

## 19.

### L'Europe a-t-elle perdu la guerre des monnaies ?

*Malgré la généralisation des régimes de change flexibles de jure, nombre de pays mènent des politiques de change de facto et créent des distorsions de taux de change réels dont les effets sur la compétitivité et les décisions d'investissement sont avérés : distorsions de rentabilité selon les secteurs ou les pays, délocalisations, incertitudes macroéconomiques... L'Europe est l'une des rares zones monétaires qui n'a pas de politique de change, la BCE n'ayant qu'un objectif de ciblage de l'inflation et les gouvernements des pays membres de la zone euro ne parvenant pas à s'entendre sur une stratégie. La valeur de l'euro est comme une variable d'ajustement issue des politiques de change menées ailleurs. Quelle est l'ampleur des effets de ces distorsions de change sur l'investissement et les délocalisations des firmes européennes? Peut-on y remédier en complétant le mandat de la BCE? Comment insérer une telle inflexion dans une gouvernance mondiale des taux de change de nature à maîtriser la guerre des monnaies? Par le jeu d'une coopération accrue des banques centrales? En instaurant, sous l'égide des États, de nouvelles zones cibles?*

#### Introduction du Cercle des économistes

André Cartapanis

#### Contributions

Jean Beunardeau • Kathryn Dominguez • Emmanuel Fahri • Hans-Helmut Kotz  
LEE Hye Min • Laurent Mignon • Athanasios Orphanides

#### Modération

Christian Schubert

## L'euro et la guerre des monnaies en quatre questions

 André Cartapanis

On se souvient des propos de Mario Draghi, le 26 juillet 2012: «La BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro. Et croyez-moi ce sera suffisant.» Depuis, la zone euro a vu son intégrité sauvegardée et la soutenabilité de l'endettement souverain des pays du sud de l'Europe semble avoir été assurée. Mais la situation macroéconomique de la zone reste particulièrement préoccupante avec une croissance en berne, un chômage de l'ordre de 12 % et un risque élevé de déflation malgré les politiques de moins en moins conventionnelles de la BCE et la fixation de ses taux directeurs à 0,15 %. Mais la BCE a-t-elle fait tout ce qu'il faut? Certains responsables politiques le contestent et posent la question de la surévaluation éventuelle de l'euro et de l'inertie de la BCE face à la guerre des monnaies que certains mèneraient.

Cette question de la surévaluation de l'euro n'est pas nouvelle. Déjà en 2004, et plus encore en 2006, lorsque l'euro a entamé sa très forte progression qui le conduira à un sommet de 1,599 dollar le 15 juillet 2008, de nombreuses voix s'étaient élevées en faveur d'un infléchissement de l'attitude des autorités européennes, adeptes d'un *laissez-faire, laissez-aller* dans le domaine du change. Après la décrue associée à la crise financière, jusqu'à 1,22 dollar en juillet 2012, la monnaie européenne s'est depuis significativement appréciée et se trouve à la mi-juin 2014 dans une fourchette de 1,39/1,36 dollar. Mais ce débat ressurgit aujourd'hui pour au moins deux raisons: la relance de la controverse sur la guerre des monnaies et les manipulations de taux de change, lancée en septembre 2010 par Guido Mantega, le ministre des finances brésilien,

mais également relayée par les autorités américaines à propos de la Chine ; l'enlisement dans une « crise molle » au sein de la zone euro, malgré les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE et des taux directeurs proches de zéro en Europe. En un mot, la zone euro a-t-elle perdu sans combattre la guerre des monnaies ? Cette interrogation appelle une clarification, autour de quatre questions, pour éviter les faux-semblants.

### **1. Qu'est-ce que « la guerre des monnaies » ?**

Si l'on est officiellement en régime de changes flexibles depuis près de quarante ans, cela ne signifie nullement que les politiques économiques n'influent pas sur les évolutions de taux de change. Certains pays, et c'est typiquement le cas de la Chine, maintiennent un ancrage et contrôlent explicitement leur taux de change. Mais même pour des monnaies déclarées flexibles *de jure*, la politique monétaire et le *policy-mix* de chaque pays, la politique des taux notamment, s'ils répondent à des objectifs internes, induisent aussi des externalités internationales, et donc des effets sur les structures de portefeuilles des investisseurs internationaux, et, *in fine*, sur la dynamique des taux de change. S'il en découle une dépréciation délibérée des taux de change, on devrait alors parler d'une guerre des monnaies « implicite ». Mais certains pays vont plus loin, en menant des interventions sur le marché des changes ou en mobilisant les contrôles de capitaux et les réglementations macroprudentielles afin de manipuler leur taux de change. On devrait alors parler d'une guerre des monnaies « explicite », de nature à contrecarrer les fondamentaux et à induire une dépréciation réelle ou à neutraliser une appréciation sur les marchés. D'où la notion, forgée dans les années 1930, de dépréciation compétitive ou de politique d'exportation du chômage (*Beggar-Thy-Neighbor*). Ces interventions ne conduisent généralement pas à une dépréciation des taux de change nominaux. Mais en présence d'excédents permanents de balances courantes et/ou de fortes entrées de capitaux, elles freinent la tendance à l'appréciation réelle de certaines monnaies, ce qui crée un avantage concurrentiel qui « booste » les exportations des pays concernés et qui pèse sur le commerce extérieur et l'emploi des autres économies. Pour qu'il y ait guerre des monnaies, il convient aussi que cette influence des politiques économiques sur les taux de change conduise à des situations de sous-évaluation et donc à des écarts vis-à-vis d'un taux de change d'équilibre, avec évidemment toute la difficulté d'estimer, théoriquement et empiriquement, cette valeur de référence, par nature inobservable.

