

Département thématique Politiques externes

LES IMPACTS DES FLUCTUATIONS DES TAUX DE CHANGE SUR LA POLITIQUE COMMERCIALE

COMMERCE INTERNATIONAL

Cette note d'information a été demandée par la commission Commerce international du Parlement européen.

Cette note d'information est publiée dans les langues suivantes: **FR (OR), EN**

Auteur: **Michel Dupuy**
Professeur de Sciences économiques
Chercheur au Laboratoire d'Analyse et de Recherche
Economique-économie et finance internationales (LARE-efi)

Administrateur responsable: **Dominique Delaunay**
Direction générale pour les Politiques externes de l'Union
Département thématique
WIB 06M053
rue Wiertz
B-1047 Brussels
E-mail: dominique.delaunay@europarl.europa.eu

Editeur Parlement européen

Manuscrit complété le 29 avril 2008

Cette note d'information est disponible sur internet
<http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies.do?language=FR>

Si vous n'êtes pas en mesure de télécharger l'information que vous désirez,
veuillez vous adresser par e-mail au secrétariat pour obtenir une copie:
xp-poldep@europarl.europa.eu

Bruxelles: Parlement européen, 2008.

D'éventuelles opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position officielle du Parlement européen.

© Communautés Européennes, 2008.

La reproduction et la traduction à des fins non commerciales sont autorisées, moyennant la mention de la source et à condition notifier au préalable l'éditeur et d'envoyer au préalable une copie de la publication à l'éditeur.

RESUME

Depuis plusieurs années, certains partenaires commerciaux de l'Union Européenne, comme la Chine, le Japon et les Etats-Unis, semblent manipuler leurs taux de change à l'aide de différents instruments (déclarations verbales, interventions sur le marché des changes, taux d'intérêt, etc.) afin de stimuler leurs exportations et de soutenir leur croissance, ce qui provoque par contrecoup une appréciation de l'euro et une détérioration de la compétitivité-prix des entreprises européennes.

Ces politiques de change, même si elles présentent des risques pour les pays qui les pratiquent (augmentation des agrégats monétaires et tensions inflationnistes, par exemple), nuisent surtout aux pays partenaires qui laissent les taux de change se déterminer librement sur le marché. Ainsi, les désordres monétaires internationaux exercent aujourd'hui un effet déflationniste sur les économies européennes, via la détérioration des soldes commerciaux et courants : une appréciation de 10 % de l'euro coûte entre 0.5 et 1 point de croissance à l'Europe.

Dans la mesure où la Banque Centrale Européenne n'a pas officiellement d'objectif de change, il est peu probable qu'elle intervienne directement ou indirectement pour faire baisser le cours de l'euro. Le problème de la sous-évaluation des monnaies doit donc être résolu au niveau multilatéral : l'OMC et le FMI doivent unir leurs efforts pour combattre les dépréciations compétitives. Le FMI jouerait un rôle technique en repérant et en évaluant les distorsions monétaires, tandis que l'OMC définirait des règles et serait chargée de régler les conflits commerciaux nés de ces distorsions.

Alors que les mesures tarifaires et non tarifaires sont en régression, des formes plus subtiles de protectionnisme apparaissent et tendent à se développer. Parmi celles-ci, la manipulation des taux de change, dont le but est d'agir par divers moyens sur le taux de change afin de lui faire atteindre un niveau différent de celui résultant du libre jeu du marché, occupe une place privilégiée.

Ainsi, certains partenaires commerciaux de l'Union Européenne, comme la Chine, le Japon et les Etats-Unis, semblent manipuler leur monnaie à un niveau artificiellement bas pour stimuler leurs exportations et soutenir la croissance, ce qui provoque par contrecoup une appréciation de l'euro et une détérioration de la compétitivité-prix des entreprises européennes. Selon l'approche de la Parité des Pouvoirs d'Achat (PPA), la surévaluation de

l'euro vis-à-vis du dollar serait comprise entre 20 et 25%. L'Europe paie donc « les effets collatéraux de la sous-évaluation du yuan et du dollar avec une sorte de course à la baisse de ces deux monnaies » (Siroën, 2007). Du fait de l'absence d'ajustement de la parité yuan-dollar, l'Europe porte en effet seule le fardeau du rééquilibrage de la balance courante des Etats-Unis.

L'objet de cette note est de présenter plus précisément les enjeux des politiques de sous-évaluation pratiquées par les principaux partenaires commerciaux de l'Union Européenne. La première partie décrit les stratégies de change de ces pays et étudie leurs impacts sur les principales variables économiques domestiques (croissance, inflation, comptes extérieurs). La deuxième partie présente les conséquences des politiques de change des partenaires commerciaux de l'UE pour les économies européennes. Enfin, la dernière partie montre que le problème de la sous-évaluation des monnaies requiert une réponse multilatérale : le FMI et l'OMC doivent coopérer afin d'assurer la stabilité des taux de change.

