

Quand l'euro s'apprécie-t-il ?

Beaucoup d'économistes critiquent la BCE parce qu'elle n'a pas de politique de taux de change, et parce qu'elle a laissé fluctuer très fortement le taux de change de l'euro.

Nous essayons d'analyser ici :

- *les raisons qui ont provoqué les appréciations de l'euro depuis 1999 ;*
- *la capacité de la politique monétaire de la BCE à empêcher ces appréciations en fonction de leurs causes.*

Il est possible en effet :

- *que l'appréciation de l'euro soit due à des causes que la politique monétaire ne peut pas influencer ;*
- *qu'il y ait conflit d'objectif entre la stabilisation de l'euro et les autres objectifs de la BCE (inflation faible, stabilisation cyclique).*

Nous montrons que les appréciations de l'euro sont dues essentiellement à la défiance vis-à-vis du dollar, et que la politique monétaire de la BCE ne peut pas modifier cette situation. Mais la défiance vis-à-vis du dollar reste faible aujourd'hui malgré les politiques économiques menées aux Etats-Unis grâce à la stabilité du taux de change du RMB chinois vis-à-vis du dollar. L'absence d'influence de la BCE sur l'euro n'a donc pas, dans cette configuration, d'effet néfaste.

De violentes fluctuations du taux de change de l'euro, souvent déstabilisantes pour la Zone euro

Depuis sa création, le taux de change de l'euro a beaucoup fluctué (**graphiques 1a/1b**) : dépréciation de 1999 à 2001, appréciation de 2002 au printemps 2008, dépréciation au second semestre 2008.

Graphique 1a
Taux de change de l'euro contre le dollar

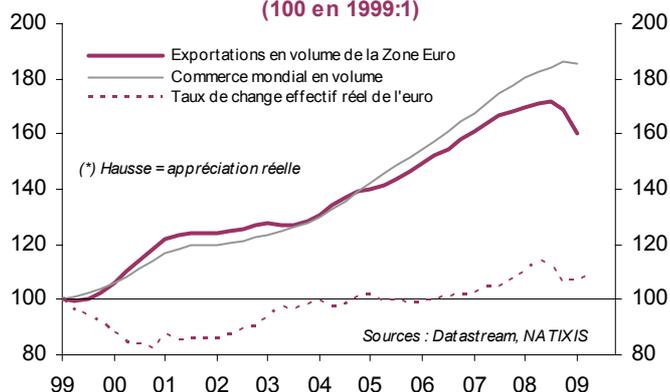


Graphique 1b
Taux de change effectif nominal de l'euro* (100 en 1999:1)

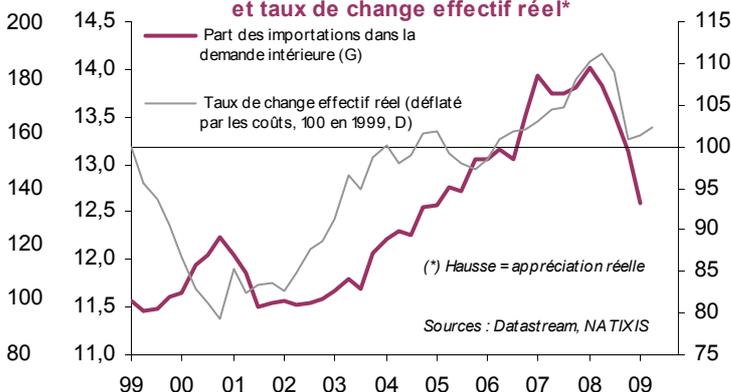


Les périodes d'appréciation de l'euro correspondent à des périodes de pertes de parts de marchés pour les entreprises de la Zone euro, aussi bien à l'exportation que sur le marché intérieur (**graphiques 2a/2b**) : l'appréciation de l'euro de 2002 à 2008 freine les exportations de la Zone euro par rapport au commerce mondial (**graphique 2a**) et accroît la pénétration des importations (**graphique 2b**). Dans la crise présente, au contraire, l'euro reste relativement faible par rapport au dollar, et a donc, ce qui est nouveau, **un rôle contracyclique**.