Quels sont alors les pays coupables de telles manipulations ? Ils sont plus nombreux qu'on ne le croit. Si l'on se réfère aux travaux les plus récemment menés au *Peterson Institute for International Economics*, notamment par Joseph Gagnon, Fred Bergsten ou William Cline, en combinant différents critères (taille

des interventions sur le marché des changes repérées par les variations du stock de réserves en devises, récurrence des excédents courants supérieurs à 3 % du PIB, écarts vis-à-vis d'un taux d'équilibre théorique...), il y aurait une vingtaine de pays manipulateurs explicites des taux de change parmi lesquels figurent, dans les années 2010-2014, la Chine évidemment, Hong Kong, Taïwan, la Malaisie, les Philippines, la Corée, Singapour, mais aussi le Danemark, Israël, la Suède, la Suisse et occasionnellement le Japon.

## 2. L'euro est-il surévalué et donc la victime de la guerre des monnaies ?

Compte tenu des divergences de calculs liées aux taux de change d'équilibre retenus et aux périodes de référence choisies, la littérature la plus récente ne conclut pas nettement à une surévaluation massive de l'euro. Pour Patrick Artus, l'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro entre 2002 et aujourd'hui, est de l'ordre de 40 % et la monnaie européenne est surévaluée. À l'inverse, pour William Cline, l'euro était sous-évalué d'environ 12,5 % en 2010 et proche de sa valeur d'équilibre de long terme en mai 2014. Les auteurs du tout récent rapport du CAE consacré en janvier 2014 à l'euro dans la guerre des monnaies, considèrent que l'euro est en ligne avec sa valeur de long terme, point de vue partagé par les économistes du FMI pour l'année 2013. Mais ces évaluations globales cachent des divergences très importantes selon les pays membres de la zone euro. Dans un article publié en 2013 concernant l'année 2010, les économistes du CEPII évaluent à environ 8 % la surévaluation globale de l'euro, mais celle-ci est alors beaucoup plus nette pour les pays périphériques de la zone : 10 % pour l'Espagne, 13,8 % pour le Portugal, 20 % pour la Grèce, la France étant quasiment à l'équilibre. Quant à l'étude précitée du FMI concernant 2013, elle concluait à une sous-évaluation de 5 à 10 % en Allemagne et à une surévaluation du même ordre en France.

On doit donc rester très prudent à propos de la surévaluation éventuelle de l'euro en juin 2014. Il n'est pas avéré que la zone euro, dans son ensemble, soit une victime de la guerre des monnaies. Mais ce constat doit être fortement relativisé si l'on s'intéresse à la situation de chaque pays membre, compte tenu de la très forte hétérogénéité de leurs fondamentaux. Ce diagnostic devrait évidemment être revu si l'euro venait à atteindre, voire à dépasser, le seuil de 1,40 dollar. Toutefois, cela ne signifie nullement que les autorités européennes ne doivent pas mener une politique de change. Car la question n'est pas seulement de savoir si l'euro est ou non surévalué : c'est de se demander s'il est légitime, pour les responsables européens, de se priver d'une politique de change contracyclique, à court terme, dans un contexte où les politiques de consolidation budgétaire se poursuivent tandis que la politique monétaire semble avoir atteint ses limites. La panne de croissance de la zone euro produit des effets d'hystérèse qui hypothèquent la tendance de croissance, le niveau d'investissement privé et public, la productivité des facteurs, la compétitivité des

entreprises... Puisque, pour paraphraser Mario Draghi, «la BCE doit tout mettre en œuvre», alors l'hypothèse d'une politique de dépréciation concurrentielle de l'euro n'est pas un sujet tabou.

### **3. Sur un plan normatif, doit-on viser une dépréciation concurrentielle de l'euro dans une Europe en crise ?**

Deux types de facteurs expliquent que la zone euro, depuis sa création en 1999, n'ait pas de politique de change : des facteurs institutionnels et, jusqu'ici, une conception peu réactive de la politique macroéconomique.