1. La manipulation du taux de change : une arme commerciale au service de la croissance des principaux partenaires commerciaux de l'Union Européenne

La sous-évaluation du taux de change est un facteur important de croissance car elle stimule « les secteurs les plus porteurs de l'économie » (Rodrik, 2007a). En effet, la productivité étant plus élevée dans le secteur des biens échangeables, la stimulation de ce secteur provoquée par la sous-évaluation de la monnaie va améliorer les performances économiques du pays domestique : la croissance sera plus forte et le chômage diminuera. Les modèles de croissance en économie ouverte (Rodrik, 2007b) permettent plus précisément de mettre en évidence les mécanismes selon lesquels le taux de change est susceptible d'affecter la croissance. On montre notamment que lorsque les distorsions économiques (imperfections des marchés et/ou faiblesse des institutions) frappent davantage le secteur des biens échangeables que le secteur des biens non échangeables, la dépréciation du taux de change réel constitue une incitation à investir dans le premier secteur et devient alors un instrument de second best pour compenser les coûts de ces distorsions différenciées selon les secteurs d'activité.

Une monnaie sous-évaluée va ainsi permettre aux pays émergents, pour lesquels les distorsions précédentes constituent un frein à la croissance, de s'intégrer plus facilement dans l'économie mondiale et de converger plus rapidement, sur la base de bonnes performances à l'exportation. Les résultats de l'étude économétrique effectuée par Rodrik (2007b)¹, qui a étudié l'expérience de 184 pays sur 11 périodes de cinq ans de 1950-54 à 2000-2004, montrent que, pour les pays émergents, *une sous-évaluation de 10% pendant cinq ans ajoute 0,3% de croissance sur cette sous-période*. En revanche, pour les pays industrialisés, l'effet de la sous-évaluation sur la croissance n'est pas significatif.

On comprend alors mieux pourquoi les pays émergents qui optent pour un modèle de croissance par les exportations n'hésitent pas à manipuler leur taux de change par divers moyens. C'est notamment le cas de la Chine.

Depuis le début des années 2000, la banque centrale chinoise intervient en effet massivement sur le marché des changes - les réserves de change de la Chine ont atteint 1 528 milliards de dollars fin décembre 2007, en hausse de 43% en un an (elles ont augmenté de 25% en 2006, 32% en 2005 et 51% en 2004) – afin de maintenir la sous-évaluation du yuan et de préserver la compétitivité-prix des produits domestiques. La plupart des travaux empiriques récents

¹ L'auteur a estimé la relation suivante :

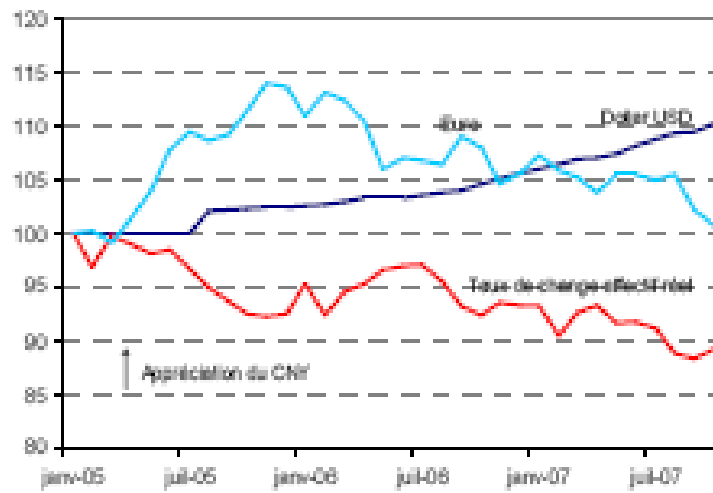
$$\text{Croissance}_{it} = \alpha + \beta \log(\text{Revenu initial})_{it-1} + \delta \log(\text{Sous-évaluation})_{it} + f_i + f_t + u_{it}$$

f_i et f_t sont des variables muettes

concluent à une sous-évaluation du yuan de l'ordre de 15 à 30%. Le yuan s'est notamment fortement déprécié vis-à-vis de l'euro (12% entre novembre 2005 et novembre 2007) et son taux de change effectif réel reste sur une tendance baissière depuis 2005 (graphique 1). En l'absence d'interventions de la part de la Banque Centrale, la monnaie chinoise s'apprécierait en raison de l'accroissement de l'excédent courant et de la forte croissance économique.

Graphique 1

Evolution du Yuan (CNY) en % (base 100 au 1^{er} janvier 2005)



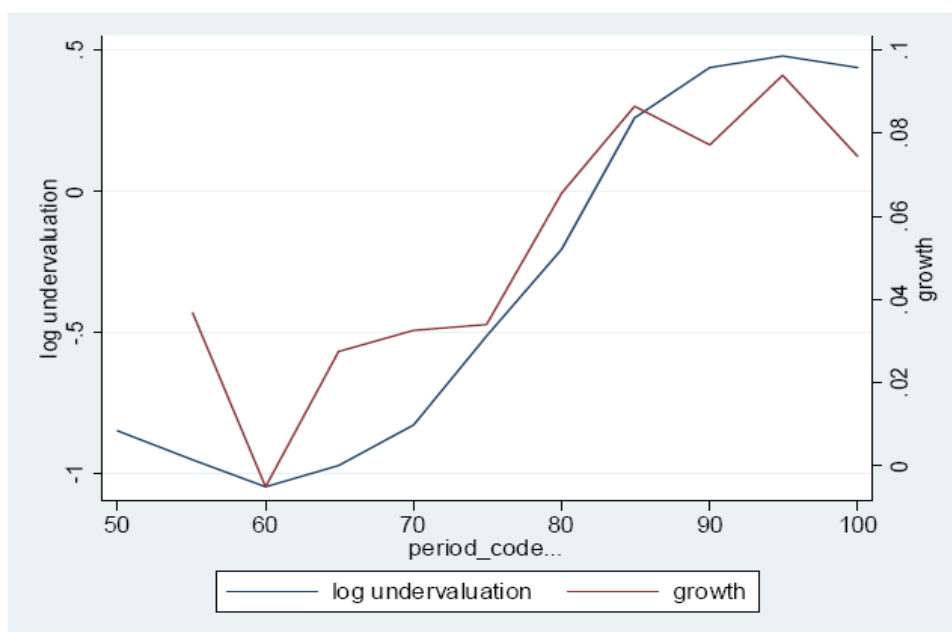
Source : Missions économiques, Note de Conjoncture, Décembre 2007

