

CEPII

L'économie mondiale 2009



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

VI / Taux de change de l'euro : perspectives à moyen et long termes

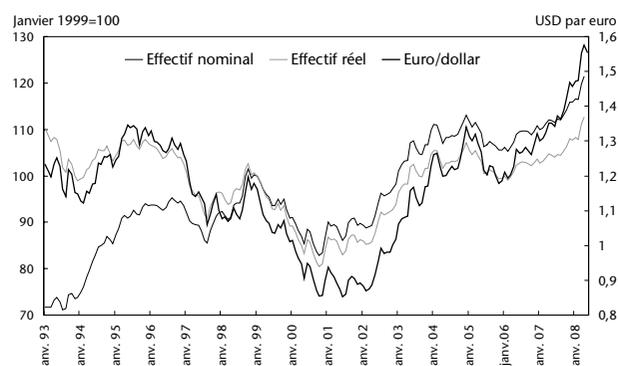
*Agnès Bénassy-Quéré, Sophie Béreau, Valérie Mignon**

Depuis la création de l'Union économique et monétaire (UEM) en janvier 1999, l'euro s'est d'abord déprécié fortement par rapport au dollar (de 1,17 dollar par euro en janvier 1999 à 0,86 en février 2002), puis il s'est apprécié plus vigoureusement encore pour atteindre plus de 1,50 dollar par euro en mars 2008. Bien que ces fluctuations ne soient pas exceptionnelles au regard de l'histoire, elles créent des difficultés pour les entreprises de la zone, particulièrement pour celles, telle EADS, dont les marchés sont en dollars tandis que les coûts sont en euros.

Néanmoins, toutes les entreprises de la zone euro ne sont pas également exposées aux fluctuations du taux de change bilatéral euro-dollar. Pour tenir compte de la diversité des marchés sur lesquels les entreprises de la zone sont présentes, il faut considérer un taux de change moyen pondéré vis-à-vis des partenaires étrangers, appelé taux de change effectif. Le graphique 1 montre que le taux de change effectif de l'euro s'est nettement moins apprécié que le taux bilatéral par rapport au dollar (entre février 2002 et avril 2008, l'euro s'est apprécié de 81 % par rapport au dollar, mais de « seulement » 37 % par rapport aux 42 principaux partenaires de la zone euro), tout simplement parce que d'autres monnaies que l'euro se sont également appréciées vis-à-vis de la devise américaine au cours de cette période. En outre, une inflation légèrement plus faible en zone euro que

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII ; Sophie Béreau est doctorante à l'université Paris-X ; Valérie Mignon est conseiller scientifique au CEPII et professeur à l'université Paris-X.

Graphique 1. Les taux de change de l'euro



Note : les taux effectifs sont mesurés par rapport à 42 partenaires commerciaux. Une hausse signifie que l'euro s'apprécie.

Sources : BCE, Datastream.

dans le reste du monde a encore limité l'appréciation en termes réels : 32 % entre février 2002 et avril 2008.

Dans ce chapitre, nous tenterons de fournir des explications à cette appréciation. Puis, nous rechercherons dans la théorie économique des indications sur ce que pourraient être les valeurs d'équilibre de l'euro à long terme, sachant que la prévision à court terme est un exercice presque impossible. Bien qu'entachés de grosses incertitudes, nos calculs conduisent tous à conclure qu'à la fin de l'année 2007, l'euro et le dollar étaient tous deux surévalués en termes effectifs réels. Le diagnostic est moins tranché pour le taux bilatéral euro/dollar. Néanmoins, l'analyse conduit à penser qu'un affaiblissement de l'euro en termes effectifs devrait se faire par rapport à d'autres monnaies que le dollar, notamment par rapport aux monnaies asiatiques. Une telle évolution nécessite l'expansion des marchés financiers asiatiques afin que les investisseurs internationaux y trouvent une autre manière de réduire leur exposition au dollar.

Comment expliquer les mouvements des taux de change ?

