soucier d'un dollar « faible », contrairement à ce que laissent entendre les déclarations des Secrétaires au Trésor qui se sont succédé depuis vingt ans, ils agissent en revanche contre un dollar « fort » (le contraire vaut pour les autorités européennes, *cf. infra*), notamment parce qu'une monnaie sous-évaluée induit des coûts faibles pour des intérêts atomisés, ceux des consommateurs.

Il n'en reste pas moins que les approches de Mundell et de Krugman révèlent l'incohérence de la priorité européenne donnée à la stabilité des prix. Le régime de changes flottants doit permettre la mise en œuvre d'une politique monétaire discrétionnaire visant la croissance et le plein emploi (que Krugman appelle des politiques de « re-flation »), tandis que la réalisation de l'Union monétaire européenne a anéanti le risque d'attaques spéculatives au sein de la zone euro.

Or, la position de la BCE, qui exerce de *facto* seule la politique de change dans la zone euro (*cf. infra*), penche entièrement du côté de la stabilité des prix⁵ :

— « *L'objectif principal de la politique monétaire unique est de maintenir la stabilité des prix. La politique monétaire sera toujours axée sur la réalisation de cet objectif. En conséquence, la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème ne prévoit pas d'objectif de taux de change, implicite ou explicite, dans la mesure où des décisions de politique monétaire visant à maintenir un objectif de taux de change pourraient,*

5. On en trouvera une démonstration à partir des actions de la BCE en termes de change entre 1999 et 2001 dans Kaltenthaler (2003).

en certaines occasions, se révéler incompatibles avec l'objectif de la stabilité des prix.

— *Dès lors, la BCE souscrit à l'opinion selon laquelle les taux de change sont bien plus la résultante des politiques monétaire, budgétaire et structurelle, actuelles et anticipées, et des évolutions conjoncturelles, qu'un objectif ou une cible de cette politique monétaire.*

— *Les distorsions et l'instabilité excessive des taux de change sont souvent le reflet des déséquilibres macro économiques et/ou des incertitudes régnant sur les marchés. En conséquence, des politiques macro économiques axées sur la stabilité et mises en œuvre de manière transparente constituent la meilleure contribution que les responsables de la politique économique peuvent apporter au renforcement de la stabilité des taux de change »⁶.*

1.2. Quel instrument?

L'adoption d'un régime de change flottant ne signifie pas qu'un pays ou sa banque centrale renonce à toute politique de change. Tout d'abord, « le flottement impur » ou le flottement administré font partie de la boîte à outils des banquiers centraux. Le flottement administré est ainsi habituellement défini comme une intervention de la banque centrale sur le marché Forex sans communication *ex-ante* ou *ex-post* et sans ciblage spécifique; la Banque du Japon est en particulier coutumière de ce type d'intervention avec 340 interventions depuis 1991, contre 22 pour la Réserve fédérale et 4 pour la BCE⁷. Il serait donc faux de prétendre que les économies japonaise et américaine n'ont pas de politique de change.

De manière plus générale, les instruments théoriquement à la disposition des autorités monétaires pour intervenir sont, outre les interventions physiques sur le marché des changes, le taux d'intérêt de court terme et les interventions verbales, également appelées « *open-mouth operations* » (en référence aux opérations d'*open market*, Guthrie et Wright, 2000). Ces trois instruments sont concentrés dans la zone euro dans les mains de la Banque centrale européenne et utilisés pour servir l'objectif de stabilité des prix.

S'agissant des interventions verbales en Europe, elles sont quasiment inexistantes, la doctrine de la BCE en matière de politique de change revenant à considérer celle-ci comme une donnée du contexte macro-économique (*cf. infra*). Le gouverneur de la BCE a pu cependant citer

6. « L'euro, le dollar et les politiques nationales : quelles marges de manœuvre? », Intervention de Willem F. Duisenberg, prononcée à l'occasion de la conférence « Euro, J+80 », à Paris, le 25 mars 1999. http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990325_2.fr.html

7. « La politique de change japonaise en 2005 », Ambassade de France au Japon-mission économique, Minefi.

la valeur externe de l'euro comme une préoccupation à l'automne 2000 et 2001, quand la dépréciation de l'euro par rapport au dollar menaçait de provoquer un phénomène d'inflation importée. Mais cette préoccupation n'est pas symétrique.

Les interventions directes ont également été limitées: elles ont eu lieu essentiellement en septembre-novembre 2000 (dans le but de limiter la dépréciation de l'euro et le risque connexe d'inflation importée) et en septembre 2001 (dans le but de limiter le risque de panique financière). Dans les deux cas, ces interventions, non-coordonnées au plan international, hormis en septembre 2000, et limitées dans le temps, ont servi de mesures d'accompagnement à l'instrument principal mobilisé: le taux d'intérêt de court terme. Or celui-ci est strictement soumis à l'objectif de stabilité des prix (selon les termes de l'Article 105 du traité CE, *cf. infra*).

Ces interventions verbales et directes, qualifiées de « sporadiques » par Cartapanis (2005), doivent être opposées à la doctrine des grandes économies du monde. Comme le rappelle Cartapanis, « la situation est très différente parmi les autres protagonistes de la scène financière mondiale, les États-Unis, le Japon, et, évidemment la Chine. Ces pays ont des objectifs de change et ne se privent pas d'en informer les marchés. Dans le passé récent, ils n'ont jamais hésité, soit à mener des politiques d'intervention à vaste échelle, soit à multiplier les discours et les prises de position officielles afin d'influencer les opérateurs ou les investisseurs, et ils ne sauraient définir leurs stratégies macroéconomiques sans intégrer des objectifs de change, on le voit de toute évidence aujourd'hui aux États-Unis et en Chine, mais cette observation concerne également le Japon, l'Australie, le Canada... ». À propos des interventions verbales, Fratzscher (2004) montre pour sa part combien elles sont généralement efficaces: elles influencent effectivement les taux de change des grandes monnaies (euro-dollar, yen-dollar), et elles réduisent leur volatilité.