Graphique 2a
Exportations et taux de change effectif réel* de la Zone euro et commerce mondial (100 en 1999:1)



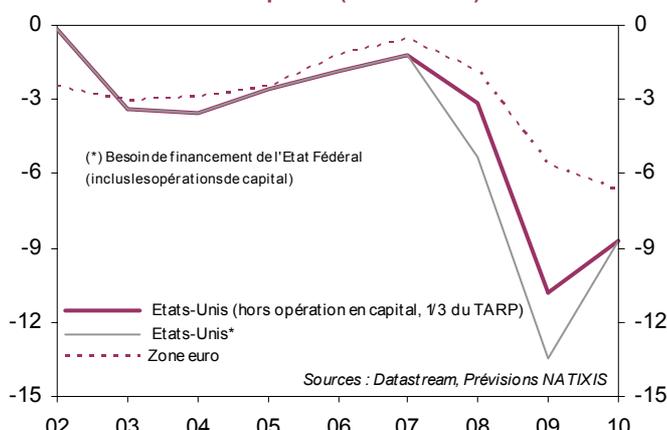
Graphique 2b
Zone euro : part des importations dans la demande intérieure et taux de change effectif réel*



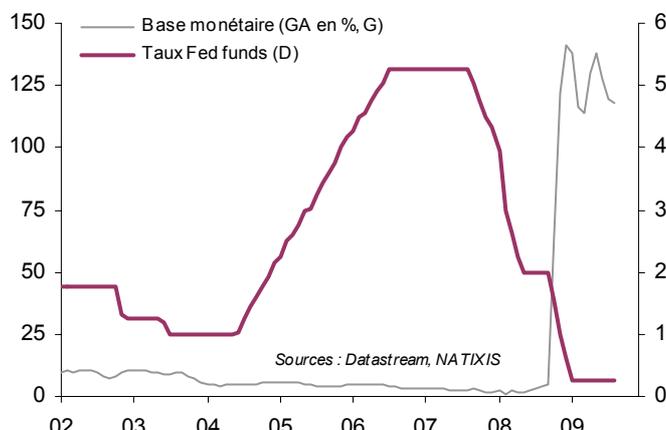
La crainte d'une appréciation forte de l'euro dans le futur et les critiques

La plupart des observateurs craignent que l'euro ne s'apprécie fortement dans le futur (par rapport au dollar) en raison des politiques économiques très expansionnistes menées aux Etats-Unis (déficits publics, **graphique 3a**, énorme expansion monétaire, **graphique 3b**).

Graphique 3a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 3b
Etats-Unis : taux Fed Funds et base monétaire



Cette perspective, et le souvenir de la période de forte dépréciation du dollar (2005-printemps 2008) poussent beaucoup d'économistes à **critiquer la BCE pour son absence de politique de change**.

Nous voulons ici remettre en avant le point suivant. **Pour que la BCE puisse mener une politique de change efficace, il faut :**

1. qu'elle puisse agir contre les causes de l'appréciation de l'euro, qu'il faut donc identifier ;
2. que la stabilisation de l'euro ne crée pas un conflit avec les autres objectifs de la BCE (inflation faible, stabilisation cycle).

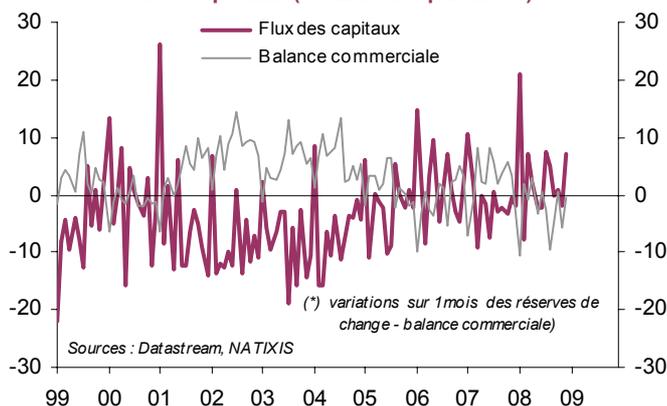
A quoi peut-on attribuer les périodes d'appréciation de l'euro ?

L'euro s'apprécie si la demande d'euros excède l'offre d'euros, ce qui correspond à une situation où, **ex ante, la somme de la balance courante de la Zone euro et des entrées de capitaux dans la Zone euro est positive.**

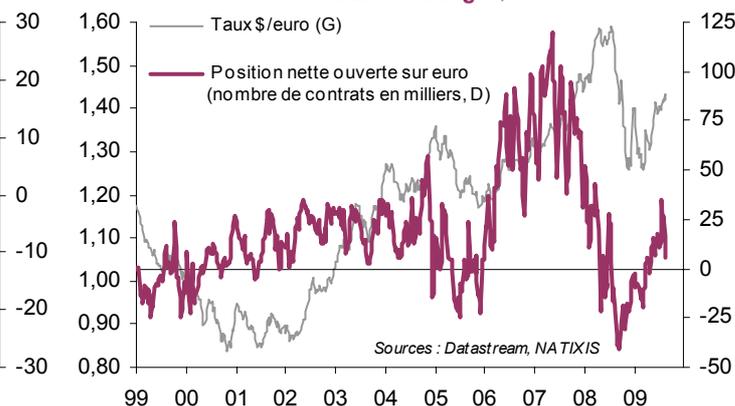
Cette configuration se produit de 2002 à 2007 avec :

- les excédents commerciaux de la Zone euro (graphique 4a) ;
- les mouvements de capitaux à long terme vers la Zone euro (2002-2003, 2006-2007, graphique 4c) ;
- les positions spéculatives sur l'euro (2006-2007, graphique 4b).