Comme tout prix de marché, le taux de change d'une monnaie flottante se fixe à tout instant de manière à égaliser l'offre

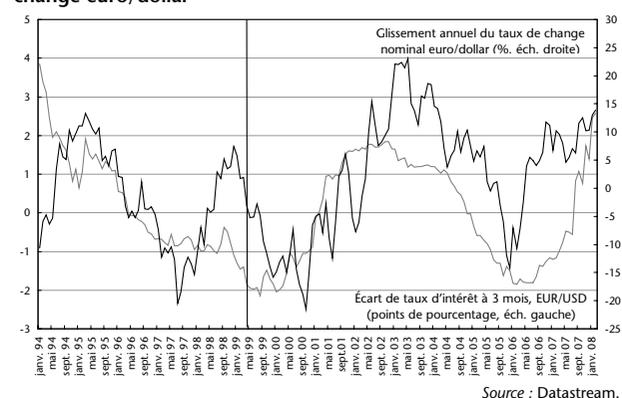
et la demande. Qu'est-ce que l'offre et la demande sur le marché des changes ? Pour le comprendre, plaçons-nous dans un cadre à deux pays, la zone euro et les États-Unis. Supposons que tout ce que vend la zone euro aux États-Unis (biens, services, actions, obligations, biens immobiliers, comptes bancaires, billets de banque) est libellé en euros, tandis que tout ce que vendent les États-Unis est libellé en dollars. Ainsi, un Américain désirant acquérir un bien, un service ou un titre financier de la zone euro doit se procurer pour cela des euros : il contribue à la demande d'euros. En échange, il cédera des dollars et contribuera ainsi à l'offre de dollars. Dans un monde réduit à ces deux zones économiques, le marché de l'euro est équilibré si la demande d'euros (de la part des Américains désirant acquérir des biens, services ou actifs européens) est égale à l'offre d'euros (de la part des résidents de la zone euro désirant acquérir des biens, services ou actifs aux États-Unis) ; le marché du dollar est alors équilibré par construction (loi de Walras). Si, à un moment donné, la demande d'euros (l'offre de dollars) est supérieure à l'offre d'euros (la demande de dollars), le prix de l'euro augmente (le dollar se déprécie) pour équilibrer l'offre et la demande.

Le prix du dollar en euros reflète donc l'évolution de l'offre et de la demande en dollars. En 2007 par exemple, le déficit américain de 739 milliards de dollars signifie que l'offre nette d'actifs en dollars s'accroît de l'ordre de 1 % du PIB mondial. Le dollar baisse pour convaincre les investisseurs internationaux de détenir ce supplément d'actifs, à défaut d'acheter des biens *made in USA*.

Le déficit extérieur américain n'est pas un fait nouveau : cela fait plus de dix ans que les résidents des États-Unis fonctionnent ainsi l'épargne mondiale. Pourquoi, dès lors, le dollar a-t-il tant tardé à se déprécier ? Deux phénomènes ont empêché une telle dépréciation de la monnaie américaine avant 2002 : des écarts de taux d'intérêt favorables aux actifs en dollars ; un fort appétit des marchés pour les actifs en dollars.

Depuis le milieu des années 1990, l'euro a eu tendance à se déprécier lorsque le taux d'intérêt européen était inférieur au taux américain et à s'apprécier dans le cas contraire (graphique 2). Ainsi, la faiblesse de l'euro de 1999 à 2001 s'explique en partie par le fait que le taux d'intérêt de la zone euro était alors inférieur à celui des États-Unis. En 2001, le différentiel de taux se retourne en faveur de la zone euro ; le taux de change bilatéral se stabilise, puis l'euro s'apprécie par rapport au

Graphique 2. Différentiel de taux d'intérêt et variations du taux de change euro/dollar



dollar. En 2003, le différentiel de taux se retourne de nouveau, de même que la tendance du taux de change, ceci jusqu'à la fin de 2005. Enfin, à partir de 2006, l'euro se déprécie face au dollar sous l'effet du retournement anticipé, puis réalisé, de la politique monétaire américaine.

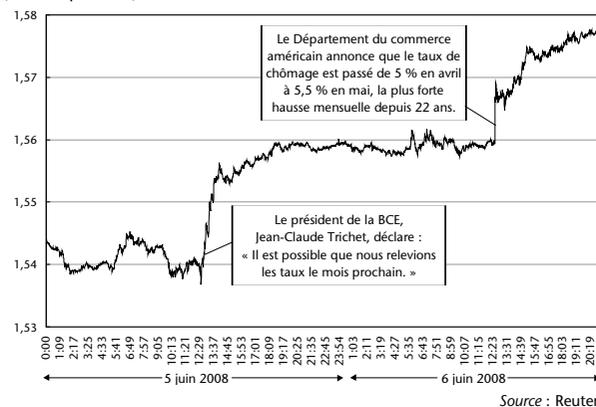
Cette explication des fluctuations de change par l'écart de taux d'intérêt doit être complétée par les autres déterminants des choix de portefeuilles. En 1999-2000, par exemple, la faiblesse de l'euro face au dollar est accentuée par les investissements directs massifs des entreprises de la zone euro vers les États-Unis. À partir de 2001, la dépréciation tendancielle du dollar est ralentie, voire inversée, par l'achat massif d'actifs américains liquides et peu risqués (bons du Trésor) par les banques centrales asiatiques désireuses d'empêcher l'appréciation de leurs propres monnaies (yen japonais, yuan chinois). En 2007-2008, ce motif structurel de détention de dollars s'effrite avec la crise de confiance dans le système financier américain déclenchée par la crise des *subprimes*. Les investisseurs institutionnels américains eux-mêmes réduisent la proportion d'actifs nationaux dans leurs portefeuilles. Ils se reportent sur l'euro, mais aussi sur les matières premières et l'énergie, ce qui accroît encore les revenus des pays producteurs. Or, le recyclage de ces revenus ne se fait pas systématiquement en dollars, mais de plus en plus en actifs diversifiés et en achats de biens d'investisse-