La politique de sous-évaluation du yuan a alors contribué à gonfler les comptes extérieurs chinois (l'excédent courant aurait atteint 361 milliards de dollars en 2007, soit 11.2 % du PIB) et à soutenir la croissance chinoise. Il existe en effet une forte corrélation entre le taux de croissance de l'économie chinoise et la sous-évaluation du yuan (graphique 2). Par ailleurs, la sous-évaluation du yuan permet à la Chine d'intégrer la population sous-employée au tissu productif par le biais des exportations (Dooley et alii, 2004 et Bouveret, Mestiri et Sterdyniak, 2005).

Afin de neutraliser les effets de l'augmentation des réserves de change sur les agrégats monétaires et l'inflation, les autorités monétaires chinoises stérilisent leurs interventions sur le marché des changes. Alors qu'entre 2004 et 2006, la stérilisation reposait pour l'essentiel sur le placement de titres à court terme (bons de stérilisation) auprès des banques commerciales,

Graphique 2

Chine : sous-évaluation du yuan et croissance économique

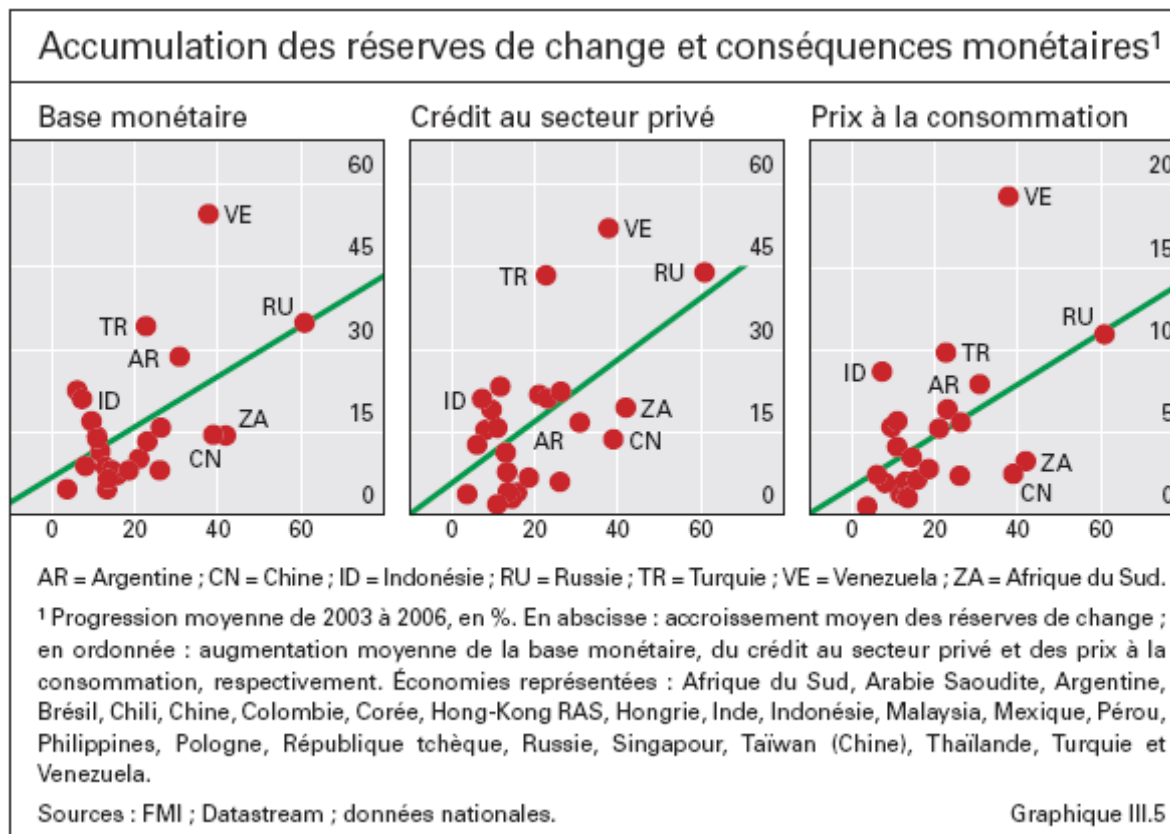


Source : Rodrik (2007b)