Le Traité de Maastricht est très ambigu sur la responsabilité de la politique de change de l'Union monétaire. Celle-ci relève indiscutablement des Ministres de l'économie et des finances, voire du Conseil des chefs d'États ou de gouvernements. La BCE, quant à elle, est chargée de la gestion des réserves et de la conduite des opérations de marché, mais elle ne s'y prête qu'à condition de ne pas mettre en danger la stabilité des prix... On est donc en présence de responsabilités partagées, sources de conflits de compétences ou d'objectifs qui, en réalité, ont conduit à une *confiscation* par la BCE de la responsabilité de la politique de change pour la zone euro. Or, la BCE semble avoir fait sienne la pétition de principe de la Bundesbank selon laquelle une banque centrale n'est pas une institution contracyclique mais le garant de la stabilité de la monnaie. Du coup, il n'y a aucune politique de change pour l'euro, depuis sa création et le taux de change est considéré comme un canal de transmission de la politique monétaire et non pas comme un objectif intermédiaire de nature à exercer des effets réels sur les marges des entreprises, l'investissement et la croissance de l'activité. Jusqu'ici, les interventions européennes sur le marché des changes ont été sporadiques, pour des montants limités, sauf peut-être en septembre et novembre 2000 lorsqu'il s'agissait de limiter la dépréciation de l'euro compte tenu du risque d'inflation importée que cela pouvait susciter, et au moment des attentats de septembre 2001 afin de juguler toute panique financière. Cette doctrine présente une certaine cohérence par beau temps. Mais elle est éminemment discutable en pleine tempête et donc dans la situation actuelle de *crise molle* de la zone euro, non pas sous l'angle des menaces pesant sur l'intégrité de l'Union monétaire, sur la fragilité du système bancaire ou la soutenabilité de l'endettement souverain au Sud, mais à cause du chômage de masse lié à une croissance atone et compte tenu des risques de déflation et d'enlisement sur le plan réel.

De fait, la politique macroéconomique de la zone euro depuis sa création conduit à négliger les effets contracycliques des politiques monétaires et budgétaires, tout comme l'impact des variations induites de taux de change, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis par exemple. Deux constats peuvent être dressés : d'une part, depuis 1999, le *policy-mix* européen est très peu réactif et beaucoup plus rarement contracyclique que dans le cas

### 19. L'Europe a-t-elle perdu la guerre des monnaies ?

américain; d'autre part, les évolutions du taux de change effectif réel ne sont quasiment jamais contracycliques alors qu'elles le sont de façon quasi systématique aux États-Unis. L'asymétrie des politiques économiques est donc considérable entre les États-Unis et le Vieux continent et cela apparaît dans la dynamique des taux de change réels du dollar et de l'euro. Cela ne signifie pas que les États-Unis mènent des politiques d'intervention directes sur le marché des changes, encore que les déclarations du Secrétaire au Trésor et celles du Président de la Fed jouent un rôle important dans les anticipations des marchés. Mais la politique monétaire proactive aux États-Unis, qui répond tout autant aux tensions inflationnistes qu'aux évolutions de l'*output gap* et du taux de chômage, se trouve confortée par la dynamique du taux de change du dollar. Il n'en n'est pas de même dans la zone euro où la BCE, on l'a dit, considère que son rôle n'est pas d'exercer des effets contracycliques mais d'assurer la stabilité des prix, conformément au mandat figurant dans ses statuts. La valeur externe de l'euro est l'affaire des marchés et non pas de la BCE.

# The ECB is not the Solution

**Athanasios Orphanides**

MIT

The widespread dissatisfaction with the economic management of the crisis in the euro area over the past few years has prompted calls for change in numerous directions. Included in the debate are questions whether the currency is the underlying problem and whether the mandate of the European Central Bank should be extended as a possible remedy.

► **Changing the mandate of the ECB is not the solution to Europe's problems**

It is certainly true that a massive policy failure has been witnessed in the euro area over the past few years. Following the global financial crisis and recession of 2008-2009, growth was restored elsewhere in the developed world. By contrast, the euro area suffered another recession in 2011-2012 the end of which has not yet been confirmed because evidence of a sustained improvement in economic activity is lacking. This was a policy-induced recession, the outcome of a collective failure of the governments and institutions responsible for the euro area. Unemployment recorded historic highs in the euro area as a whole and has reached depression-era dimensions in several member states. The carnage has left an adverse imprint on the long-term prospects of the economy. Extremely high youth unemployment has impaired human capital. A dearth in investment has kept physical capital levels depressed. Real income per person has declined in much of the euro area, and prospects of a strong recovery remain elusive.

The euro has failed. Rather than complete the Union, the common currency has contributed to its disintegration. But what exactly has failed in the construction of the euro area? While the massive policy failure is in plain sight, identification of the underlying problem is more complex. Care

is needed to identify the proper remedies and changes needed for restoring growth, prosperity and stability. Symptoms and contributing factors must be distinguished from underlying causes. The role of different policies, governed by different decision makers and institutions must be delineated. The role of the broader economic and political governance of the euro area must be examined.

The underlying cause of the failure of the euro area is neither the currency *per se*, nor the monetary policy of the ECB. Focusing on the currency of the euro area *vis-à-vis* other currencies is too narrow a perspective of what ails the euro area. While it may be true that the euro has been stronger than would have been desirable over the past few years, this is not the cause but rather a symptom of the problem.