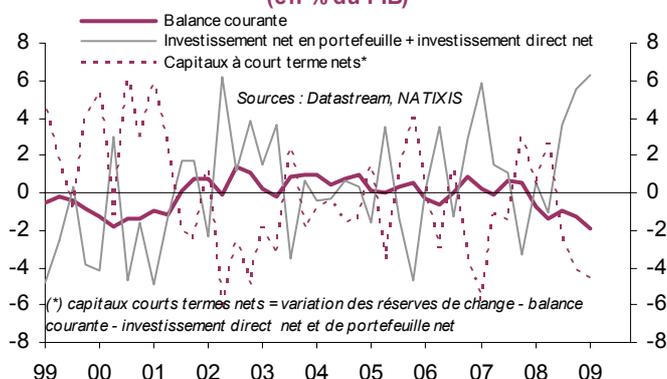
Graphique 4a
Zone euro : balance commerciale et flux des capitaux* (en Mds d'€ par mois)



Graphique 4b
Position nette ouverte sur l'euro et taux de change \$/€



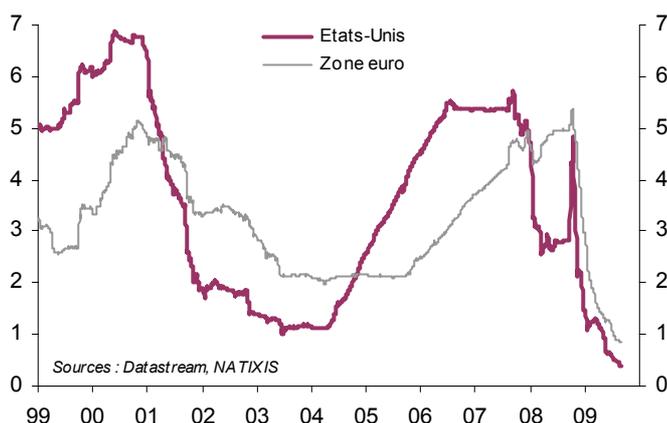
Graphique 4c
Zone euro : balance courante, investissements et capitaux à court terme nets (en % du PIB)



Cette situation se produit :

- s'il y a un **excès d'épargne** majeur dans la Zone euro qui génère un fort excédent courant ;
- si **la politique monétaire** de la Zone euro est telle qu'elle attire les capitaux internationaux, ce qui ne semble pas avoir été le cas (**graphique 5**) ;
- si l'euro est une valeur refuge lorsque les marchés financiers craignent la chute du dollar (2003-2004, 2006-2007, **graphique 6a**), en raison du besoin de financement extérieur des Etats-Unis en particulier (**graphique 6b**).

Graphique 5
Taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 6a
Position nette ouverte sur le dollar et taux de change \$/€

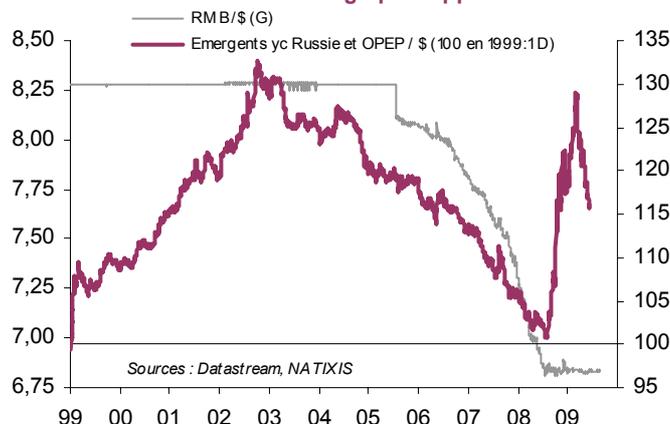


Graphique 6b
Etats-Unis : balance commerciale en valeur
(Mds de \$ par an)



La défiance vis-à-vis du dollar **s'accroît lorsque les pays émergents et exportateurs de pétrole, et la Chine en particulier, soutiennent moins le dollar par l'accumulation de réserves de change.** Ceci s'est produit (graphique 7) de 2003 à l'été 2008.