la Banque centrale chinoise a privilégié sur la période récente le recours à l'augmentation des réserves obligatoires (en 2007, l'augmentation du taux de réserves obligatoires aurait assuré les 2/3 de la stérilisation). Quelle que soit la modalité retenue, la stérilisation a un coût. Ce coût est supporté pour l'essentiel par les banques commerciales qui sont obligées de détenir des titres faiblement rémunérés et/ou d'augmenter leurs dépôts non rémunérés auprès de la Banque Centrale. Par ailleurs, il apparaît que les opérations de stérilisation menées par les autorités monétaires ne sont pas pleinement efficaces. Ainsi, une étude effectuée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) en 2007 montre que, sur la période 2003-2006, l'accumulation de réserves de change par les pays émergents est allée de pair avec une croissance rapide des agrégats monétaires, ainsi qu'avec une accélération de l'inflation (graphique 3). Ainsi, en Chine, le taux de croissance des crédits a dépassé fin 2007 la cible fixée par les autorités monétaires et l'inflation s'est accrue (4.4 % en 2007, contre 3.1 % en 2006). Enfin, en détenant des montants importants de réserves, la Banque centrale chinoise supporte d'importants coûts d'opportunité : au lieu d'être placées en bons du Trésor américain, les réserves pourraient être investies localement et procurer des rendements plus importants. Selon Rodrik (2006), le coût social de la détention des réserves de change des pays émergents serait de l'ordre de 1% du PIB de ces pays.

Il ressort donc clairement des éléments précédents que la Chine, tout comme les autres pays émergents, ne pourra pas accumuler indéfiniment des réserves afin de maintenir la sous-évaluation de sa monnaie.

Graphique 3



Source : BRI, Rapport annuel, 2007

Les pays émergents ne sont pas les seuls pays à manipuler leur taux de change. Plusieurs pays développés, dont les Etats-Unis et le Japon, ont également des objectifs de change.

Face au ralentissement de la croissance de la demande intérieure, les Etats-Unis sont aujourd'hui fortement incités à adopter une stratégie de monnaie faible afin de redynamiser l'économie. La poursuite de la baisse des taux directeurs entamée en septembre 2007, permettrait alors aux autorités monétaires américaines de réaliser leur objectif de change, en décourageant les investisseurs internationaux de souscrire des titres en dollars. Officiellement, l'Administration américaine reste attachée à un dollar fort - à plusieurs reprises, Harry Paulson, le Secrétaire d'Etat au Trésor américain, a affirmé qu'un « dollar fort est dans l'intérêt des Etats-Unis » -, mais officieusement, face aux demandes de protection émanant de divers groupes de pressions américains, la dépréciation du dollar est souvent présentée comme le meilleur moyen de stimuler les exportations et de réduire les importations. Dans quelle

mesure une dépréciation du dollar va-t-elle alors permettre d'améliorer les comptes extérieurs américains?

Même si la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar depuis le milieu de 2002 (de l'ordre de 20% à la fin 2007) commence à faire sentir ses effets sur les comptes extérieurs américains (en 2007, les exportations américaines de biens et services ont augmenté en volume de 8,1%, alors que les importations n'ont augmenté que de 2,1%, contre 5,9% en 2005 et 2006), il ressort cependant, de nombreuses études, que la dépréciation du dollar a un effet limité sur la balance courante des Etats-Unis. Ainsi, selon les estimations des modèles économétriques standards, une dépréciation réelle du dollar comprise entre 10 et 20% ne provoquerait qu'une amélioration de 1 point du ratio déficit courant sur PIB (Krugman, 2006 ; Edwards, 2005). La faible réaction des comptes extérieurs américains à une variation du dollar s'explique, d'une part, par la faiblesse des élasticités-prix du commerce extérieur américain (de l'ordre de 0,5 pour les exportations et de 0,4 pour les importations) et, d'autre part, par le faible degré de report (« *pass through* ») des mouvements de taux de change sur les prix des biens échangés : à court terme, le coefficient de répercussion de la variation du taux de change sur les prix des importations n'est que de 0,42 aux Etats-Unis, contre 0,81 dans la zone euro et 0,64 pour les pays de l'OCDE. La répercussion très incomplète des variations du dollar sur le prix des importations des Etats-Unis tient au fait que les biens importés font l'objet d'une vive concurrence aux Etats-Unis et que les exportateurs vers les Etats-Unis ont des comportements de marge relativement importants (les exportateurs étrangers réduisent fortement leurs prix exprimés en monnaie nationale afin de maintenir leurs parts de marché aux Etats-Unis).

Il convient également de noter que, du fait de l'ancrage de nombreuses monnaies des pays émergents (pays asiatiques et latino-américains) sur le dollar, il faut que le dollar se déprécie fortement vis-à-vis des devises clefs, dont principalement l'euro, pour résorber le déficit courant américain. Ainsi, le supplément d'appréciation de l'euro rendu nécessaire par l'absence d'ajustement en Chine serait, selon les calculs du Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII), de l'ordre de 10%.

Il apparaît donc que le solde courant américain ne pourrait s'améliorer de façon significative qu'avec une dépréciation relativement importante du dollar. Or, les Etats-Unis n'ont pas intérêt à laisser décrocher le dollar, pour au moins deux raisons. En premier lieu, un dollar faible pourrait inciter les banques centrales étrangères, dont principalement les banques asiatiques, à diversifier leurs réserves de change au détriment du dollar et en faveur de l'euro (les 2/3 des réserves des banques centrales sont aujourd'hui libellées en dollars), afin de

limiter les pertes sur leurs avoirs en dollars. Selon une étude réalisée par le Center for Economic Policy Research (CEPR) en 2004, une chute moyenne du dollar de 22,8% coûterait à la Chine 93 milliards de dollars, soit 5,3% de son PIB !