ments... en Allemagne. Se met donc en place une sorte de cercle vicieux où la faiblesse du dollar s'auto-entretient.

Quelles sont les perspectives d'évolution pour le dollar et l'euro ? Les économistes font en général profil bas lorsqu'il s'agit de prévoir les taux de change. Ils ont été marqués par la fameuse étude de Meese et Rogoff (1983) démontrant qu'aucun modèle macroéconométrique ne prédit mieux le taux de change qu'une simple marche aléatoire : la meilleure prévision du taux de change de demain, c'est encore... le taux de change d'aujourd'hui. Pour les horizons de court et moyen termes, cette vision prévaut toujours (Cheung *et al.*, 2005).

Pourquoi est-il si difficile de prévoir les taux de change ? À l'instar des prix d'actifs, les taux de change réagissent sans délai à toute information nouvelle pouvant avoir un impact sur le rendement futur comparé des actifs libellés dans différentes monnaies. Par exemple, le 5 juin 2008, le président de la BCE déclare : « Il est possible que nous relevions les taux [d'intérêt] le mois prochain. » En quelques minutes, l'euro s'apprécie de 1 % par rapport au dollar (graphique 3), tout simplement parce que les taux d'intérêt de marché réagissent immédiatement à la hausse, offrant de meilleures rémunérations aux titres de la zone euro. Le lendemain, le Département du commerce américain annonce une forte hausse du taux de chômage aux États-Unis en mai. À nouveau, l'euro s'apprécie par rapport au dollar.

Graphique 3. La parité euro-dollar les 5 et 6 juin 2008
(en USD par euro)



Cette fois, le marché réagit non à une annonce de politique monétaire, mais à une nouvelle qui renforce les anticipations de politique monétaire durablement expansive aux États-Unis.

Le lien entre les annonces et l'évolution du taux de change est parfois moins intuitif, et il est bien difficile d'introduire, dans un seul modèle, les différentes manières qu'ont les anticipations de réagir aux informations nouvelles et aux signaux contradictoires concernant l'évolution future de la politique monétaire.

C'est pourquoi le taux de change est paradoxalement moins difficile à prévoir à des horizons relativement longs – plusieurs années – où seules certaines informations sont pertinentes, de sorte que l'économètre parvient à trouver des régularités. Nous chercherons ci-dessous non pas à prévoir les taux de change à long terme, mais à donner quelques points de repères chiffrés.

Les différents concepts de taux de change d'équilibre

Qu'est ce qu'un taux de change « d'équilibre » ? Le concept peut paraître trivial, puisqu'à tout instant le niveau du taux de change correspond à un équilibre de marché : le taux de change observé à chaque instant est un taux de change d'équilibre.

On entend en général par taux de change « d'équilibre » le taux de change qui équilibrerait le marché en l'absence de ce « bruit » qui fait varier le taux de change à court terme, suite aux multiples informations diffusées par les agences de presse et à d'éventuels phénomènes spéculatifs. On ne se situe donc pas à court terme, mais à moyen ou long terme.

Pour les pays développés, le taux de change d'équilibre de très long terme est le taux de change dit de « parité de pouvoir d'achat » (PPA) : c'est le taux de change nominal théorique qui égaliserait le niveau des prix dans deux pays. À très long terme, il n'y a aucune raison pour que le niveau des prix diffère entre des pays intégrés économiquement. En effet, lorsqu'un bien est échangeable sur des marchés concurrentiels, son prix devrait être identique pour tous les pays en vertu de la loi du prix unique. Pour les biens et services non échangeables, les prix devraient s'égaliser lorsque la productivité devient la même dans les différents pays.