Il ressort dès lors de l'observation de la (non) politique de change de la zone euro que la BCE a choisi de privilégier la stabilité des prix contre la stabilité du taux de change, celui-ci ayant largement varié depuis 1999, alors que le taux d'inflation est spectaculairement contenu dans les marges prévues par la BCE elle-même. Ce n'est que lorsque l'évolution du taux de change menace le taux d'inflation que la BCE se décide à mener une politique de change qui n'est en fait que la poursuite de la politique monétaire par d'autres moyens. La politique de change de la zone euro sous la conduite de la BCE est donc résiduelle, univoque et asymétrique. Or, les traités européens établissent qu'elle est une compétence partagée dont il revient au pouvoir politique de définir les objectifs.

2. Ce que dit le droit: une compétence partagée

2.1. L'obscurité de la constitution économique européenne

À la lecture de la constitution économique européenne (Laurent et Le Cacheux, 2006), c'est-à-dire des règles explicites de politique économique rassemblées dans les traités européens, il pourrait y avoir un conflit entre l'Article 105 et l'Article 111 du traité instituant la Communauté européenne. Il convient pour mesurer cette contradiction potentielle de citer les deux articles *in extenso* :

Article 105

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

2. *Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :*

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

Article 111

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

Parlement européen de l'adoption, de la modification ou de l'abandon des cours centraux de l'écu.

2. En l'absence d'un système de taux de change vis-à-vis d'une ou de plusieurs monnaies non communautaires au sens du paragraphe 1, le Conseil, statuant à la majorité qualifiée soit sur recommandation de la Commission et après consultation de la BCE, soit sur recommandation de la BCE, peut formuler les orientations générales de politique de change vis-à-vis de ces monnaies. Ces orientations générales n'affectent pas l'objectif principal du SEBC, à savoir le maintien de la stabilité des prix.⁸

L'ambiguïté juridique est à double sens: le Conseil peut formuler des « orientations générales de politique de change » dans le respect de l'ordre économique lexicographique européen (d'abord la stabilité des prix, puis, quand celle-ci est établie, le reste des objectifs de politique économique, Article 111) mais la BCE, soumise elle aussi à cet ordre, doit, après avoir été consultée, les mettre en œuvre (Article 105). Non seulement la politique de change apparaît comme une compétence partagée, mais, à travers elle, c'est l'appréciation de la stabilité effective des prix qui le devient également.

2.2. Une indépendance de moyens pour des fins interdépendantes

En effet, si un conflit surgit sur la compatibilité des orientations générales de politique de change avec l'objectif premier de stabilité des prix, il faut bien, au terme du droit européen, que le Conseil et la BCE en débattent, et du coup débattent de la réalisation de l'objectif de stabilité des prix et donc de la définition de cet objectif lui-même.

Plus précisément, le rôle de la BCE s'illustre dans la distinction entre indépendance de moyens et indépendance d'objectifs. La BCE est indépendante pour ce qui concerne les moyens d'atteindre les orientations fixées par le Conseil, ces orientations devant être débattues entre le Conseil et la BCE afin de les rendre compatibles avec l'objectif de stabilité des prix. La politique de change est donc bien en droit, même si c'est de manière tortueuse, une compétence partagée entre le Conseil et la BCE.

Dans cette mesure, la zone euro ne se distingue pas de la situation américaine, japonaise, anglaise ou australienne, même si elle paraît s'apparenter au modèle suédois d'hyper-indépendance de la banque centrale.

8. Version consolidée du traité instituant la Communauté européenne, http://europa.eu/lex/fr/treaties/dat/EC_consol.html

La BCE elle-même a d'abord souscrit à cette interprétation de la constitution économique européenne :

« Le Traité de Maastricht prévoit que le Conseil ECOFIN peut formuler des orientations générales de politique de change. Celles-ci — de manière cohérente avec mes observations précédentes — n'affectent pas l'objectif principal de l'Eurosystème, qui est de maintenir la stabilité des prix. En conséquence, les ministres des finances de l'UE, auxquels incombe la responsabilité ultime de la politique de change de la zone euro, sont convenus, en décembre 1997, de ne formuler des orientations générales en matière de change que dans des circonstances exceptionnelles, par exemple lorsque le taux de change de l'euro subit des divergences manifestes et persistantes »⁹.

La référence aux conclusions du Conseil européen de Luxembourg des 12 et 13 décembre 1997 mérite d'être relevée et précisée. En effet, celui-ci précise la portée de l'Article 111 :

« En ce qui concerne la mise en œuvre des dispositions relatives à la politique de change, il est entendu que des orientations générales de politique de change vis-à-vis d'une ou de plusieurs monnaies non communautaires ne seront formulées que dans des circonstances exceptionnelles à la lumière des principes et politiques définis par le traité »¹⁰.

Mais il ne s'agit là que d'une interprétation qui n'a pas de valeur constitutionnelle. Cependant, Henning (2006) précise qu'à l'orée de l'union monétaire, deux interprétations subsistaient sur les rôles respectifs que devaient jouer le Conseil et l'Eurosystème dans la conduite de la politique de change de l'euro : l'interprétation allemande des traités, accordant la primauté à l'Eurosystème, et l'interprétation française, en faveur d'un pouvoir plus grand accordé au Conseil. Selon Henning, « la porte restait ouverte pour qu'une politique de change active soit mise en œuvre » au tout début de la zone euro.