Cette politique de diversification des réserves de change des banques centrales non américaines, si elle se confirmait et surtout si elle se réalisait brusquement, poserait de gros problèmes aux Etats-Unis. En effet, ne pouvant plus compter sur les banques centrales asiatiques pour financer leurs déficits extérieurs, les Etats-Unis devraient augmenter significativement leurs taux d'intérêt afin que les investisseurs privés prennent le relais des banques centrales pour acquérir des actifs dans une monnaie qui se déprécie. La hausse des taux d'intérêt américains aurait alors pour effet d'accentuer les effets récessionnistes liés à la crise financière actuelle.

En second lieu, en renchérissant les produits importés par les Etats-Unis, une nouvelle baisse du dollar réduirait le pouvoir d'achat des américains à un moment où l'économie américaine ralentit fortement.

Par le passé, le Japon a également pratiqué une politique systématique de sous-évaluation du yen afin de stimuler les exportations. Ce fut notamment le cas entre 1960 et 1985. Plus récemment, le Japon a réussi à préserver la sous-évaluation du yen (à la fin du premier semestre 2007, le taux de change effectif réel du yen a atteint son niveau la plus bas depuis 1985) en encourageant les opérations de *carry trade*. Celles-ci consistent à emprunter des capitaux en yen à des taux d'intérêt très bas, puis à placer les fonds en actifs à haut rendement en euros et en dollars. Les investisseurs empochent alors le différentiel de taux d'intérêt. De 1994 à 2007, le rendement cumulé de ces opérations aurait été de 60 %, quasiment intégralement par le seul fait du différentiel de taux d'intérêt (Bourguinat, Teïletche et Dupuy, 2007). Au cours des dernières années, les opérations massives de *yen carry trade* ont provoqué une appréciation de l'euro et du dollar vis-à-vis du yen.

En maintenant des taux d'intérêt très bas, la banque centrale du Japon a donc encouragé les opérations de *carry trade*, ce qui a contribué à accentuer la sous-évaluation du yen. La montée récente de l'aversion au risque, née des craintes de voir s'accroître et se prolonger la crise financière actuelle, a cependant conduit de nombreux opérateurs à déboucler leurs opérations de *yen carry trade*. Ces opérations de débouclage ont alors fait progresser le yen face au dollar et à l'euro.

2. Les impacts de la sous-évaluation des monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'UE sur les économies européennes

La perte de compétitivité – prix de l'économie européenne due à la sur – évaluation de l'euro (depuis 2001, le taux de change effectif réel de l'euro s'est apprécié de 30%) pèse sur les performances commerciales de l'UE, et donc sur sa croissance. Les entreprises européennes qui facturent leurs exportations en dollars avec des prix de revient en euro sont plus particulièrement frappées par l'appréciation de la monnaie unique. C'est notamment le cas des entreprises des secteurs aéronautique, automobile et armement. Ces entreprises envisagent d'ailleurs de délocaliser une partie de leur production afin d'améliorer leur compétitivité. En 2007, l'UE 27 a enregistré un déficit commercial de 186 milliards d'euros, contre 45 milliards en 2002. Entre 2002 et 2007, le déficit de l'UE avec la Chine est passé de 55 milliards d'euros à 170 milliards d'euros. Parmi les Etats membres, l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Irlande affichent les plus gros excédents, tandis que le Royaume-Uni, l'Espagne et la France affichent les plus gros déficits. Les mauvaises performances commerciales du Royaume-Uni -le déficit commercial a atteint 87 milliards de livres en 2007- tiennent, entre autres, à la perte de compétitivité-prix due à l'appréciation du taux de change effectif réel de la livre sterling. Celle-ci est en effet surévaluée vis-à-vis du dollar (entre 10 et 20 % selon les estimations). La persistance des déficits courants de la plupart des pays de l'Est nouvellement entrés dans l'UE reflète également, dans une certaine mesure, la dégradation de la compétitivité-prix de ces pays due à l'appréciation des taux de change réels (tableau 1).