Dans les années 1980, les travaux empiriques concluaient généralement à la non-vérification de la PPA. Depuis les années 1990, la plus grande disponibilité des données et le recours à

L'économétrie des données de panel ont conduit à reconsidérer ce résultat. Il est désormais admis qu'il existe une force de rappel du taux de change réel vers une valeur stable de long terme au sein des économies avancées. Cependant, le processus de convergence vers la PPA est lent, de sorte que la PPA ne constitue pas une référence véritablement opérationnelle pour la politique économique. Par exemple, la PPA est muette sur le problème des déséquilibres mondiaux et la manière de les résorber.

L'essentiel de la littérature sur les taux de change d'équilibre se situe entre la vision court-termiste du marché et la référence de très long terme constituée par la PPA. Ces travaux mettent l'accent sur le rôle du taux de change pour résorber les déséquilibres internationaux. Deux voies principales ont été suivies pour calculer des valeurs d'équilibre à moyen ou long terme des taux de change.

Le premier concept, dû à Williamson (1985), est celui de taux de change d'équilibre fondamental, ou *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER). Le FEER correspond au taux de change effectif réel qui serait compatible avec un niveau soutenable de solde courant (« l'équilibre externe »), la production étant à son niveau potentiel (« l'équilibre interne »). Par exemple, une réduction du déficit courant américain de 3 points de PIB nécessiterait une dépréciation du dollar en termes effectifs réels de façon à ce que l'économie américaine augmente ses exportations et réduise ses importations. L'ampleur de la dépréciation requise est alors liée à la position des États-Unis et de l'économie mondiale dans le cycle d'activité ainsi qu'à la réaction attendue des flux de commerce aux variations de compétitivité prix.

La seconde grande voie de recherche, introduite par Faruqee (1995), MacDonald (1997) et Clark et MacDonald (1998), est celle dite du taux de change d'équilibre comportemental, ou *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER). Ce second concept de taux de change d'équilibre repose sur l'estimation d'une relation de long terme entre le taux de change effectif réel et un ensemble de variables, telles que la position extérieure nette (avoirs – engagements), les termes de l'échange, les différentiels de taux d'intérêt et les différentiels de productivité. L'idée est qu'une plus faible position extérieure nette implique des revenus nets d'intérêts moindres (ou des paiements nets d'intérêts plus élevés) dans le long terme. De ce fait, la stabilité de la position extérieure nette requiert un accroissement du solde commercial à travers une dépréciation du taux de change réel. Les

différentiels de productivité par rapport au reste du monde expliquent quant à eux le prix relatif entre biens non échangeables et échangeables : une hausse de la productivité dans le secteur des biens échangeables (par rapport au reste du monde) entraîne une hausse du prix relatif des biens non échangeables (par rapport aux échangeables) pour deux raisons : 1) les biens non échangeables profitent moins de la croissance de la productivité alors que les salaires dans ces secteurs suivent l'évolution de ceux du secteur des biens échangeables ; 2) le revenu issu des gains de productivité est dépensé à la fois en biens échangeables et en biens non échangeables mais, par construction, l'offre de biens non échangeables est limitée à l'offre domestique : le marché s'équilibre par une hausse de prix.

L'avantage de cette seconde approche tient au fait que, par construction économétrique, elle met en évidence une force de rappel du taux de change réel vers le BEER — qui peut alors être considéré comme la valeur d'équilibre de long terme. Cette force de rappel repose néanmoins sur une relation estimée sur le passé, laquelle par construction ne tient pas compte d'éventuelles ruptures institutionnelles (ouverture des marchés de capitaux, par exemple) ou structurelles (diversification des portefeuilles, changements de perception des valeurs refuges...). De plus, le BEER décrit un monde où les positions extérieures nettes se seraient stabilisées à un niveau « d'équilibre » issu de l'estimation économétrique. Il provient d'une équation unique qui ne décrit pas le processus joint d'ajustement du taux de change et de la position extérieure nette. De ce point de vue, le FEER présente l'avantage d'une plus grande transparence, mais le désavantage d'un certain arbitraire dans le choix des cibles de comptes courants.

Empiriquement, l'approche BEER conduit généralement à des désajustements de taux de change (écarts entre les taux observés et d'équilibre) relativement limités parce que le BEER est une relation économétrique calculée au plus près du taux de change observé. À l'opposé, l'approche FEER conduit à des désajustements importants, voire très importants, car le taux de change a la lourde charge d'amener le solde commercial de chaque pays à son niveau cible, alors même que le commerce international est assez peu sensible au taux de change (les élasticités-prix sont faibles). Dans ce qui suit, nous interpréterons le FEER et le BEER comme deux concepts d'équilibre successifs, correspondant à deux horizons temporels différents.