2.3. L'Eurogroupe ou la faiblesse programmée

La stratégie institutionnelle, quelque peu baroque, choisie pour mettre en œuvre les dispositions de la constitution économique européenne en matière de politique de change de la zone euro a consisté à contourner le droit européen. Plutôt que de formaliser la

9. « L'euro, le dollar et les politiques nationales : quelles marges de manœuvre ? », Intervention de Willem F. Duisenberg, prononcée à l'occasion de la conférence « Euro, J+80 », à Paris, le 25 mars 1999. http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990325_2.fr.html

10. Conseil européen de Luxembourg des 12 et 13 décembre 1997, Conclusions de la Présidence. http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ec/032b0008.htm

création d'une instance de débat entre la BCE et le Conseil sur la politique de change, les gouvernements européens ont préféré donner le jour, au cours du même Conseil du mois de décembre 1997, à une non-institution, l'Eurogroupe, conçu comme une subdivision informelle du Conseil ECOFIN :

« En vertu du traité, le Conseil ECOFIN est au cœur de la coordination des politiques économiques des États membres et est habilité à statuer dans les domaines concernés. En particulier, le Conseil ECOFIN est la seule instance habilitée à formuler et à adopter les grandes orientations des politiques économiques qui constituent le principal instrument de coordination économique.

Cette place déterminante du Conseil ECOFIN au cœur du processus de coordination et de prise de décision en matière économique consacre l'unité et la cohésion de la Communauté.

— Les ministres des États participant à la zone euro peuvent se réunir entre eux de façon informelle pour discuter de questions liées aux responsabilités spécifiques qu'ils partagent en matière de monnaie unique. La Commission, ainsi que, le cas échéant, la Banque Centrale Européenne, sont invitées à participer aux réunions.

— Chaque fois que des questions d'intérêt commun sont concernées, elles sont discutées par les ministres de tous les États-membres.

— Dans tous les cas où une décision doit être prise, celle-ci l'est par le Conseil ECOFIN selon les procédures fixées par le traité »¹¹.

L'Eurogroupe incarne bien les deux lacunes de la zone euro depuis sa création : le défaut d'autonomie au sein de l'Union européenne, le défaut de souveraineté, celle-ci étant abandonnée à la BCE. Le droit européen ne peut pas, en tout état de cause, être convoqué pour justifier ce double déficit. C'est de l'incapacité des gouvernants européens à se résoudre à appliquer la lettre de la constitution économique européenne que résulte le hold-up, du coup tranquille, de la BCE sur la politique de change de la zone euro.

11. Conseil européen de Luxembourg des 12 et 13 décembre 1997, Conclusions de la Présidence. http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ec/032b0008.htm

3. Ce que dit la réalité: le coût d'une non-politique

3.1. Un hold-up tranquille

La récente passe d'armes du printemps 2006 entre les « deux Jean-Claude » — Juncker (Président de l'Eurogroupe reconduit pour un nouveau mandat) et Trichet (gouverneur de la BCE) — au sujet de la responsabilité de la politique de change illustre bien le fait que le dialogue souhaité par le premier, eût-il exigé l'emploi d'un « mégaphone », est une chimère dans le cadre du système institutionnel actuel¹².

Le paradoxe est qu'il serait parfaitement légal, s'il était organisé. En l'absence de cette volonté, la BCE s'approprie logiquement la politique de change pour la soumettre à la politique monétaire:

« Je l'ai suffisamment dit et répété: je suis M. Euro. Il n'y aucun doute à ce sujet: nous émettons la monnaie et ma signature est sur les billets »¹³.

On conseillera ici la lecture fort éclairante de l'article d'Henning (2006) qui relate la prise de pouvoir de la BCE sur les questions de change dans la zone euro au cours de l'année 2000. Cette prise de pouvoir fut consécutive aux profondes divergences d'opinions exprimées à l'époque à l'égard de la valeur de l'euro par rapport au dollar parmi les États membres de la zone euro et au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE. Ces divergences étaient mal perçues par les marchés — on attribuait à cette « cacophonie » un effet à la baisse sur l'euro —, et par les partenaires de la zone euro sur la scène financière internationale. À ce titre, le Trésor américain, généralement soucieux de communiquer avec ses homologues étrangers, va progressivement privilégier les relations directes avec la BCE, avec pour point d'orgue l'intervention multilatérale de septembre 2000. Le basculement en faveur d'une telle intervention, visant à mettre fin à la dépréciation de l'euro par rapport au dollar fut le fait, faut-il le rappeler, des autorités françaises.

Avant de pouvoir envisager une telle intervention, son organisation intra-européenne devait être plus clairement établie. Toujours selon Henning, les autorités européennes et leurs représentants avaient pleinement conscience des effets désastreux de leur « cacophonie » sur la « crédibilité » de la zone euro. Il fallait donc résoudre des questions pratiques, ce qui impliquait alors de s'écarter résolument des traités en vigueur, trop flous; c'est ainsi que les discussions entre autorités

12. Éloi Laurent, « Euro: la guerre des deux Jean-Claude n'aura pas lieu », *Les Echos*, 25 juillet 2006.

13. Jean-Claude Trichet, conférence de presse, 8 juin 2006, traduction des auteurs.

européennes portèrent, dès le second semestre 1999, sur qui serait habilité à communiquer sur la valeur de l'euro, qui déciderait du principe d'une intervention, et qui la mettrait en œuvre en négociant avec les pays partenaires.

Les représentants de l'Eurogroupe, d'ECOFIN au grand complet et du SEBC parvinrent à un *modus operandi* lors du Conseil informel de Turku en Finlande, en septembre 1999, clarifié mais maintenu secret à une réunion de l'Eurogroupe en juin 2000 à Luxembourg. Il faudra attendre que quelques heures se soient écoulées après l'intervention multilatérale sur les marchés de change du vendredi 22 septembre 2000 pour que le consensus entre l'Eurogroupe et la BCE commence à s'effriter, incitant les autorités de Francfort à s'affranchir désormais des autorités politiques européennes. Mais nous n'en sommes pas encore là.

Le consensus de Turku portait sur quatre points. En premier lieu, le SEBC décidait du moment, du niveau et des montants de réserve consacrés à l'intervention. En deuxième lieu, ses interventions devaient être menées après que l'Eurogroupe eut manifesté son accord préalable sur le principe de l'action¹⁴; dit autrement, le SEBC n'avait pas besoin de la permission explicite de l'Eurogroupe avant d'intervenir. En troisième lieu, la BCE devait informer les ministres des finances de l'Eurogroupe que l'intervention était en cours. En dernier lieu, une déclaration officielle après l'intervention était préparée conjointement par la BCE, le Comité économique et financier et l'Eurogroupe.