Focusing on the ECB to provide solutions to the underlying problem seems misplaced. The accumulated experience in modern central banking over the 20th century is properly reflected in the mandate of the ECB, as enshrined in the Treaty. The primary objective of a central bank should be price stability. Subject to that, the central bank can and should contribute to broader economic goals. However, this is best achieved when the central bank is not overburdened with additional objectives that dilute the primacy of price stability. Overburdening the central bank hinders rather than improve its contribution to economic prosperity over time.

To be sure, this is not to absolve the ECB from its share of responsibility in the collective policy failure. An issue that requires attention at present stems from the overly tight monetary policy pursued by the ECB over the past two years. With policy rates at exceptionally low levels in much of the industrialized world, unconventional aspects of monetary policy have become important factors of policy accommodation. The size of the balance sheet of a central bank is a key proxy (though not the only one). Changes in the relative size of the balance sheets of major central banks, for example the Federal Reserve and the ECB are indicative of the relative change in the stance of monetary policy when policy rates are very close to zero. Over the past two years, the ECB has contracted its balance sheet from over 3 trillion euro at the end of June 2012 to merely 2 trillion euro at present. In contrast, over the same period, the Federal Reserve expanded its balance sheet by over 50%, from under 3 trillion dollars to about 4.5 trillion dollars.

As a result of pursuing overly tight monetary policy, the ECB has failed to maintain inflation in line with its price stability objective, has contributed to the unwelcome strength of the euro *vis-à-vis* other currencies and has added to the difficulty of adjusting private and public sector balance sheets, especially in some member states where deflation is experienced. It is within the power and responsibility of the ECB to adopt policies that appropriately expand its balance sheet to achieve its primary mandate. Direct purchases



of one trillion euro of euro area assets over the next several months would be one example of how the ECB could contribute to an improvement in the euro area in line with its price stability mandate.

► **The larger cause of the troubles of Europe does not involve the ECB**

The problem lies with the governments of the euro area. Overall, the ECB deserves praise for limiting the damage caused by actions and decisions of the governments since the start of the crisis. The euro has tightly bound together the fates of member states. The interconnectedness raised the stakes for economic cooperation among the member states. Unfortunately, the crisis has revealed that governments of some member states exploit the flawed design of the euro area for their own benefit to the detriment of the common good for the euro area as a whole. During the crisis, decisions have been taken to protect interests in some member states and to shift losses to other member states. The euro area suffers from a misalignment of political incentives. Solutions require greater cooperation among the states. Solutions require political leadership very different from what has been observed. Solutions are not easy but hopefully are not out of reach.

## Y a-t-il vraiment une guerre des monnaies ?

Laurent Mignon

Natixis

On a coutume de dire que les grands pays se font la guerre pour déprécier artificiellement leurs taux de change afin de stimuler leur économie en favorisant le commerce extérieur. Ainsi, la devise chinoise, d'après le FMI, serait sous-évaluée de 5 à 10 % en termes réels en 2013. Bien entendu, toute sous-évaluation d'une monnaie veut dire que d'autres sont surévaluées; elle permet de favoriser les exportations du pays sous-évalué vis-à-vis de ses partenaires commerciaux.

Doit-on interpréter la politique monétaire ultra expansionniste des grands pays de la planète, depuis quelques années, comme un acte de guerre monétaire? On pourrait le croire, considérant l'énorme croissance de liquidités créée par la Banque centrale aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Chine, dans les pays de l'OPEP, mais ni dans les autres pays émergents, ni dans la zone euro. En réalité, au moment de la crise de 2008, les pays de l'OCDE ont mis en place des politiques monétaires très expansionnistes afin d'accroître la liquidité des banques et de soutenir l'économie.

### ► Le rôle du « quantitative easing »

C'est pour cela qu'ont été mis en place du *quantitative easing* ou du *credit easing*. Cela dit, les États-Unis commencent à sortir du *quantitative easing* alors que le niveau du dollar est encore élevé – certes pas par rapport à l'euro, mais par rapport à d'autres devises. Et ce qui motive la FED à ralentir ses achats n'est pas le niveau du cours du dollar, mais l'amélioration de l'économie réelle. Au Japon, l'objectif central des Abenomics était de sortir le pays de la déflation. Cela s'est traduit par un doublement en deux ans de la base monétaire, afin de financer des achats d'obligations du Trésor,

mais c'est bien la déflation qui était l'objectif, pas le niveau de la monnaie. Dans la zone euro, la pression exercée sur la BCE pour mettre en place du *quantitative easing* vient principalement du risque de déflation, plus que du niveau de l'euro.

► **L'euro est-il surévalué ?**

Il est vrai qu'on peut penser que l'euro est surévalué. Les jugements diffèrent selon les pays, mais les études disent globalement que l'euro est surévalué de l'ordre de 20 %, ce qui mettrait un cours cible autour de 1,10 à 1,20 par rapport au dollar. En réalité, on constate que pendant les périodes où l'euro s'apprécie fortement – cela a notamment été le cas entre 2002 et 2008, ainsi qu'en 2013 – les exportations de la zone euro croissent moins vite que le commerce mondial, et inversement. Il serait donc logique que les pays de la zone euro poussent la BCE à organiser une dépréciation de l'euro.