Le long et moyen termes : BEER et FEER

Les approches BEER et FEER mettent l'accent sur la résorption des déséquilibres extérieurs, avec deux concepts différents d'équilibre externe : un concept de flux pour le FEER (un solde courant correspondant aux flux de capitaux « soutenables ») ; un concept de stock pour le BEER (une position extérieure nette stable à son niveau d'équilibre).

Nous proposons ci-dessous un calcul de BEER fondé sur des positions extérieures nettes d'équilibre estimées par Bénassy-Quéré *et al.* (2008) et différents calculs de FEER fondés sur les cibles de solde courant proposées par Williamson (2006), et des cibles de solde courant calculées de manière à atteindre en cinq années les positions extérieures nettes d'équilibre utilisées pour calculer le BEER.

Tous ces calculs sont réalisés pour un échantillon de quinze pays sur la période 1980-2005. Notre BEER repose sur une relation de long terme entre le taux de change effectif réel de chaque pays, sa position extérieure nette, une mesure de la productivité relative dans le secteur des biens échangeables et celui des biens non échangeables et ses termes de l'échange. De son côté, le FEER est calculé par inversion d'une équation décrivant le solde courant de chaque pays comme une fonction de son taux de change effectif réel, de sa position dans le cycle d'activité en comparaison des autres pays et des variations passées du taux de change réel.

Le tableau I réunit les cibles utilisées pour la position extérieure nette et le solde courant, pour l'année 2005 (dernière année de l'échantillon) et les principaux pays. Sans surprise, les positions extérieures nettes des États-Unis et du Royaume-Uni se trouvent nettement en dessous de leurs valeurs d'équilibre, tandis que celles du Japon et des autres pays asiatiques de l'échantillon sont au-dessus. La zone euro se trouve dans une position intermédiaire, avec une position extérieure nette relativement proche de la position d'équilibre.

Quant aux cibles de soldes courants, elles diffèrent très fortement selon la méthode retenue. Pour les États-Unis notamment, alors que les valeurs cibles de Williamson (CC1) impliquent une réduction de moitié du déficit américain comparativement à 2005, l'exigence d'un ajustement en cinq ans de la position extérieure nette à sa valeur d'équilibre conduit à une cible bien plus ambitieuse de compte courant (CC2). Cependant, l'ajustement

Tableau I. Positions extérieures nettes et comptes courants – niveaux observés et cibles en 2005
(en % du PIB)

	Position ext. nette		Solde courant sous-jacent ^b	Cibles de compte courant ^c		
	observée	d'équilibre ^a		CC1	CC2	CC3
Zone euro	- 7,2	- 0,3	- 1,4	- 0,2	1,4	4,5
États-Unis	- 24	- 11,9	- 5,9	- 3,0	2,7	- 0,7
Canada	- 8,8	- 17,7	0,1	1,1	- 2,1	- 0,8
Royaume-Uni	- 15	- 1,6	- 1,6	- 2,6	2,6	8,1
Japon	42,8	22,2	4,3	1,1	- 6,0	- 4,3
Chine	13,1	- 17,7	10,0	2,6	- 6,2	- 5,6

^a La position extérieure nette d'équilibre est issue du modèle de long terme estimé par Bénassy-Quéré *et al.* (2008).

^b Le solde sous-jacent est le solde qui serait observé si la production était à son niveau potentiel et si les variations passées des taux de change avaient déjà eu tout leur impact sur les échanges.

^c CC1 : Williamson (2006) ; CC2 : compte courant permettant d'atteindre la position extérieure nette cible en cinq ans. CC3 : *idem* CC2 avec krach financier de 20 % aux États-Unis.

Source : A. Bénassy-Quéré *et al.* (2008).

de la position extérieure nette américaine peut aussi passer par une dévalorisation de son passif ou par une revalorisation de son actif : dans la mesure où elle n'est pas anticipée, la dépréciation du dollar améliore la position extérieure nette américaine, car l'actif (libellé en devises étrangères) est revalorisé tandis que le passif (en monnaie domestique) reste identique ; de même, une modification des cours boursiers (baisse aux États-Unis, hausse dans d'autres pays) a un impact immédiat sur les positions extérieures nettes. La colonne CC3 du tableau I recalcule les cibles de compte courant, en supposant cette fois que les actifs américains sont dévalorisés de 20 %. La cible de compte courant pour les États-Unis est alors moins sévère : un déficit de 0,7 % du PIB (et non plus un excédent de 2,7 %) est cohérent avec un ajustement en cinq ans de la position extérieure nette américaine.