Le gouverneur de la BCE pouvait donc désormais se targuer d'être « Monsieur euro ». Comme l'écrit Henning: « Les ministres des Finances semblent s'être résolus à la « compétence unique » du SEBC en matière d'intervention par nécessité pratique (*de facto*) plutôt qu'en vertu d'un droit inscrit dans le traité de Maastricht (*de jure*) ». Le succès de l'intervention de septembre 2000 fut malheureusement de courte durée.

Parmi les raisons de cet échec, on retiendra ici les joutes oratoires, déjà, entre le Président de l'Eurogroupe de l'époque, le ministre français de l'économie et des finances, M. Laurent Fabius, et le gouverneur de la BCE, M. Wim Duisenberg. Pour avoir déclaré que l'intervention « suivait la position exprimée par les ministres des finances de la zone euro à Versailles le 8 septembre 2000 », Laurent Fabius se voyait rétorquer par Wim Duisenberg:

« Nous (le Conseil des gouverneurs de la BCE) n'avons pas demandé la permission (aux ministres des Finances) parce que nous n'avons pas besoin de cette permission. Bien que les ministres aient eu un rôle dans l'orientation générale de la politique de change, la gestion sur les marchés de change est l'affaire de la BCE »¹⁵.

14. En anglais: « *intervention would take place under an understanding with the Eurogroup on action in principle arrived at in advance* ».

15. Citations tirées de Henning (2005, p. 25).

Après avoir indiqué le 24 septembre 2000 que les interventions reprendraient quand elle le jugerait approprié, la BCE lança une nouvelle intervention, unilatérale cette fois — la précédente intervention impliquait les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada et le Japon —, les 3, 6 et 9 novembre 2000. Cette fois, le Président de l'Eurogroupe n'en fut informé que dix minutes avant l'intervention du 3, tandis que le Gouverneur de la BCE n'informait les ministres des finances que le soir du 6. Le consensus de Turku venait donc de subir un sérieux revers et le hold-up de la BCE devenait manifeste.

Bien que ce dernier point soit incontestable depuis 2003, le hold-up tranquille de la BCE sur la politique de change a eu et continue d'avoir des conséquences de grande ampleur au plan régional, mais aussi s'agissant de la place et de la responsabilité européennes dans le système monétaire international.

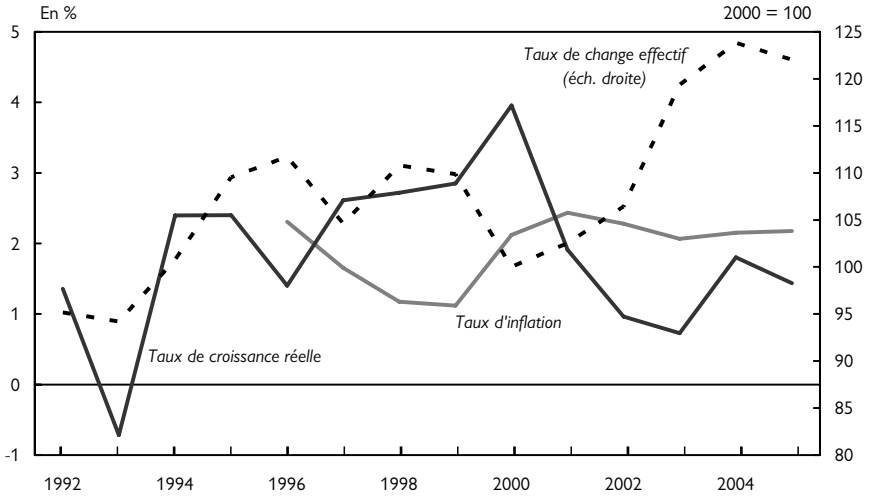
3.2. La pro-cyclicité régionale

Le fonctionnement pour le moins chaotique du SME de 1979 à 1998 et ses conséquences négatives pour les économies de la future zone euro (Fitoussi, 2004) peuvent se justifier par l'enfance tumultueuse de la convergence monétaire européenne. Le problème est que l'inadaptation de la valeur du taux de change s'est non seulement poursuivie mais aggravée après l'institution de la monnaie unique jusqu'à aujourd'hui (graphique 1). Cette désynchronisation est le symptôme le plus criant de l'absence de souveraineté économique européenne.

L'euro ne sert donc pas la croissance de la zone euro : depuis 1999, il s'est déprécié quand l'activité économique s'est raffermie et apprécié alors que la croissance ralentissait (graphique 1). Il dépend entièrement de l'option anti-inflationniste de la BCE : la stabilité des prix est parfaitement réalisée dans la zone euro depuis 2001 au prix d'une forte instabilité du taux de change.

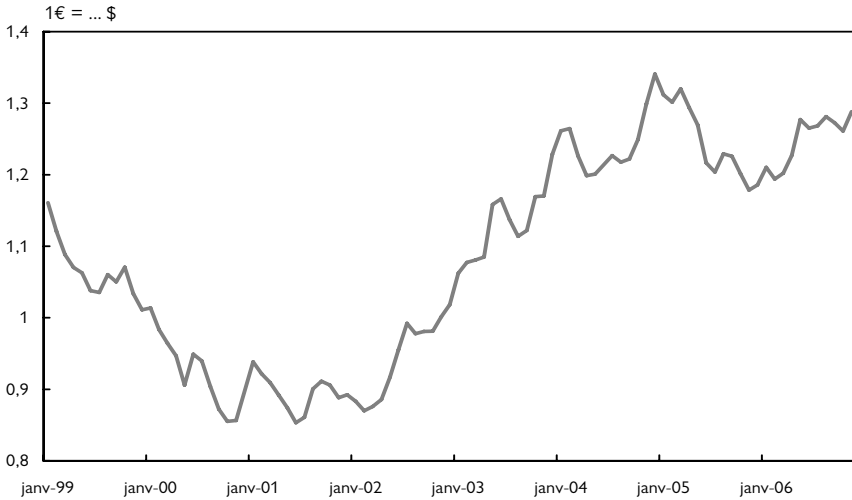
L'étude détaillée de la parité euro-dollar depuis 1999 est très illustrative de la procyclicité de l'euro (graphiques 2 et 3). Le taux de croissance annuel moyen dans la zone euro a été de 2,7 % du premier trimestre de 1999 au troisième trimestre de 2001. La croissance a ensuite brutalement ralenti pour devenir quasiment négative au quatrième trimestre 2001. Alors que l'activité commençait à ralentir, l'euro a commencé à s'apprécier. Il cessa de le faire en 2004, alors que l'activité économique reprenait un rythme plus soutenu et s'apprécia à nouveau alors que la croissance ralentissait à la mi-2004. Le rebond économique de 2005, de 0,75 % au premier trimestre à 1,5 % au quatrième s'accompagna de la dépréciation de l'euro. Au total, la procyclicité de l'euro est frappante de régularité.

