Taux de change de l'euro : Le retour d'une vision différenciée franco-allemande

La remontée du taux de change de l'euro face au dollar enclenchée à partir du second semestre 2012 a rouvert un débat ancien entre les deux principales puissances économiques, l'Allemagne et la France. La résurgence de ce débat intervient au moment même où les soldes commerciaux des deux pays apparaissent plus que jamais fortement polarisés. L'excédent commercial allemand dégagé en 2012 semble signifier une résistance à l'euro fort, tandis que le déficit de la France illustre une vulnérabilité à toute appréciation du taux de change.


© herreneck – fotolia.com

Entre le mois de juillet 2012 et janvier 2013, la parité de l'euro s'est appréciée de quelque 25 % contre le Yen, de 10 % contre le dollar, de 6 % contre la Livre Sterling et, enfin, d'environ 3 % contre le Franc Suisse. Cette remontée est assez spectaculaire, dans la mesure où la monnaie unique était jugée en sursis il y a encore huit mois, au regard des risques réels d'explosion de la zone euro. On est pourtant encore très loin du pic atteint en 2008, en pleine crise, avec une parité de 1,55 $ pour 1 €.

Il faut donc se demander, d'une part quels sont les facteurs qui ont participé jusque là à l'appréciation du taux de change de l'euro et, d'autre part, si ce mouvement s'inscrit dans la durée. L'appréciation du taux de change de l'euro a par ailleurs déclenché un débat soutenu entre la France et l'Allemagne. Débat ancien s'il en est, mais qui prend une résonance particulière dans la conjoncture économique actuelle, en raison de la forte polarisation des balances commerciales. Voyons pourquoi.



© Nicolas Larento – fotolia.com

L'euro devient-il une valeur refuge ?

La monnaie unique était jugée moribonde il y a encore huit mois. Au regard de la crise des dettes souveraines en Grèce, en Espagne, au Portugal, en Irlande et même en Italie, et des difficultés à coordonner les réponses politiques, l'euro était en sursis. Survinrent les déclarations du directeur de la *Banque Centrale Européenne* (BCE), Mario DRAGHI, durant l'été 2012, insistant sur le caractère irréversible de l'euro. Ce dernier joignit les actes aux paroles, puisqu'il s'engagea à faire de l'institution qu'il dirige un acheteur potentiel de titres souverains. L'incertitude quant à la durée de vie de l'euro retomba quasi-instantanément, les opérateurs financiers jugeant que Mario Draghi contrôlait la situation. Le mouvement de dépréciation dans lequel était absorbé l'euro depuis 2011 fut enrayé. Dès septembre 2012, une remontée progressive de la parité de la monnaie unique face au dollar a été observée (*graphique 1*).

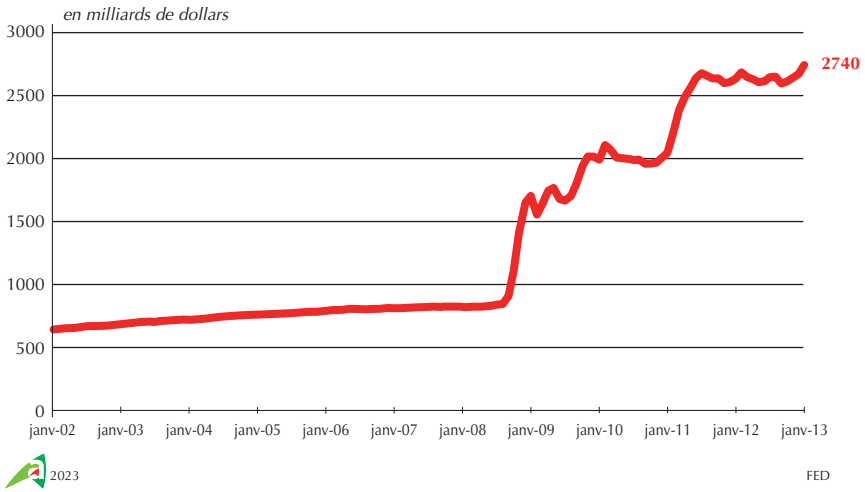
L'appréciation de l'euro s'explique en effet par les décisions prises l'année dernière pour aider les pays en difficultés à sortir

de l'ornière. Mécanisme européen de stabilité (MES), achats de titres souverains (*Outright Monetary Transactions*), projet d'Union bancaire, autant de dispositifs ayant réduit l'aversion au risque des acteurs financiers. Le retour des capitaux sur la zone euro est bien le signe que la perception du risque d'un éclatement de la zone s'est amoindrie.

Des facteurs complémentaires sont toutefois à l'œuvre dans ce processus de regain de la valeur de l'euro. D'abord la politique monétaire américaine. Elle reste foncièrement accommodante puisque les achats de titres par la *Réserve Fédérale* (FED) se poursuivent au rythme de 85 milliards de dollars par mois. La base monétaire a ainsi atteint aux Etats-Unis un nouveau pic, occasionnant quelques interrogations, d'une part sur les tensions inflationnistes qui pourraient s'ensuivre et, d'autre part sur l'impact, somme toute limité, en matière de réduction des déficits publics (*graphique 2*). De plus, le taux d'intérêt directeur de la FED reste fixé au voisinage de 0 %. Le questionnement des acteurs financiers est similaire dans le cas du Royaume-Uni. L'ex-

Graphique 2

USA : liquidités monétaires



pansionnisme monétaire caractérise également la Banque du Japon qui, après le changement de gouvernement, entend pratiquer une politique de dépréciation du Yen, afin de stimuler les exportations et redonner de la vigueur à une croissance en panne depuis plusieurs années. Enfin, les autorités monétaires de la Suisse ont adopté des mesures visant à empêcher toute appréciation du Franc suisse qui pourrait bloquer la croissance des exportations.