Le tableau II présente les désajustements de taux de change effectifs réels obtenus (écarts entre taux de change observés et d'équilibre) pour l'année 2005 selon les différentes approches. Dans tous les cas, le dollar, mais aussi l'euro s'avèrent surévalués en termes effectifs réels. À l'opposé, les monnaies japonaise et chinoise apparaissent sous-évaluées.

Tableau II. Désajustements effectifs réels en 2005 selon les approches BEER et FEER

(en %)

	BEER	FEER CC1	FEER CC2	FEER CC3	FEER CC2'
Zone euro	- 5	- 9	- 22	- 47	- 6
États-Unis	- 2	- 49	- 143	- 86	- 31
Canada	6	- 4	9	4	3
Royaume-Uni	- 12	6	- 25	- 58	- 7
Japon	2	33	108	90	32
Chine	22	74	162	156	31

Note : un signe positif indique une sous-évaluation de la monnaie en termes effectifs réels.

Source : A. Bénassy-Quéré et al. (2008).

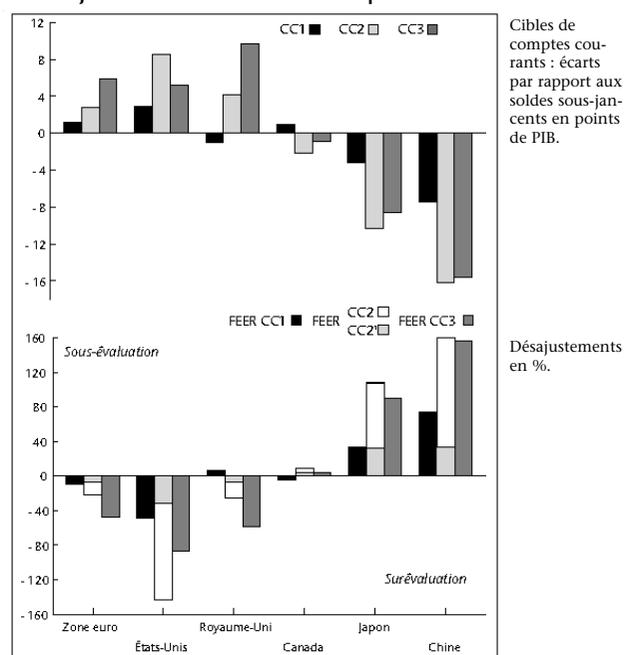
Dans l'ensemble, les désajustements sont moins importants selon la méthode BEER qu'avec une approche FEER, mais les différences au sein de l'approche FEER sont elles-mêmes très importantes (graphique 4).

Si le solde courant des États-Unis doit passer de - 5,9 % du PIB en 2005 (solde « sous-jacent ») à + 2,7 % (pour atteindre la position extérieure nette d'équilibre en cinq ans), et si cet ajustement passe uniquement par l'amélioration de la compétitivité-prix américaine (FEER CC2), la variation du taux de change doit être drastique pour les États-Unis (143 %) ; de même pour le Japon et la Chine. Ces résultats, peu réalistes, illustrent la faible efficacité de l'ajustement du seul compte courant pour faire varier la position extérieure nette d'un pays.

Cependant, nous l'avons dit, l'ajustement des positions extérieures nettes peut passer par d'autres canaux. Ainsi, avec une dévalorisation de 20 % des actifs américains, la dépréciation requise du dollar n'est plus « que » de 86 % (FEER CC3). En effet, la chute des prix d'actifs aux États-Unis abaisse mécaniquement la valeur du passif américain, ce qui relève d'autant la position extérieure nette. Cet effet est fort en comparaison de l'impact de la compétitivité-prix. Pour la zone euro et le Royaume-Uni, cependant, la dévalorisation des actifs américains accroît la surévaluation, car ce sont deux importants détenteurs d'actifs américains qui perdent beaucoup si ces actifs sont dévalorisés.

Par ailleurs, les calculs de FEER sont très sensibles aux élasticités-prix du commerce extérieur. Or celles-ci sont très difficiles à estimer. Des recherches récentes à partir de données désagrégées

Graphique 4. Approche FEER : cibles de comptes courants et désajustements effectifs réels correspondants en 2005



Source : A. Bénassy-Quéré et al. (2008).

gées ou de données de firmes mettent en évidence des élasticités-prix des exportations et des importations nettement plus importantes que ne le suggère l'estimation sur données agrégées (voir notamment FMI, 2007). La dernière colonne du tableau II (FEER CC2') reprend le scénario CC2 mais suppose des élasticités deux fois plus importantes. Tous les désajustements de change se trouvent largement réduits et le dollar apparaît surévalué de « seulement » 31 % en 2005.