1. La pro-cyclicité du taux de change dans la zone euro



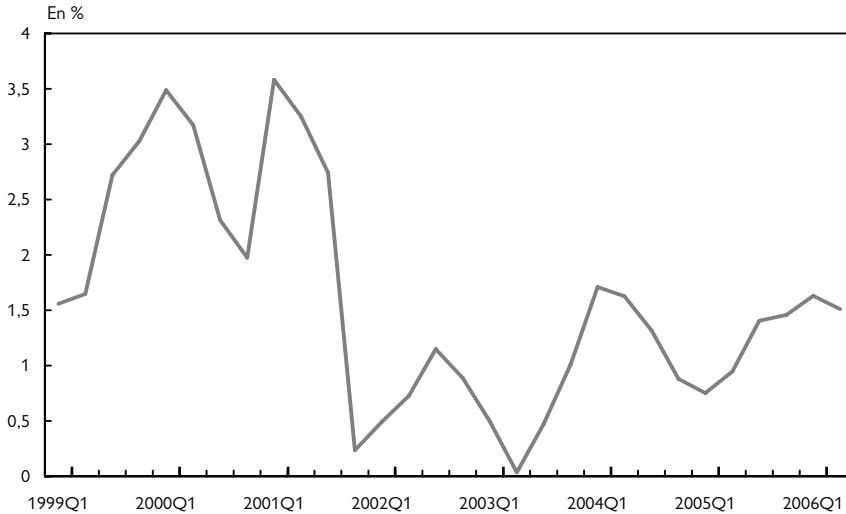
Source: OCDE.

2. Le taux de change euro-dollar



Source: BCE.

3. La croissance réelle dans la zone euro



Sources : Datastream et OCDE.

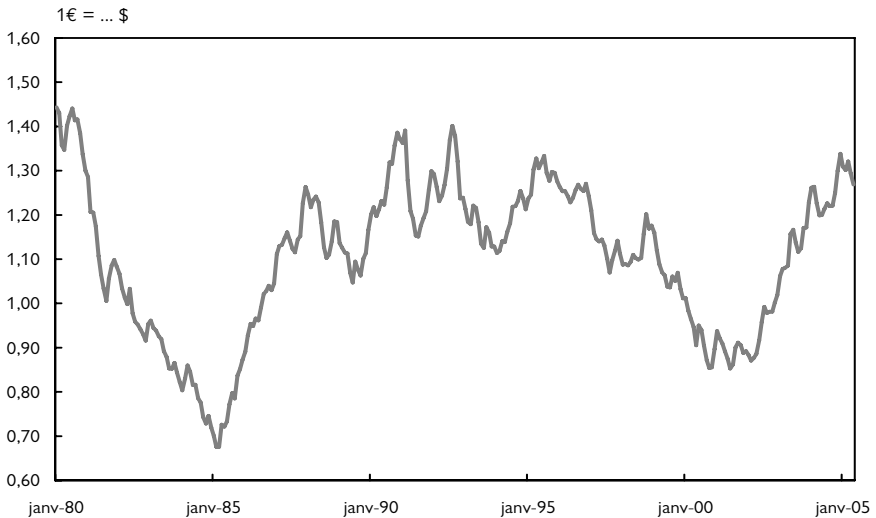
Comme nous l'avons déjà souligné, ce phénomène n'est pas nouveau. Au moins depuis le milieu des années 1980, et à de rares exceptions près, la parité euro-dollar a évolué de manière pro-cyclique (graphique 4) : la nette dépréciation du dollar, partiellement incontrôlée, commence en 1985 et intervient bien avant que la reprise économique se soit affermie en Europe, dans la phase de mise en œuvre de la stratégie de désinflation. En 1992-1993, au cours de la dernière récession à l'échelle européenne, l'écu avait atteint un pic face au dollar. C'est notamment pour empêcher cette hétéronomie sur le marché des changes des monnaies européennes que fut créé l'euro et c'est cette même hétéronomie qui le caractérise depuis son institution en 1999.

On peut à l'inverse souligner que les États-Unis ont bénéficié depuis 1992 d'un effet stabilisateur de leur monnaie à l'exception brève du choc de 2001 (graphique 5) : jusqu'en 2000, l'appréciation du dollar intervient dans une phase de croissance forte ; à partir de 2002, sa dépréciation accompagne la reprise.

D'autres zones monétaires ont également vu leur monnaie les servir (graphiques 6 à 8), les phases continues d'appréciation persistant tant que le taux de croissance en volume dépassait 3 % en rythme annuel au Royaume-Uni, par exemple. La contra-cyclicité du yen et du dollar australien apparaît aussi clairement, hormis depuis 2002 en Australie.