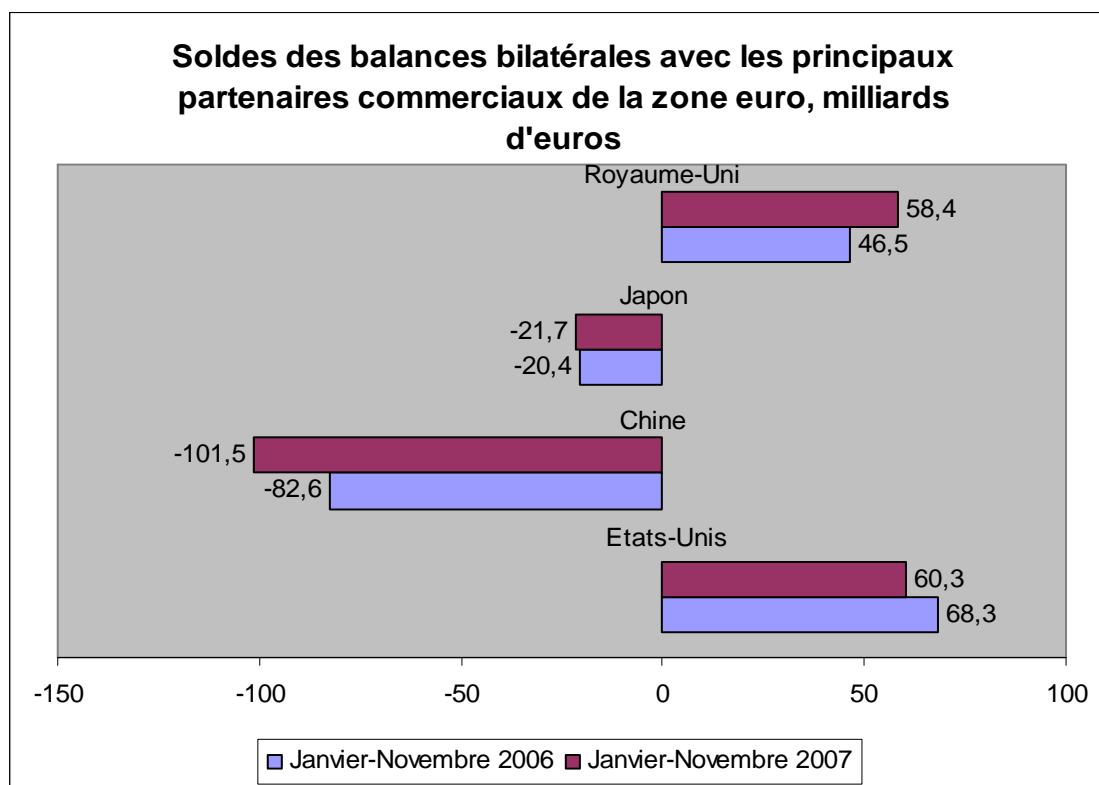
Tableau 1
Comptes courants des nouveaux Etats membres de l'UE et taux de change réels

	Solde des transactions courantes (% du PIB)		Taux de change effectif réel (variation entre 2000 et 2007, %, appréciation (+), dépréciation (-))
	2000	2007	
Bulgarie	-5.5	-19.5	+34
République tchèque	-4.8	-2.8	+36.8
Estonie	-5.3	-14.6	+23
Lettonie	-4.8	-23.8	+7
Lituanie	-6.0	-13.9	+8
Hongrie	-8.4	-4.4	+42.5
Pologne	-5.8	-4.3	+14.1
Roumanie	-3.7	-13.7	+40.5
Slovénie	-2.7	-3.5	nd
Slovaquie	-3.5	-4.4	+58.1

Source : Eurostat et FMI

En 2007, la zone euro a enregistré, quant à elle, un excédent commercial de 28 milliards d'euros, contre un déficit de 9,3 milliards en 2006. Les balances bilatérales de la zone euro avec les pays dont les monnaies sont sous-évaluées (Etats-Unis, Chine et Japon) se sont cependant dégradées (graphique 4).

Graphique 4



Source : Eurostat

Les désordres monétaires internationaux exercent bien un effet déflationniste sur les économies européennes. Les résultats des simulations des modèles macroéconomiques, qui prennent en compte l'ensemble des effets positifs (réduction de l'inflation et renforcement de la concurrence provoqué par la baisse des produits importés) et négatifs (perte de compétitivité et de parts de marché) de l'appréciation de l'euro, indiquent qu'une *appréciation de 10% de l'euro coûte entre 0,5 et 1 point de croissance* à l'Europe. Selon le Ministère de l'économie et des finances allemand, une dépréciation de 30% du dollar coûterait 1 point de croissance à l'Allemagne.

Une appréciation de l'euro est cependant différemment ressentie selon les pays (cf supra). Plusieurs éléments montrent en effet que l'évolution du cours de l'euro constitue un choc asymétrique pour la zone euro. Tous les pays ne seraient pas donc égaux devant l'euro fort.

Tout d'abord, les pays de la zone euro connaissent, en fonction de la structure géographique de leurs échanges et du différentiel d'inflation avec leurs partenaires, des évolutions différentes de leurs taux de change effectifs réels et donc de leurs compétitivité – prix. Ainsi,

l'importance du commerce intra – zone varie selon les pays : la zone euro représente entre 30% (Irlande) et 65% (Portugal) des échanges des membres de la zone. Entre mars 2002 et juin 2007, le taux de change effectif réel de l'Allemagne ne s'est alors apprécié que de 9%, alors que celui de l'Irlande s'est apprécié de 26%. L'Allemagne, qui commerce davantage que les autres pays européens avec les nouveaux Etats – membres de l'UE (tableau 2), a notamment bénéficié de la dépréciation de l'euro vis-à-vis des monnaies de ces derniers pays.

Tableau 2
Répartition géographique du commerce des principaux pays européens, 2001

%	France	Allemagne	Royaume-Uni	Italie
France	-	9	8	10
Allemagne	16	-	12	15
RoyaumeUni	9	7	-	6
Italie	8	7	5	-
UE15(-déjà cités)	25	26	25	20
UE28(-déjà cités)	3	8	3	6
Reste de l'Europe	2	1	1	2
Pays méditerranéens	6	4	5	6
Autres Afrique et producteurs de pétrole	10	11	15	10
Etats-Unis	4	4	5	5
Reste de l'Amérique	6	7	9	6
Pays développés d'Asie et Océanie	3	4	3	3
Chine et Hong-Kong	3	3	4	3
Autres PED d'Asie	5	7	4	7

Source : Daudin et alii (2008)

Ensuite, certains pays de la zone euro ont adopté des mesures qui ont permis d'amortir l'effet de l'appréciation de l'euro. Ainsi, en Allemagne, la mise en oeuvre de réformes visant à réduire la fiscalité des entreprises et à rendre plus flexible le marché du travail, a permis d'améliorer la compétitivité - coût de 4% entre 2002 et 2006. En revanche, sur la même période, la compétitivité – coût s'est détériorée dans la plupart des autres pays de la zone euro : 8% en Espagne, 13% en France et 16% en Italie (CEPII, 2007).