Comme nous l'avons noté, l'approche BEER correspond à un équilibre de long terme dans le cadre duquel les positions extérieures nettes sont à leur niveau d'équilibre stable, sans décrire comment la position extérieure nette rejoint son niveau de long terme. Or les déséquilibres extérieurs se résolvent généralement

par un ajustement sensible du taux de change et/ou par une chute du taux de croissance du PIB. De son côté, l'approche FEER fournit un taux de change cohérent avec une certaine valeur « cible » du compte courant permettant de rejoindre en quelques années une certaine position extérieure nette. En quelque sorte, le FEER est un passage obligé avant que le BEER ne puisse être atteint.

Euro-dollar : récapitulatif

Pour comparer les taux de change d'équilibre donnés par les approches BEER et FEER aux taux observés en 2007, il nous faut convertir les désajustements effectifs réels calculés pour l'année 2005 en taux de change d'équilibre *bilatéraux* et *nominaux* en 2007 (la méthode, reprise de Alberola *et al.*, est détaillée dans Bénassy-Quéré *et al.*, [2008]). Concernant l'euro-dollar, il faut ainsi tenir compte du fait que, entre 2005 et 2007, l'euro s'est apprécié de 21 % face au dollar.

Selon l'approche BEER, la surévaluation de l'euro par rapport au dollar est de 27 % à la fin 2007, ce qui correspond à un taux de change d'équilibre d'environ 1,07 dollar par euro (tableau III). Ce taux de change d'équilibre euro-dollar apparaît, à cette date, proche du taux de change de la PPA, qui est de l'ordre de 1,10 dollar par euro si l'on se fonde sur les prix à la consommation.

Selon l'approche FEER, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar entre 2005 et 2007 amène l'euro à peu près à son niveau d'équilibre fin 2007, selon trois des quatre modèles utilisés.

Tableau III. Euro-dollar – Désajustement et taux de change d'équilibre en décembre 2007 selon les différentes approches

	Désajustement (en %)	Taux de change d'équilibre (en \$ US par euro)
BEER	- 27	1,07
FEER 1	4	1,52
FEER 2 (pour mémoire)	47	2,14
FEER 3	- 8	1,34
FEER 2'	- 6	1,37
Taux de change observé en déc. 2007		1,457

Note : un signe négatif indique une surévaluation de l'euro par rapport au dollar.

Source : A. Bénassy-Quéré *et al.* (2008).

Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons passé en revue différentes explications de la faiblesse récente du dollar. Puis nous avons comparé plusieurs mesures possibles des taux de change d'équilibre de long terme. Trois résultats émergent :

- la faiblesse récente du dollar s'explique par l'évolution de la position extérieure nette américaine, par le retournement de la politique monétaire de la Réserve fédérale et des anticipations des marchés, et par les changements qui s'opèrent dans la structure d'allocation des portefeuilles dans le monde ;

- les différentes méthodes disponibles fournissent des indications très différentes sur les taux de change d'équilibre selon l'horizon auquel on se place (moyen terme, long terme, très long terme) et selon les hypothèses concernant l'ajustement des comptes courants (ampleur de l'ajustement souhaité, élasticité-prix du commerce, prise en compte ou non des effets de valorisation) ;

- néanmoins, toutes ces méthodes amènent à conclure que le dollar et l'euro étaient surévalués en termes effectifs réels à la fin 2005 (et encore fin 2007), le diagnostic étant moins unanime sur le taux de change bilatéral euro-dollar.

Ces résultats ont trois implications pratiques :

- bien qu'il apparaisse surévalué en termes effectifs réels, l'euro ne se dépréciera pas nécessairement dans les mois à venir, notamment par rapport au dollar, en raison des modifications encore en cours dans les allocations internationales d'actifs. Depuis le milieu de l'année 2007, les politiques monétaires de la Fed et de la BCE ont divergé. Même si la baisse des taux d'intérêt américains pourrait être arrivée à son terme, une politique monétaire plus expansive aux États-Unis qu'en zone euro continue à se justifier. Premièrement, le compte courant américain n'a pas fini de s'ajuster à la hausse. Or cet ajustement correspond comptablement à une hausse du solde épargne-investissement. Il doit donc s'accompagner d'une croissance moindre, voire d'une période de récession aux États-Unis. Deuxièmement, contrairement à la BCE, la Fed n'a pas comme objectif prioritaire la lutte contre l'inflation et réalise donc un arbitrage différent face à la résurgence de la hausse des prix ;