Mais le problème est que tous les pays ne sont pas dans la même situation. L'Allemagne profite d'un euro fort, avec des exportations très peu sensibles à l'élasticité des prix. En revanche, la France, l'Espagne et l'Italie, dont les exportations ont une élasticité de prix élevée, ont besoin d'un euro faible. C'est la raison pour laquelle il est très difficile, en Europe, de faire émerger une position commune sur le taux de change de l'euro.

Admettons que les gouvernements obtiennent de la BCE qu'elle déprécie l'euro. Comment pourrait-elle procéder? Il faut rappeler que l'appréciation de l'euro vient largement de l'excédent extérieur croissant: ce sont près de 300 milliards d'euros d'excédents que dégage la zone euro de son commerce extérieur. Viennent s'y ajouter d'importants achats d'investisseurs non-résidents en actifs financiers de la zone euro – de l'ordre de 200 milliards.

Au mois de juin 2014, la BCE a mis en place des taux d'intérêt négatifs sur les réserves déposées en excès dans ses livres par les banques. Pour que cette mesure ait un impact sur l'euro – de fait, l'euro a très peu bougé – il faudrait le faire sur des masses considérables. Or, le montant des réserves déposées à la Banque Centrale est de 120 milliards d'euros: par rapport aux excédents générés, ce sont des sommes trop faibles pour réussir à les transformer en dépréciation de l'euro.

La BCE pourrait utiliser le *quantitative easing*. Pour que cela ait un impact sur la zone euro, il faudrait que le cash généré par les ventes soit investi en actifs en devises. Cela impliquerait que les investisseurs européens, dont les passifs sont essentiellement en euros, investissent en devises. Ils ne le feront pas, puisqu'ils veulent précisément la congruence entre leurs actifs et leurs passifs. Donc un *quantitative easing* ne se traduirait pas par une dépréciation de la monnaie, elle aurait tout au plus un effet marginal. Ce

### 19. L'Europe a-t-elle perdu la guerre des monnaies ?

qu'on a vu depuis 2014 est beaucoup plus une appréciation du dollar qu'une dépréciation de l'euro.

Par ailleurs, en annonçant un programme d'achat d'actifs domestiques, la BCE risquerait d'attirer des investisseurs étrangers sur ses marchés, ce qui pourrait conduire à l'effet inverse. On ne peut donc pas dire que de façon mécanique, le *quantitative easing* se traduirait par un affaiblissement de la devise. C'est le paradoxe que la banque d'Angleterre a découvert en achetant des gilts.

La dernière solution consisterait à accumuler des réserves de change, mais cela revient à financer l'économie américaine.

En conclusion, je pense que si l'utilisation ponctuelle de politiques de change agressives fait partie de l'arsenal économique classique, la réalité de la guerre des changes n'est pas évidente. Ce sont plutôt les situations macro-économiques des différents pays qui justifient les écarts de cours de change, plutôt qu'une politique volontariste et agressive des banques centrales.

- Les modes de distribution concernent de plus en plus le e-commerce.
- L'entreprise doit davantage partager la valeur, pas seulement avec les actionnaires mais aussi avec la société.
- Les entrepreneurs sont de plus en plus des micros, des petits ou des moyens entrepreneurs.

# The European Central Bank and European Plurality

**Hans-Helmut Kotz**

Center of Financial Studies

The first issue I would like to address is whether the Euro is the issue. Are we in trouble because the Euro is so strong? Looking at empirical work, you can find evidence for lots of things, but you do not find evidence for a strong over-valuation of the Euro; you do not find anything like a 20% over-valuation in any of the empirical work I have seen. Most would say that the Euro is somehow within a pretty appropriate band of evaluation. André Cartapanis was completely right when he pointed out that we should think about the plurality. There is a nice piece, which did empirical work on that; they used a search engine and found no reference to monetary war in the north, but they found it rather often in southern Europe. This could not be dealt with by a policy run by the ECB at European level; it is an issue of national and regional adjustment capacities. This leads to the two points I would like to raise and address.

André said that the ECB has been constructed on the wrong model, the Bundesbank. The idea from the beginning was to try to stabilize prices; that was the mandate, and within that mandate it might even at times be possible to support general economic policymaking. However, you would not of course engineer your policy in order to try to stabilize the exchange rate. We have a history in Europe of countries, which pursued a policy of trying to stabilize exchange rates. It was the European monetary system. That would ultimately mean giving up on your domestic objectives.

Therefore, the ECB definitely has the right mandates and the right objective, but in order to stay within that objective, the ECB should use any instruments available in order to support the economy. That is my

second point. What we see in terms of exchange rate movements is highly endogenous –it is a response to rather different economic policies pursued, in particular, in the US and Europe. There was quantitative easing in the US, which meant a very strong increase in the balance sheet; in Europe, which is bank dominated, central banks were supporting markets through what Europeans called enhanced credit support, and this was driven by demand from banks for liquidity. The result of that is that, over the past year, balance sheets, outside high-powered money, have gone down, whereas in the US they stayed high and even increased. Actually, after they talked about tapering, we saw lots of trouble in markets as a result. Therefore, the ECB, running a policy appropriate to the European institutional environment, had to accept an exchange rate some of us see as too strong and others do not.