Enfin, on constate que la réaction des prix des biens échangés à un choc de change varie selon les pays. Ainsi, alors que les exportateurs français absorbent 34% des variations de change dans leurs marges, cette part n'est que de 16% pour les exportateurs allemands (Gaulier, Lahrèche-Révil et Méjean, 2005). Lorsque l'euro s'apprécie de 10%, les exportateurs français réduisent donc leurs marges de 3,4% afin de compenser la perte de compétitivité – prix due à l'appréciation de l'euro (les prix à l'exportation exprimés en monnaie étrangère n'augmentent que de 6,6%), tandis que les exportateurs allemands ne réduisent leurs marges que de 1,6%. Cette différence de comportement entre les exportateurs

français et les exportateurs allemands signifie que le pouvoir de marché des premiers est plus limité. Les exportateurs allemands sont en effet présents sur un nombre plus élevé de marchés et occupent en moyenne, pour chaque marché élémentaire, une part plus grande du marché du pays importateur (35% contre 28% dans le cas français). En cas d'appréciation de l'euro, les exportateurs allemands peuvent alors, grâce à leur plus grand pouvoir de marché, supporter une diminution plus importante des volumes exportés². En revanche, la plus forte compression des marges des exportateurs français contribue à fragiliser les entreprises françaises. La baisse des marges entraîne, en effet, une chute immédiate des profits qui va conduire les entreprises à réduire leurs efforts d'investissement, ce qui va compromettre la croissance future.

La sous-évaluation des monnaies des principaux partenaires commerciaux de l'UE pèse sur la croissance globale des économies européennes, bien que les désordres monétaires internationaux soient différemment ressentis selon les pays du bloc. La BCE semble jusqu'à présent impuissante face à ces mouvements désordonnés des taux de change. Dans la mesure où la BCE n'a pas officiellement d'objectif de change (son objectif premier est la stabilité des prix), il est en effet peu probable qu'elle intervienne directement ou indirectement pour faire baisser le cours de l'euro. Nonobstant son caractère peu probable, une intervention de la BCE pourrait se révéler inefficace si elle provoquait une accélération de la course à la sous-évaluation des monnaies. En réaction à la baisse des taux d'intérêt de la BCE, les Etats-Unis pourraient être incités à renforcer leur politique monétaire expansionniste et la Chine pourrait être tentée d'acheter de l'euro pour en limiter la chute. Finalement, il n'est pas du tout certain que l'euro se déprécierait vis-à-vis du yuan et du dollar (Siroën, 2007). Le problème de la sous-évaluation des monnaies doit donc être résolu au niveau multilatéral.

3. La nécessité d'une réponse multilatérale au problème de la sous-évaluation des monnaies

Sous le régime de Bretton Woods, les taux de change étaient fixes et les modifications de parités, de faible ampleur, devaient être justifiées. Le FMI assurait alors la stabilité des taux de change, afin de lutter contre les dévaluations compétitives³. En revanche, depuis le début des années 70, les monnaies flottent et le FMI n'a plus de raison de surveiller les taux de change puisque ceux-ci se déterminent librement sur le marché des changes par le jeu de

² Les élasticités-prix des exportations des deux pays sont similaires.

³ Durant l'entre-deux-guerres, les dévaluations compétitives ont provoqué une sévère contraction des échanges internationaux.

d'offre et de la demande. Cependant, contrairement à l'un des effets attendus des changes flottants, les taux de change ne convergent pas spontanément vers leur valeur d'équilibre : les monnaies sont souvent sous/surévaluées sur une période plus ou moins longue. De son côté, l'OMC s'attache, comme l'a effectué auparavant le GATT, à libéraliser les échanges, via la réduction des droits de douane et des barrières non tarifaires les plus visibles. Cependant, tout en acceptant de réduire leurs droits de douane et leurs obstacles non tarifaires, de nombreux pays, dont principalement des pays industrialisés, ont mis en place des mesures protectionnistes moins transparentes et non contrôlées par l'OMC, comme la manipulation des taux de change, le dumping social ou encore le dumping environnemental. Finalement, le niveau global de protection a diminué dans des proportions moindres que celui du protectionnisme tarifaire et non tarifaire.

Le FMI et l'OMC doivent aujourd'hui absolument coopérer afin de lutter contre la sous-évaluation des monnaies⁴. Selon certains auteurs (Mattoo et Subramanian, 2008), l'OMC pourrait jouer un rôle central dans cette lutte. Alors que le FMI a perdu de la crédibilité lors des crises financières internationales des années 90 et 2000, l'OMC en a au contraire gagné depuis sa création. L'OMC dispose notamment, avec l'ORD, d'une procédure impartiale de règlement des conflits commerciaux. A la différence du FMI, l'OMC est en outre en mesure de faire appliquer les décisions qu'elle prend : les pays qui refusent de mettre en œuvre les recommandations effectuées par l'OMC se voient appliquer des mesures de rétorsion décidées au niveau multilatéral.

