

Politiques macroéconomiques
Licence I – AES 2008-2009
Université Montesquieu-Bordeaux IV

Politique monétaire

Faut-il avoir la politique de change pour la zone euro?

Élément de correction

Amorce : Le taux de change est l'une des variables déterminantes qui, à travers des commerces extérieurs, conditionne la croissance économique, de l'emploi et du revenu du pays. La relation de change entre l'euro et le dollar, au sein d'un environnement incertain et d'une crise financière actuelle, suscite un vif débat fondé sur l'envolée de la valeur de l'euro, pénalisant les exportations et la croissance dans la zone euro.

Problématique : s'interroger sur les effets positifs et négatifs de l'euro fort (ou faible) et la possibilité d'adopter une politique de change par la Banque centrale européenne. Quel est l'impact sur l'économie réelle de l'application d'une telle politique ?

I. Instabilité de la monnaie unique face au dollar comme frein aux activités économiques

A. L'internalisation insuffisante de la monnaie unique

La variation du taux de change détermine la position du commerce extérieur du pays (balance commerciale et compétitivité-prix des produits nationaux). *L'euro n'est pas devenu une monnaie de cotation, de transaction et de règlement sur les grands marchés internationaux* (marché de matières premières, d'énergie, de l'aéronautique et de certains biens industriels. Ces grands marchés sont dans la zone dollar (Chicago ou New York).

L'euro est devenu une monnaie d'ajustement : si le dollar doit baisser, l'euro doit s'apprécier. Or, plusieurs pays d'Asie font l'ancrage sur le dollar puisque les États-Unis font parti de leurs principaux partenaires commerciaux (intérêt de garder leur monnaie stable face au dollar). Par conséquent, si le dollar se déprécie, le taux de change effectif (doc3) dans la zone euro s'apprécie face aux autres monnaies (perte de compétitivité-prix par rapport aux autres pays).

Toute défiance des détenteurs de capitaux vis-à-vis du dollar se traduit par une demande accrue d'euros et donc par son appréciation (une baisse brutale du dollar correspond à la fuite devant le dollar pour l'euro : *exemple de la crise financière se traduit par une appréciation de l'euro*). L'euro est considéré comme un miroir du dollar !

B. La détermination du taux de change et l'évolution de l'euro face au dollar (doc4)

La zone euro privilège, comme les grandes économies, un régime de change flexible (ou quasi flexible car intervention possible par la BCE). Avantages de la flexibilité de change : (1) garder l'autonomie de la politique monétaire (en change fixe, politique monétaire expansionniste => une dévaluation car \hat{i} diminue => BC intervient en vendant les devises => baisse de la masse monétaire (monnaie centrale des banques commerciales diminue) => hausse du taux d'intérêt => politique monétaire est inefficace en change fixe, mais efficace en change flexible (Modèle de Mundell « triangle d'incompatibilité »);(2) les opérations de change sont très profondes, la profondeur des échanges s'élève à près de 1880 milliards de dollars en 2004, d'où la difficulté de contrôler le marché de change ; (3) retour à

l'équilibre par un ajustement automatique (balance commerciale) du marché de change. Le système de change flottant apporte une souplesse aux marchés de changes permettant d'amortir le choc macroéconomique : la flexibilité du taux de change permet un ajustement rapide des prix relatifs (prix des biens exportés ou taux d'intérêt, parité de change) à la suite de chocs asymétriques par présence de rigidités nominales. De plus, les entrées ou les sorties massives des capitaux étrangers (en fonction de différentiel des taux d'intérêt) fragilise le système en change fixe dans la mesure où les opérations par les achats ou les ventes de devises sont limitées et le coût de transaction est élevé

Il existe trois opérations sur le marché de change : opération de couverture, de l'arbitrage et de la spéculation. Un agent qui se couvre contre le risque de change est amené à convertir sa monnaie en monnaie de paiement afin d'éviter la variation de change (voir doc1). Opération de l'arbitrage est de tirer l'avantage de l'écart des taux d'intérêt et opération de la spéculation s'associe aux anticipations de change (si on anticipe une hausse de l'euro, les spéculateurs seront amenés à garder l'euro). Ces trois opérations permettent de déterminer le taux de change.

Les déterminants du taux de change sont divers. À *court terme*, les principaux facteurs sont les anticipations des agents et le différentiel des taux d'intérêt. Les anticipations autoréalisatrices se basent sur certains critères subjectifs des agents (basés sur les fondamentaux mais par fois irrationnelle), le comportement mimétique se développe, et la fuite devant la monnaie nationale est brutale. Le différentiel du taux d'intérêt se génère un gain positif relatif au rendement des actifs financiers dans le pays où le taux d'intérêt est élevé. À *long terme*, les variables structurelles déterminent le taux de change. On parle des « fondamentaux » tels que le solde de la balance de paiement, l'écart inflationniste (Parité de pouvoir d'achat), le poids de l'endettement envers l'extérieur, l'insoutenabilité des emprunteurs, surinvestissement par rapport aux débouchés potentiels. (les fondamentaux : écart de productivité [+ élevé dans le pays, + attire les investissements], différentiel d'inflation [+ inflation, - termes de change, + dépréciation], de taux d'intérêt [+taux d'intérêt, + les capitaux, + appréciation], situation économique, balance de paiement, déficit budgétaire [+ déficitaire, + demande interne, + taux d'intérêt donc appréciation du taux de change (politique budgétaire de relance)], anticipation du taux de change [+ à la baisse, + spéculation, +dépréciation])

Crise de change est liée à la chute brutale du taux de change, causée par un facteur dite « réel » lié à l'ensemble des « fondamentaux » et par un facteur « autonome » qui dépend des anticipations pessimistes du marché, répercutant ensuite sur le comportement des autres (comportement mimétique et parfois irrationnel). Cette volatilité de change est non seulement nuisible aux exportations (baisse trop forte de la monnaie) et aux investissements étrangers à long terme car les transactions internationales coutent plus chères.