- la rapidité de la dépréciation du dollar, en particulier depuis le début de l'année 2007, pose des problèmes évidents d'adaptation pour les entreprises de la zone euro. Néanmoins, une

telle brutalité présente aussi des avantages : 1) dans la mesure où la chute du dollar n'est pas parfaitement anticipée, elle permet un ajustement puissant des positions extérieures nettes par effets de valorisation, ce qui réduit le besoin d'ajustement des comptes courants ; 2) les fluctuations fortes mais limitées dans le temps des taux de change peuvent être absorbées grâce aux marchés dérivés (ce n'est pas le cas des modifications durables des taux de change réels). En bref, un mouvement de forte chute du dollar serait en train de se substituer à un affaiblissement moins marqué mais plus prolongé du dollar. Un tel scénario est cohérent avec des taux d'intérêt plus faibles aux États-Unis que presque partout ailleurs : les investisseurs n'acceptent de détenir des actifs peu rémunérés aux États-Unis que s'ils anticipent un redressement de la monnaie américaine, à défaut de reprendre confiance dans la sécurité des actifs américains ;

– si le dollar et l'euro sont surévalués en termes effectifs réels, c'est qu'ils doivent tous deux se déprécier face à d'autres monnaies. Depuis 2001, le dollar américain s'est fortement déprécié par rapport à l'euro, au dollar canadien et, dans une moindre mesure, à la livre sterling et au won coréen. Le yuan chinois a commencé à s'apprécier face au dollar en juillet 2005, à un rythme qui s'est accéléré à la fin de l'année 2007. Mais il reste un chemin considérable à parcourir pour atteindre les valeurs d'équilibre estimées. L'appréciation du yen est encore plus récente.

Ceci pose le problème des régimes de change en Asie et du rythme d'appréciation de la monnaie chinoise. Toutefois, le nœud du problème ne réside peut-être pas tant dans les régimes de change que dans le développement encore insuffisant des marchés financiers dans d'autres monnaies que l'euro et le dollar. Cette polarisation du marché est de nature à accentuer l'appréciation de l'euro lorsque les investisseurs réduisent la part du dollar dans leurs portefeuilles, la monnaie européenne étant vue comme le seul support alternatif à leurs investissements en dollars.

Une solution à la polarisation du marché des changes réside dans l'émergence en Asie d'une troisième monnaie internationale, permettant aux investisseurs qui souhaitent diversifier leurs portefeuilles de ne pas se reporter uniquement sur l'euro. Des initiatives comme l'*Asian Bond Initiative* (destinée à développer le marché obligataire asiatique) vont dans ce sens. Mais en l'absence de monnaie véritablement leader dans la région, la création d'une monnaie panier (*Asian Currency Unit*) serait sans doute un complément utile. Comme l'ECU en son temps, un

ACU pourrait permettre aux détenteurs de portefeuille de détenir des actifs asiatiques tout en diversifiant le risque de change intrarégional et en limitant les coûts de transaction.

Bibliographie

- BÉNASSY-QUÉRÉ A. [2002], « Euro-dollar : tout le monde peut se tromper », *La Lettre du CEPII*, n° 215, septembre.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., BÉREAU S., MIGNON V. [2008], « Equilibrium exchange rates : a guidebook for the euro/dollar », *CEPII Working Paper*, n° 2008-02, mars.
- CLARK P., MACDONALD R. [1998], « Exchanges rates and economic fundamentals : a methodological comparison of BEERs and FEERs », *IMF Working Paper*, n° 98/00.
- CHEUNG Y.W., CHINN M.D., GARCIA-PASCUAL A.C. [2005], « Empirical exchange rate models in the nineties : are any fit to survive ? », *Journal of International Money and Finance*, n° 24, p. 1150-1175.
- FARUQEE H. [1995], « Long-run determinants of the real exchange rate : a stock-flow perspective », *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 1, p. 80-107.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND [2007], *World Economic Outlook*, avril.
- MACDONALD R. [1997], « What determines the real exchange rate ? The long and the short of it », *IMF Working Paper*, n° 97/21, janvier.
- MEESE R.A., ROGOFF K. [1983], « Empirical models of the seventies : do they fit out of sample ? », *Journal of International Economics*, n° 14, p. 3-243.
- WILLIAMSON J. [1985], *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- WILLIAMSON J. [2006], « The target current account outcomes » (texte miméographié), Peterson Institute for International Economics, prepared for the seminar on *Global Imbalances : Time for Action*, Washington D.C., février 2007.