Graphique 7
Etats-Unis : taux de change par rapport au dollar



Au total, d'où semble venir l'appréciation de l'euro, et la politique monétaire de la BCE aurait-elle pu l'empêcher ? Elle vient :

- **des excédents commerciaux de la Zone euro qui disparaissent à la fin de 2007 ;**
- **de la défiance vis-à-vis du dollar ;**

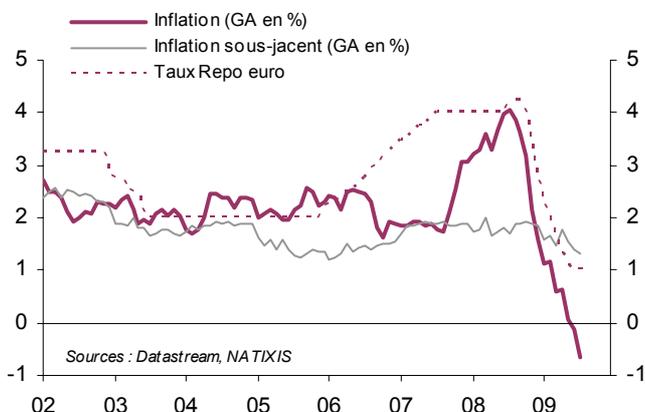
et pas de la politique monétaire la BCE.

La BCE a-t-elle été confronté à un conflit d'objectif ?

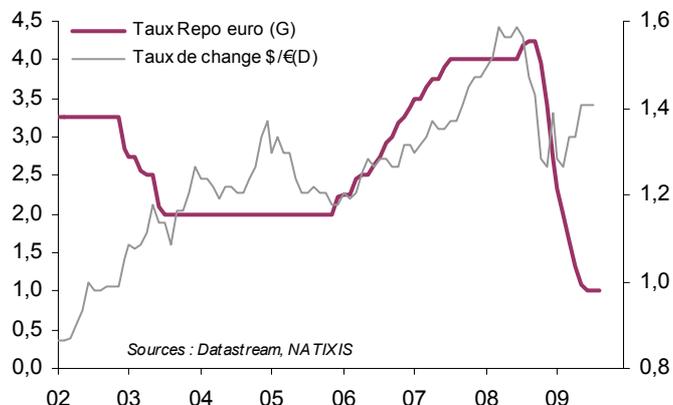
Un conflit d'objectif apparait **si l'euro s'apprécie alors que l'inflation de la Zone euro est excessive et que le niveau d'activité est élevé** et fait craindre des tensions inflationnistes à la BCE.

L'appréciation de l'euro a lieu de 2002 au début de 2008, sur toute cette période **l'inflation est faible, l'inflation sous-jacente très stable** malgré la hausse de l'activité à partir du début de 2006 (graphiques 8a/8b/8c). Nous l'avons vu plus haut, **les taux d'intérêt de la BCE n'expliquent pas les hausses de l'euro.**

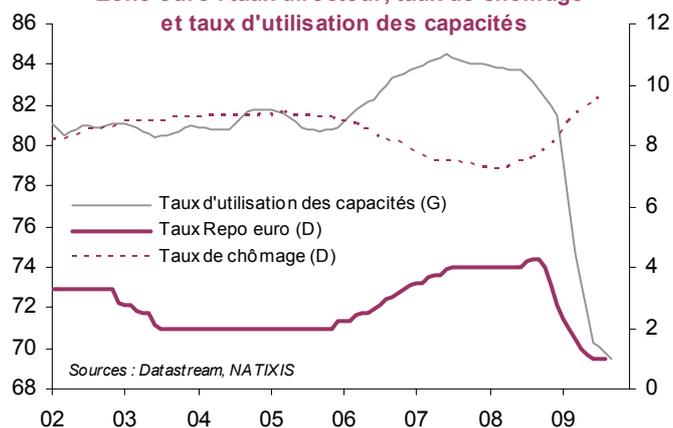
Graphique 8a
Zone euro : inflation et taux directeur



Graphique 8b
Zone euro : taux de change et taux directeur



Graphique 8c
Zone euro : taux directeur, taux de chômage et taux d'utilisation des capacités



Synthèse : peut-on reprocher à la BCE l'absence de gestion de l'euro ?

Nous expliquons l'appréciation de l'euro par d'une part les excédents extérieurs de la Zone euro, d'autre part et surtout par la défiance vis-à-vis du dollar, pas par la politique monétaire de la BCE. Beaucoup d'économistes craignent l'apparition d'une nouvelle période d'appréciation de l'euro en raison des politiques économiques menées aux Etats-Unis.

Si la défiance vis-à-vis du dollar réapparaissait, cette configuration pourrait apparaître. Mais la fixité des changes entre la Chine et les Etats-Unis semble exclure une défiance forte vis-à-vis dollar, à la différence de la période 2006-2007 (graphique 6a).