► **Should the ECB have an exchange target?**

Let me conclude by responding to your question as to whether the ECB should have an exchange rate target. Having an exchange rate target is appropriate for small, open economies, but it is completely inappropriate for as large an economy as Europe. The ECB can only deliver in terms of dealing with the impaired monetary policy transmission mechanism, but it cannot provide an environment where margins for the corporate sector are convenient. Therefore, if the ECB achieves its primary objective, this is also highly conducive to supporting growth in the European economy; it cannot do more than that.

# Le marché des changes: un cauchemar pour les banquiers

Jean Beunardeau

HSBC

Les marchés des changes sont un cauchemar pour les banquiers. Cela a beau être les plus liquides des grandes monnaies convertibles, ils ont beau être traités au comptant, à terme, on a beau y traiter toutes les options, ce sont les plus difficiles à prévoir. Tous les grands spéculateurs, depuis dix siècles, se sont toujours cassé les dents sur les marchés des changes.

Pourquoi? Parce que l'offre et la demande de monnaie, sur les marchés des changes, résultent de plusieurs flux qui ont des logiques et des horizons extrêmement différents. Les quatre principaux flux sont le solde des balances commerciales, le solde des flux d'investissement, les arbitrages que font les opérateurs de marché sur les différentes courbes de taux d'intérêt dans les différentes monnaies, les interventions des banques centrales, qui sont devenues très importantes. Concernant ces dernières, il s'agit soit des interventions classiques au sens historique de préparation des dévaluations ou d'actions concertées sur les monnaies, soit de cette nouvelle forme d'intervention qu'on maîtrise moins bien, le *quantitative easing*, qui consiste en des volumes de monnaies créés dans des bilans, sur des actifs dont l'affectation sur les devises d'origine des différents investisseurs n'est pas homogène, provoquant des distorsions fortes.

## ► À l'origine, l'inversion des flux des investisseurs

Ce qu'on peut dire est que l'égalisation des compétitivités et des balances commerciales est une explication insuffisante à court et même à moyen terme, pour expliquer les variations de change. Ces dix dernières années, la forte baisse de la livre était largement due au *quantitative easing* et à la fuite

des investisseurs devant la crainte de la récession de la Grande-Bretagne. La hausse de l'euro par rapport au dollar est due beaucoup à la diversification des réserves des banques centrales d'Asie et du Moyen-Orient, ainsi qu'à la rotation des investisseurs américains, qui, depuis dix-huit mois reviennent sur la zone euro au nom des variations des frais des actifs. Quant aux devises émergentes comme le real brésilien, la livre turque ou la roupie indienne, nous avons pendant des années eu des monnaies fortes avec des balances des paiements largement déficitaires. Ce qui fait le changement, c'est l'inversion des flux d'investisseurs et non la compétitivité.

► **Comment réconcilier cette compréhension du marché des changes et les objectifs que doivent se fixer les banques centrales ?**

Première remarque : les investisseurs considèrent presque toujours le change comme secondaire dans leur approche d'investissement, parce que la volatilité des monnaies est toujours plus faible que celle des actifs sous-jacents (immobiliers, actions). C'est vrai aussi pour les entreprises qui investissent physiquement dans différents pays au nom des marchés de ces pays, de leur compétitivité ou de leur croissance. Les grandes entreprises qui investissent dans les pays émergents depuis trente ans ne se posent pas la question du change des pays émergents : elles investissent sur le fondamental, sur le long terme. Elles ne cherchent même pas à couvrir leurs positions – malheureusement pour les banquiers.

Le sujet des changes est aussi secondaire dans les décisions des banques centrales. Ces dernières sont motivées par l'économie et leurs propres contraintes dans leur zone monétaire. Aux États-Unis, c'est généralement la hantise de la déflation des actifs qui motive la banque centrale. En Grande-Bretagne, c'est le risque souverain, à cause des déficits budgétaires importants et qui l'ont souvent été ces cinquante dernières années. En Europe, surtout ces derniers mois, c'est la convergence de la zone euro et sa solidité qui ont piloté la politique de la BCE, plus que la compétitivité. La Suisse fait exception qui, face à l'état d'urgence dans lequel elle était, a agi selon un objectif de change qui était vital pour son économie.

Ces variations de change, même si elles ne dépendent pas de la compétitivité, ont un impact sur cette dernière. Les acteurs nationaux doivent donc s'en préoccuper. Mais il est difficile d'avoir ces débats, parce que dans une zone monétaire, chacun a son point de vue sur ce qu'il faut faire. Il y a un combat permanent entre la richesse et la croissance, entre les importateurs et les exportateurs, entre les gagnants et les perdants de l'inflation.

Dans ce contexte, la banque centrale ne peut pas se désintéresser de la compétitivité de sa zone monétaire, puisque cela aurait des impacts



importants sur l'économie; mais une politique de banque centrale ne peut être que pragmatique, souple et surtout secrète. Cela pour trois raisons.