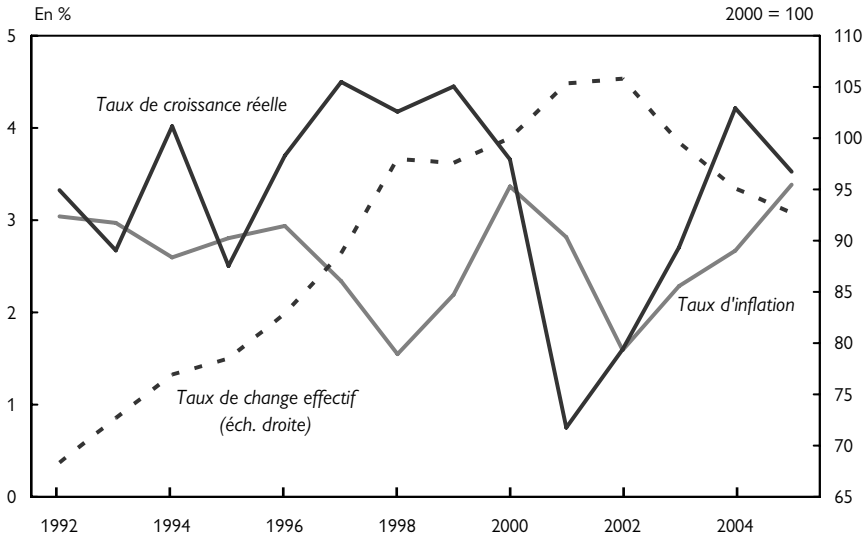
Le cas de la Suède est très éclairant (graphique 9) : la stabilité de la couronne suédoise vis-à-vis de l'euro ne doit pas masquer une politique de change contra-cyclique. Une telle politique est d'ailleurs tout à fait adaptée à une petite économie désormais très ouverte comme celle de la Suède: son taux d'ouverture, calculé comme la somme des exportations et des importations rapportée au PIB dépasse 100 % (cf. Touzé, 2007). Par ailleurs, ce pays n'est pas membre de la zone euro et bénéficie potentiellement d'une plus grande autonomie monétaire et de change que les États membres; ainsi, contrairement à son homologue de la zone euro, la Banque de Suède mène une politique de change aboutissant à une contra-cyclicité de son taux de change depuis 2001: la dépréciation de la couronne suédoise a atteint son point bas en 2001, au moment où le PIB en volume augmentait d'à peine 1 % l'an, puis la monnaie s'est appréciée, principalement vis-à-vis du dollar, accompagnant ainsi adroitement la reprise économique. La relative stabilité de la couronne suédoise vis-à-vis de l'euro, notamment depuis le refus des Suédois d'adopter l'euro, ne doit donc pas être interprétée comme la fin de l'utilisation du taux de change pour promouvoir ou tout simplement défendre la croissance économique suédoise.

4. La parité euro-dollar, une perspective longue



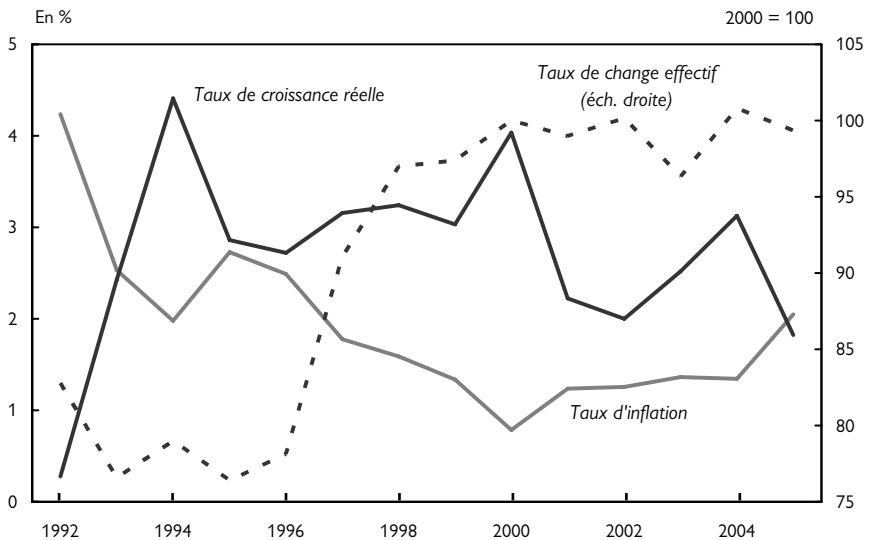
Source: Datastream.

5. La politique de change américaine, 1992-2005



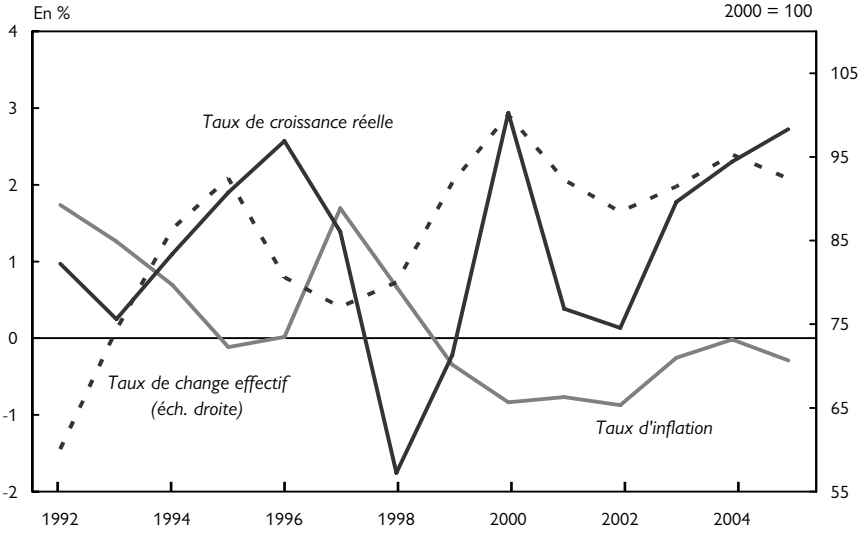
Source : OCDE.