L'envolée de l'euro par rapport au dollar suscite un vif débat dans la zone euro d'autant plus que le rôle de la BCE est seulement la stabilité des prix => le fort taux d'intérêt dans la zone => entrée des capitaux => l'appréciation de l'euro => le coût unitaire de production augmente et le prix de vente augmente => moins d'exportations. On distingue la compétitivité-prix et hors-prix (voir td2). L'euro fort pèse lourdement sur la compétitivité prix de la zone euro, en particulier de la France.

II. Nécessité de l'intervention sur le marché de change de la BCE

A. L'effet de l'euro fort sur l'économie réelle (doc2)

La zone euro est fortement autocentrée : les exportations se font essentiellement entre les pays de la zone euro et seulement 16% envers le reste du monde. Mais le déficit extérieur pour certains pays est beaucoup plus grave que d'autres (voir graphique1 doc2). Toute monnaie flottante varie en général à

long terme dans un couloir de +/- 20% autour de sa parité de pouvoir d'achat. Pour l'euro, cela signifie +/- 20% autour de 1 euro = 1,15 dollar, soit un couloir de fluctuation allant de 0,90 à 1,35 dollar/euro. Entre ces deux valeurs, l'euro est ni trop fort, ni trop faible. L'instabilité du change fait des gagnants et des perdants.

Les échanges avec l'extérieur de la zone sont les plus touchés par l'euro fort, les entreprises font l'opération de couverture pour minimiser ce risque : par exemple, une entreprise française recevra un paiement en provenance des États-Unis libéré en dollar dans trois mois. Si elle veut se couvrir, elle sera amenée à emprunter une somme équivalente au dollar que le client américain doit lui verser et la convertir en euro. Au bout de trois mois, le client effectue son paiement en dollar et elle pourra rembourser son emprunt. L'entreprise a évité le risque de change.

L'appréciation du taux de change a un impact non pas immédiat sur la variation de la balance commerciale. On parle de la courbe en J inversée : à court terme, l'appréciation de la monnaie nationale améliore le solde commercial, car les exportations deviennent plus chères relativement aux importations (effet-prix). À moyen terme, l'effet-quantité l'emporte sur l'effet-prix. La baisse de la quantité des exportations provoque un déficit commercial. Toutefois, cet effet dépend largement de l'élasticité-prix des exportations. À la compétitivité-prix, s'ajoute la **délocalisation croissante** des entreprises exportatrices vers le reste du monde : le coût de fabrication (le coût unitaire) dans une zone dollar est moins cher que dans la zone euro ! donc le prix de vente. Les concurrents en dehors de la zone euro sont avantagés en matière de prix.

Gagnants à l'euro fort, les importateurs, les commerçants, une partie de l'industrie qui importe énergie et biens intermédiaires à bas prix (faible inflation importée), les consommateurs et nous entant que touristes à l'étranger. Il faudrait ajouter les avantages au niveau macroéconomique (doc2) : l'inflation importée reste faible, ce qui laisse une marge de manœuvre pour la politique monétaire accommodante et l'euro fort renforce le déploiement international des entreprises dans la zone = acquisition des actifs (ou entreprises étrangères) avec un prix moins cher. Par contre, les actifs déjà détenus à l'étranger se voient à la baisse.

B. Possibilité d'une politique de change dans la zone euro

L'euro joue un rôle plutôt pro cyclique dans la mesure où celui-ci se déprécie au moment où la reprise est prévue entre 1999 et 2000 et il s'apprécie lors d'une phase de récession. La dépréciation a favorisé la croissance économique et l'emploi. Toutefois, elle ne facilite guère la tâche de la BCE dans la mesure où il devient difficile de contrôler l'inflation en présence d'une telle dépréciation durant 1999 et 2000. La dépréciation a fait pression sur les prix lorsque les capacités de production sont limitées, la BCE a dû intervenir à plusieurs reprises durant ces périodes. Au total, l'impact de l'appréciation de l'euro en 2002 sur la croissance est positif en 2002 dans la zone euro mais une perte de 0,7 pour cent de PIB en 2003. La politique de la BCE favorise l'euro fort (graphe dans doc3).

La réaction de la BCE est asymétrique : la dépréciation de l'euro est combattue par des relèvements du taux directeur de la BCE, tandis que son appréciation est non seulement tolérée, mais même encouragée (doc3). Les erreurs commises par la BCE est d'adresser une hypothèse de la hausse des salaires lors d'une forte inflation (la hausse des salaires se traduit par une hausse de l'inflation à long terme). Or, la réalité montre que le niveau de salaire reste constant, voire même à la baisse. L'adoption de la politique de change est alors possible compte tenu de la stabilité des prix (voir td8).

La modalité de politique de change est l'opération de vente ou d'achat des devises dans le marché de change afin de piloter les évolutions du taux de change. Toutefois, il importe de souligner les effets

négatifs de l'intervention de change => spéculation contre la monnaie (rôle des anticipations et du mimétisme, donc crise de change). Mais ces effets peuvent être minimisés puisqu'il ne s'agit pas d'un régime de change fixe mais quasi fixe.

Il existe une marge de manœuvre pour la BCE de réviser sa politique de change en la rendant favorable à la compétitivité des entreprises de la zone euro tout en gardant son objectif initial de la stabilité des prix. La souplesse de la réaction de la BCE en matière de change peut bénéficier des exportations de l'Europe envers l'extérieur et réduire l'effet pervers de la délocalisation, source de la destruction de l'emploi.