– Comme le démontre le principe économique de Mundell, il est impossible pour une banque centrale de gérer à la fois sa politique monétaire, en taux et en volumes, et une politique de change sans contrôle des flux de capitaux.

– Générer un accord politique ou technique sur un objectif de change est impossible compte tenu des divergences d'intérêts, d'analyses macro-économiques et d'objectifs des acteurs de marché.

– Tout objectif de change public, précis ou non, sera nécessairement imparfait, et donc challengeable et attaquant en paroles par les économistes, la presse et les acteurs économiques, et en actions par les opérateurs de marché. La banque centrale, affichant un objectif, doit-elle le défendre? L'histoire de la défense des objectifs de change a été plutôt mouvementée et je pense que pas grand monde ne souhaite y revenir.

Les objectifs de change doivent donc être secrets. Cependant, même secrets, ils finissent par être connus, parce qu'ils sont testés par les marchés. Les gens finissent toujours par parler. De tests en confidences, le secret finit toujours par transpirer.

Une banque centrale ne doit pas se désintéresser de la compétitivité de sa zone et donc du niveau relatif de sa monnaie, mais elle doit s'y intéresser avec souplesse, en maintenant en permanence l'incertitude sur ce qu'elle pense devoir faire, tout en guidant de temps en temps les investisseurs dans une direction, à un moment où les flux d'investissement peuvent s'inverser. C'est ce que le gouverneur a fait: nous sommes bien dans une phase d'inversion des flux, où la parole doit permettre un certain ajustement de l'euro.

## Do the United States and the Eurozone have an Exchange Rate Policy?

**Kathryn Dominguez**

University of Michigan

The US does not have an explicit dollar policy. The US, like most other countries, splits the jurisdiction over exchange rate and monetary policy; the Fed is in charge of monetary policy, and the US Treasury is in charge of exchange rate policy. The two communicate, obviously; the Fed implements any interventions the Treasury would like it to make in the foreign exchange market, but the actual decision to influence the exchange rate is not under the Fed's jurisdiction. This jurisdictional split is also true for the Eurozone; the ECB's mandate is price stability, and there is nothing in the original mandate that says anything about the exchange rate. The Economics and Finance Ministers Council (Ecofin) is in charge of euro exchange rate policy.

It is worth remembering that the ECB did intervene on behalf of Ecofin once before. We have to go back in time to the very introduction of the euro; at that time, believe it or not, the euro was too weak, and in late 2000 the ECB, in coordination with the Fed, the Bank of Japan and a number of other central banks, went into the market to strengthen the euro.

One of the larger questions for this session is whether the ECB mandate should be broadened to include the exchange rate. We already have evidence that Ecofin can focus on the exchange rate, and they have focused on it from the very beginning, but the Eurozone takes a similar view on exchange rate policy as the US does, which is that it is something to do in extreme circumstances, and only when other countries are willing to coordinate with you and work together to bring the currency value down.

► **A brief recap of international financial history**

The title of our session is “Currency Wars”, and I just want to remind everyone of international financial history. We have had a number of different currency wars throughout history, and rarely have there been victors of these wars. The inter-war period is a classic example of a time in which every country found it in their interest to weaken their currency at the expense of other countries; this approach is sometimes called the beggar-thy-neighbor policy. What generally happens is that nobody gets the weaker currency if everybody is trying to achieve it at the same time, but you do get a lot of volatility, and you get a collapse of trade.

One of the reasons we might want to weaken the euro is to improve the trade situation in Europe, but entering a currency war to accomplish this is the last thing Europe should do. One issue that has not been brought up so far but is always the case in currency wars is retaliation; if one country decides to move strongly to try to influence the value of their currency, and other countries are aggrieved, they will likely retaliate. Only small countries are able to avoid retaliation. Small countries do tend to focus on the exchange rate, and in many small countries the central bank has a direct mandate to manage the exchange rate. Switzerland is a nice example; since 2011 Switzerland has put in place a very unusual policy of basically assuring the markets that they will hold the 1.2 Swiss franc exchange rate relative to the euro, and they have been very successful at that.

Therefore, since the 1.2 number has been bandied around on this panel, you might ask why the Eurozone does not do the same thing, bring the euro down to 1.2 relative to the dollar and then say they will do whatever is needed to maintain it, which is what Switzerland has done. Switzerland is different from the Eurozone –it is a small country, which is able to take on a policy like that in a way that is less likely to lead to retaliation from other countries around the world. There is a big risk that if the Eurozone decided to go it alone, there would not be cooperation among the other central banks to work with the Eurozone to bring down the value of the euro, because most other countries think the euro is currently not too far out of line with what economic fundamentals would suggest. Therefore, if the Eurozone decides to weaken the euro explicitly, my guess is that other countries would attempt to retaliate by weakening their currencies relative to the euro, and if we do not have a currency war now, we will certainly have one. My sense, from looking at international financial history, is that a currency war would not bode well for any country in that war, and certainly not the Eurozone.