Grâce à son système juridictionnel qui a fait ses preuves, l'OMC devrait alors pouvoir résoudre les conflits commerciaux ayant trait au dumping monétaire. La principale difficulté que pourrait rencontrer l'OMC dans cette mission consisterait à identifier les sous-évaluations résultant d'actions délibérées des Etats. Il convient en effet, dans la mesure du possible, de pouvoir distinguer les désajustements monétaires dus à l'intervention des Etats de ceux résultant des actions des autres acteurs, notamment des spéculateurs. L'OMC pourrait alors faire appel à l'expertise technique du FMI (le département de recherche du FMI a élaboré un modèle de détermination des taux de change d'équilibre) pour estimer les désajustements monétaires. L'objectif visé par l'OMC ne serait pas d'interdire toute forme de protection par le change, mais de contrôler l'utilisation de cet instrument protectionniste. Seuls les pays les plus pauvres seraient autorisés, sous certaines conditions, à manipuler les taux de change afin de faciliter leur insertion dans l'économie mondiale. *L'OMC doit donc définir de nouvelles*

⁴ En 1993, la déclaration ministérielle finale du cycle d'Uruguay insistait déjà sur la « cohérence dans l'élaboration des politiques économiques au niveau mondial » et invitait l'OMC à coopérer avec le FMI.

règles relatives aux taux de change, qui prendront place à côté de celles applicables aujourd'hui aux subventions aux exportations et aux droits de douane.

D'autres auteurs vont même jusqu'à proposer de fusionner l'OMC et le FMI dans une nouvelle organisation. C'est notamment le cas de Maurice Allais, Prix Nobel d'économie, pour qui « chacune des institutions (le FMI et le GATT à l'époque) a pour objet de faciliter les échanges internationaux, et de s'opposer aux distorsions indues de concurrence et à l'apparition de déséquilibres pervers ». Cette fusion permettrait alors de mettre en place « des mécanismes permettant d'assurer la bonne évaluation des monnaies au regard des courants d'échange » (Lenoir et Metzger, 2006).

CONCLUSION GENERALE

Depuis plusieurs années, de nombreux pays émergents et industrialisés manipulent leurs taux de change à l'aide de différents instruments (déclarations verbales, interventions sur le marché des changes, taux d'intérêt, etc.), afin d'améliorer leur compétitivité-prix et de soutenir leur croissance.

Ces politiques de change, même si elles présentent des risques pour les pays qui les pratiquent, nuisent surtout aux pays partenaires qui laissent les taux de change se déterminer librement sur le marché. Ainsi les pays de l'UE subissent à l'heure actuelle de plein fouet les conséquences des sous-évaluations du yuan, du dollar et du yen. La BCE ne souhaitant pas s'engager dans une course aux dépréciations compétitives, seule une réponse multilatérale peut être apportée au problème du dumping monétaire : l'OMC et le FMI doivent unir leurs efforts pour combattre les dépréciations compétitives. Le FMI jouerait un rôle technique en repérant et en évaluant les distorsions monétaires, tandis que l'OMC définirait des règles et serait chargée de régler les conflits commerciaux nés de ces distorsions.

BIBLIOGRAPHIE

Allais M. (1993), « Libre-échange mondial. Les perversions monétaires », *Le Figaro*, 23 juin.

Bourguinat H, Teïletche J. et Dupuy M. (2007), *Finance internationale*, Dalloz

Bouveret A., Mestiri S. et Sterdyniak H. (2006), « La valeur du yuan-Les paradoxes du taux de change d'équilibre », *Revue de l'OFCE*, n° 98.

BRI (2007), *Rapport annuel*, n° 77

CEPII (2007), *L'économie mondiale 2008*, Repères, La Découverte

Creel J., Laurent E., et Le Cacheux J. (2007), « La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 100.

Daudin G. et alii (2008), « Le commerce extérieur français revisité », *Lettre de l'OFCE*, n° 294

Dooley M., Folkerts-Landau D. et Garber D. (2004), "Direct investment, rising real wages and the absorption of excess labor in the periphery", *NBER Working Paper*, n° 10626.

Edwards S. (2005), "Is the current account deficit sustainable ? And if not, how costly is adjustment likely to be ?", *NBER Working Paper*, n° 11541

Gaulier G., Lahrière-Révil A. et Méjean I. (2005), « Dynamique des exportations : une comparaison France-Allemagne », *La Lettre du CEPII*, n° 249.

Krugman P. (2006), « Will there be a dollar crisis ? », *Working Paper*, unpublished

Lenoir N. et Metzger J.-M. (2006), « Avec l'OMC, le monde sera plus juste », *Le Monde*, 24 mai.

Mattoo A. et Subramanian A. (2008), « Currency undervaluation and sovereign wealth funds : a new role for the world trade organization », *Working Paper*, Peterson Institute.

Rodrik D. (2007 a), « Une monnaie sous-évaluée est un moteur de croissance », *Le Monde*, 18 décembre.

Rodrik D. (2007 b), « The real exchange rate and economic growth : theory and evidence », *Working Paper*.

Rodrik D. (2006), “The social cost of foreign exchange reserves”, *NBER Working Paper*, n° 11952

Siroën J.-M. (2007), « Les Etats préfèrent le protectionnisme déguisé », *Alternatives internationales*, hors-série n° 5.

Weisbrot M., Rosnik D. et Baker D. (2004), “Going down with the dollar : the cost to developing countries for a declining dollar”, *CEPR Working Paper*.