6. La politique de change du Royaume-Uni, 1992-2005



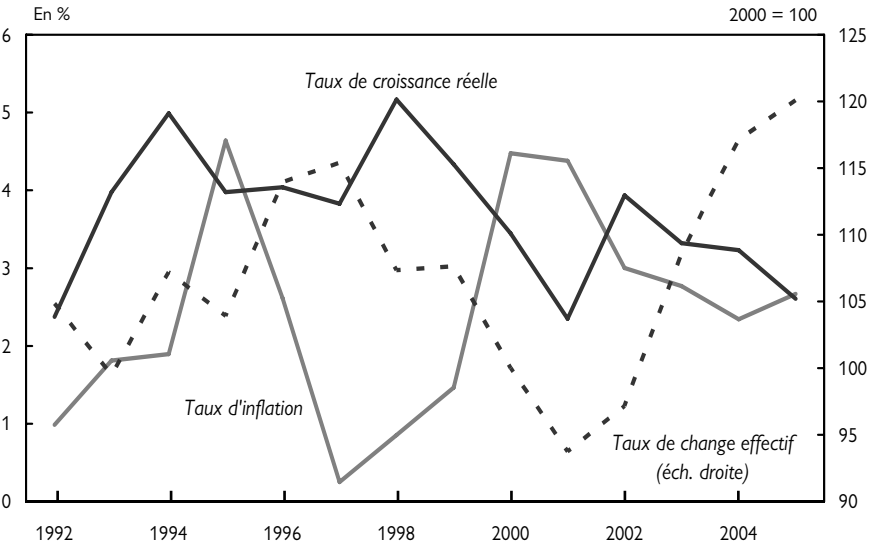
Source : OCDE.

7. La politique de change japonaise, 1992-2005



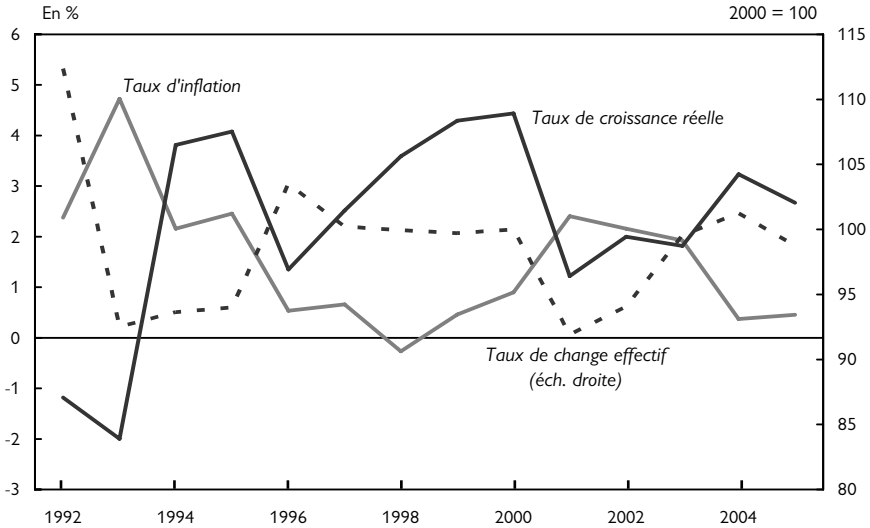
Source: OCDE.

8. La politique de change australienne, 1992-2005



Source: OCDE.

9. La politique de change suédoise, 1992-2005



Source : OCDE.

3.3. La concurrence socio-fiscale: le jeu dangereux des taux de change réels

Mais les conséquences de l'absence de stratégie économique commune en Europe, dont l'évolution de l'euro est le symptôme, se fait plus encore sentir au plan interne, dès lors qu'environ 2/3 des échanges de biens et services dans l'UE sont le fait d'échanges intra-européens. C'est d'abord pour conquérir les parts de ce marché que les pays européens mettent en place des stratégies de dévaluation sociale compétitive au sein du modèle continental bismarckien (Creel et Le Cacheux, 2006; Laurent, 2006). C'est l'Allemagne qui a ouvert la boîte de Pandore de la manipulation du taux de change réel par le modèle social, en optant pour une stratégie de « petit pays » (Le Cacheux, 2005; Laurent et Le Cacheux, 2006) qui repose depuis 2000 sur une « glaciation salariale » et une forte ouverture extérieure (Creel, Laurent et Le Cacheux, 2006).

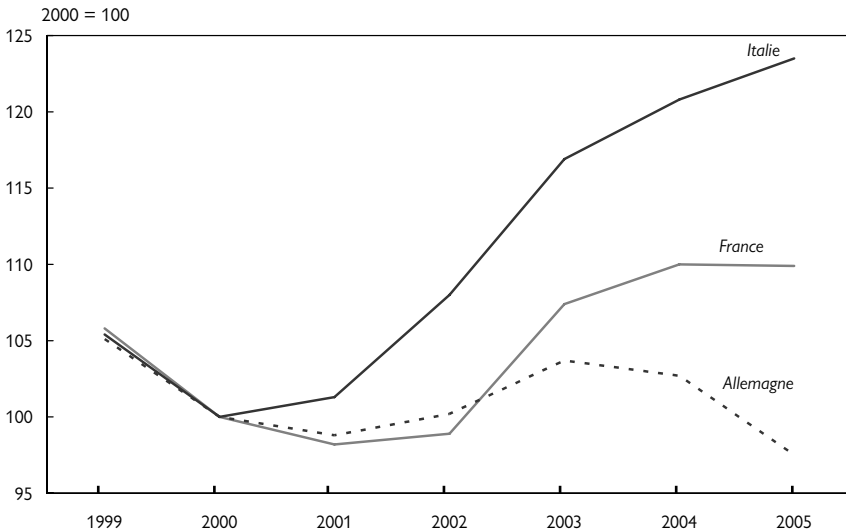
L'appréciation nominale de l'euro par rapport au dollar ne revêt paradoxalement que des avantages pour l'Allemagne. Sans surprise, elle réduit le coût en euros des importations extra-européennes, qui représentent 60 % des importations allemandes, favorisant dès lors la baisse de l'inflation et permettant aux entreprises allemandes de maintenir, voire d'augmenter, leurs marges. Plus pernicieusement, elle incite ces

mêmes entreprises à faire accepter par leurs salariés des gels de salaires afin de conserver une bonne compétitivité-prix à l'exportation.