Dans la mesure où les autres devises sont en repli, où le taux d'intérêt de la FED n'est guère rémunérateur, les détenteurs d'actifs financiers recherchent des opportunités de placements rentables et en ont trouvé une dans la zone euro. Outre les déclarations de Marion DRAGHI, le Conseil de la politique monétaire de la BCE laisse le taux d'intérêt directeur inchangé depuis plusieurs mois, ce taux se situant du même coup au-dessus de celui proposé par la FED. L'euro est ainsi une devise recherchée, ce qui fait grimper sa parité par rapport aux autres monnaies. De ce point de vue, la persistance de ce différentiel de taux d'intérêt est de nature à prolonger dans le temps l'appréciation de l'euro.

Graphique 1

Cours de l'euro en dollar



Menaces et résurgence d'un débat ancien

L'appréciation de l'euro est porteuse de deux types de menaces. La première a trait à l'impact qu'elle aura sur les exportations des pays membres de la zone. Il faut distinguer les pays du Nord de la zone, qui dégagent des excédents commerciaux, à l'instar de l'Allemagne, de ceux situés au Sud, qui accumulent les déficits. Les Etats du Sud, Espagne, Italie, Portugal, Grèce, voire la France, ont manifestement besoin d'un taux de change de l'euro favorable à leurs exportations, afin de réduire progressivement leurs déficits extérieurs. La progression actuelle de l'euro face au dollar, si elle



© Anyka fotolia.com

L'appréciation de l'euro a un impact direct sur la compétitivité économique des exportations de l'Europe, toutefois l'économie allemande continue d'engranger des excédents commerciaux, malgré ce handicap, ce qui lance à nouveau le débat sur la gouvernance monétaire.

se poursuivait, aboutirait à une parité de 1,5 $ pour 1 € voire davantage, véritable entrave pour les pays du Sud.

L'économie allemande continue *a contrario* d'engranger des excédents commerciaux. Malgré la hausse du taux de change de l'euro, l'excédent allemand s'est fixé en 2012 à +188 milliards d'€ (158,7 en 2011), la France parvenant péniblement à réduire son déficit de quelque 3 milliards, celui-ci passant ainsi de – 70 à – 67 milliards d'€ en un an. Les estimations de parité de l'euro indiquent que l'appareil exportateur allemand pourrait tenir avec une parité d'environ 1,8 $ pour 1 €. Preuve supplémentaire que les performances commerciales allemandes se situent sur le registre de la compétitivité-hors prix. Il n'en demeure pas moins que l'appréciation du taux de change de l'euro a ranimé un débat ancien, portant sur le bon niveau que doit atteindre une devise par rapport à une autre, et opposant, *nihil novi sub sole (rien de nouveau sous le soleil)*, l'Allemagne et la France. La controverse prend une acuité toute particulière en ce début d'année 2013, dans la mesure où les exportations allemandes de produits agricoles et alimentaires ont franchi en 2012, malgré l'euro, un cap supplémentaire, avoisinant les 64 milliards d'euros, la France étant distancée, avec 58 milliards d'euros. Le solde agroalimentaire de +11,6 milliards d'euros dégagé par la France en 2012 lui permet toutefois de conserver son statut de première puissance agricole et alimentaire de l'UE.

La seconde menace pourrait provenir de la réaction de la BCE. Les ajustements de taux de change se sont multipliés ces derniers mois (face au dollar, les devises brésilienne, argentine, indienne, japonaise… ont perdu entre 11 et 15 %), laissant planer le doute quant à un risque de déclenchement d'une guerre des monnaies. La crise dans la zone euro étant loin d'être terminée, la BCE pourrait être tentée d'intervenir pour soulager les économies se heurtant à une contrainte de change. Elle dispose encore en effet d'une marge de manœuvre en matière de baisse de son taux d'intérêt directeur, quitte à s'attirer les foudres des partisans de l'orthodoxie monétaire en Allemagne. Lors de son Conseil mensuel des Gouverneurs du 7 février dernier, la BCE, par la voix de son patron, Mario DRAGHI, a indiqué qu'elle surveillait de très près l'évolution du taux de change de l'euro, et que, si elle s'avérait durable, elle intégrerait cette dimension dans la perception qu'elle a des risques économiques pesant sur la zone euro. La zone euro n'est décidément pas encore sortie de la crise économique, et encore moins de la crise de sa gouvernance.

Pour finir, ajoutons une dernière information : l'évolution politico-économique de l'Italie, troisième puissance de la zone, conditionnera celle de la parité de la monnaie unique.

Thierry POUCH

Chambres d'agriculture France
Direction économie des agricultures et des territoires



© Arslan Fotolia.com