Si le résultat de cette stratégie de croissance contre-nature est jusqu'à présent pour le moins douteux en termes de croissance et de chômage, elle est en revanche efficace en termes de compétitivité, comme le montre le graphique 10. L'écart relatif entre l'Allemagne et l'Italie, spectaculaire, va persister de longues années à moins que l'Italie ne s'engage résolument dans la même stratégie — les coûts relatifs se résorberont pour peu que cette stratégie devienne moins efficace en Allemagne — ou qu'elle quitte la zone euro et reprenne ses politiques de dévaluation compétitive. Par sa politique non-coopérative, l'Allemagne prend le risque de faire imploser la zone euro.

Compte tenu du développement des stratégies de concurrence socio-fiscale dans l'UE, symbolisé au 1^{er} janvier 2007 par l'augmentation en Allemagne de trois points de la TVA, la baisse simultanée des cotisations sociales puis l'allègement de l'imposition sur les sociétés en 2008 (de 38,7 % à environ 29 %), l'émergence d'une maîtrise souveraine de l'euro devient essentielle pour la cohésion régionale.

10. Les coûts unitaires de travail dans les grandes économies continentales



Source: OCDE.

ÉPILOGUE: la zone euro, spectatrice de la mondialisation

L'euro est l'interface entre l'Europe et la mondialisation. L'absence de souveraineté monétaire implique donc logiquement que la zone euro ne soit pas un acteur de « Bretton Woods II », le système monétaire informel qui s'est reconstitué dans la zone trans-pacifique autour du déficit de la balance courante américaine (Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2004). L'euro sert en quelque sorte de variable d'ajustement aux déséquilibres du monde.

Imaginons que, dans un scénario optimiste, l'appréciation des monnaies asiatiques, et notamment du yuan, timidement engagée au cours de l'année 2006, se poursuive comme le souhaitent les autorités américaines. L'euro s'apprécierait alors, non pour refroidir une économie en surchauffe, mais par des effets de réallocation de portefeuille des banques centrales asiatiques. Ce faisant, cette nouvelle appréciation tuerait dans l'œuf une reprise pour l'heure tirée par les exportations. Les gouvernements européens assisteraient impuissants à l'accélération de ce phénomène par la hausse des taux que promet la BCE. Le scénario catastrophe de l'année 2007, qui veut que les investisseurs asiatiques se détournent brutalement du dollar par crainte d'un ralentissement prolongé de l'économie américaine sous l'effet d'un krach immobilier est encore plus mauvais pour la zone euro. L'absence de stratégie commune de politique de change plongerait alors la zone euro dans une crise politique sans précédent.

Le paradoxe ultime de cette situation d'impuissance européenne tient à ce que et l'union monétaire et la mondialisation constituent une chance de retrouver la pleine maîtrise de la politique monétaire et de change pour les mettre au service de la croissance et du plein emploi. L'union monétaire prévient les attaques spéculatives tandis que la mondialisation contient la hausse des prix, beaucoup plus efficacement semble-t-il que les banquiers centraux (Rogoff, 2006).

Si ces deux analyses sont justes, alors la zone euro est en train de manquer l'occasion historique de déterminer les modalités institutionnelles d'une politique de change à la hauteur de ses ambitions politiques. Le hold-up tranquille de la BCE sur la politique de change européenne pourrait bien ne pas demeurer tranquille très longtemps.

Références bibliographiques

- CARTAPANIS A., 2005 : « Pour une politique de change contra-cyclique de l'euro », contribution aux *Rencontres économiques d'Aix-en-Provence, L'Europe et les États-Unis*, Cercle des économistes, juillet.
- CREEL J., E. LAURENT et J. LE CACHEUX, 2006 : « Ouverte pour travaux : La Présidence allemande de l'UE et la réunification européenne », *Lettre de l'OFCE*, 4 décembre .
- CREEL J. et J. LE CACHEUX, 2006 : « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, n° 98, juillet.
- DOOLEY M. P., D. FOLKERTS-LANDAU et P. GARBER., 2004 : « The Revised Bretton Woods System, » *International Journal of Finance and Economics*, v9(4, Oct), 307-313.
- EICHENGREEN B., 1998 : *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press.
- FITOUSSI J.-P., 2004 : « La question du taux de change de l'euro », *Lettre de l'OFCE*, n° 247, 2 avril.
- FRATZSCHER M., 2004 : « Communication and exchange rate policy », *Working Paper Series* n° 363, *European Central Bank*, mai.
- GUTHRIE G. et J. WRIGHT, 2000 : « Open Mouth Operations », *Journal of Monetary Economics*, 46(2), octobre.
- HENNING C. R., 2006 : « The External Policy of the Euro Area: Organizing for Foreign Exchange Intervention », *Working Paper Series* 06-4, *Institute for International Economics*, juin.
- KALTENTHALER K., 2003 : « Managing the euro », *European Union Politics*, 4(3).
- KRUGMAN P., 1998 : « The Eternal Triangle, explaining international financial perplexity », *mimeo*, MIT, octobre. <http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>
- LAURENT É., 2006 : « From Competition to Constitution: Races to Bottoms and the Rise of 'Shadow' Social Europe », *Working Paper Series* n° 137, *Center for European Studies*, Harvard University.
- LAURENT É. et J. LE CACHEUX, 2006 : « Integrity and efficiency in the EU: The case against the European Economic Constitution », *CES Working Paper*, Harvard University, n° 130.
- ROGOFF K., 2006 : « Impact of Globalization on Monetary Policy », *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications*, Jackson Hole, Wyoming, August 24-26. <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/2006/pdf/rogoff.paper.0829.pdf>

■ Jérôme Creel, Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux

TOUZÉ V., 2007 : « Les performances économiques de la Suède : quelques éléments d'évaluation », *Revue de l'OFCE*, n° 100, janvier.