It is important to note that the ECB has gone into the market to support the euro once before, and they certainly could again if the euro is far out of line with what the rest of the developing and developed world believe is

*19. L'Europe a-t-elle perdu la guerre des monnaies ?*

the appropriate exchange rate. I could certainly imagine a situation in which the G7 central banks get together to try to bring down the value of the euro, and much of my research suggests that if in fact there is agreement among a large number of countries that such a policy is appropriate, it would be very successful. The question is when we will get to the point where everyone agrees that the euro is in fact overvalued. Currently there is disagreement across countries within the Eurozone, as well as across the globe, about the appropriate level of the euro relative to the dollar and other currencies, and as a consequence coordinated action to weaken the euro is highly unlikely.

## Mettre en œuvre une politique monétaire plus audacieuse

**Emmanuel Fahri**

Harvard University

La guerre des monnaies est un vieux serpent de mer des débats sur le système monétaire international. C'est une expression qui a fait son apparition dans les années 1930, pour décrire la sortie des différentes monnaies de l'étalon-or. Ces sorties ont été étalées dans le temps, et les premiers qui en sont sortis en ont bénéficié au détriment de ceux qui ont tardé à s'en libérer. Une plus grande coopération internationale – s'il ne s'agit pas là d'un oxymore – aurait sans doute permis une meilleure solution.

### ► Ne pas confondre les guerres des monnaies

L'idée de guerre des monnaies est revenue récemment dans le débat, dans la bouche du ministre brésilien des finances, Guido Mantega. Mais il y a une différence essentielle entre la guerre des monnaies dont on parle aujourd'hui et la guerre des monnaies des années 1930. À l'époque, la plupart des pays faisaient face à un choc récessif symétrique, c'est-à-dire que le choc était le même pour tout le monde. La situation d'aujourd'hui se caractérise quant à elle par des chocs extrêmement différents, au sein du monde développé aussi bien qu'entre le monde développé et le monde émergent. Il ne s'agit donc plus seulement de coordonner la relance monétaire au niveau mondial, mais d'organiser des politiques monétaires très différentes, dans différents endroits de la planète, avec des ajustements de taux de change massifs et des flux de capitaux très violents qui découlent de ces ajustements.

La résurgence de la guerre des monnaies est donc une idée qui vient essentiellement du monde émergent. Mais elle trouve un écho particulier

dans la zone euro, parce que celle-ci est confrontée à la plus grande crise de sa récente histoire, avec le spectre, comme au Japon, d'une décennie perdue. L'intitulé de notre session est donc tout à fait pertinent.

Une des raisons de la sensibilité européenne particulière à ce thème tient au fait que la crise se caractérise par des différences de situation sans précédent entre les pays membres de la zone euro. C'est un véritable déchirement entre le nord et le sud de l'Europe, qui conduit à des désaccords, à des conflits, sur le niveau approprié de l'euro. L'Allemagne veut un euro fort. L'Espagne, Portugal, l'Italie et la Grèce veulent un euro faible. La France se trouve dans une position à peu près médiane.

Une étude récente estime que l'euro est sous-évalué d'à peu près 10 % pour l'Allemagne, mais surévalué de 5 % pour la France, de 10 % pour l'Espagne, de 14 % pour le Portugal et de 20 % pour la Grèce. Il est difficile, pour une alliance, de mener combat lorsque les buts de guerre des différents alliés sont profondément divergents. C'est comme s'il y avait une guerre au sein même de la zone euro, qu'il faudrait arriver à résoudre pour affronter la guerre plus générale.

#### ► La piste des dévaluations fiscales

Comment réduire ces divergences et par là donner une meilleure chance à l'euro dans la guerre des monnaies? Je voudrais suggérer modestement une piste simple, concrète mais un peu provocatrice, qui est celle des dévaluations fiscales. C'est une façon, pour un pays membre de la zone euro, d'obtenir les mêmes effets que ceux d'une dévaluation monétaire par des moyens purement fiscaux, tout en restant dans la zone euro.

Prenons l'exemple de l'Espagne: il s'agirait pour elle de baisser ses charges sociales, mettons de 5 %, et d'augmenter d'autant la TVA, avec un impact nul sur le budget total de l'État et des administrations. Cela aurait exactement les mêmes effets qu'une dévaluation monétaire de 5 %. Comme les salaires ne s'ajustent pas immédiatement, le transfert de charges réduirait le coût du travail en Espagne; les baisses de charges permettraient aux entreprises espagnoles de réduire leurs prix, autrement dit d'augmenter la compétitivité de leurs produits vis-à-vis des produits étrangers; au total, les effets seraient identiques à ceux qu'aurait eu une dévaluation de la peseta par rapport aux devises étrangères avant la création de l'euro.

C'est un peu ce qu'a fait la France avec la TVA sociale, puis le pacte de compétitivité. C'est ce qu'avaient fait avant elle l'Allemagne en 2006, et certains pays scandinaves dans les années 1990. C'est en fait une vieille idée qui remonte à Keynes, dans un contexte particulièrement intéressant. En 1925, Churchill prend la décision historique – et commet sans doute une grande erreur – de revenir à la parité or d'avant-guerre. Keynes s'y

oppose et résume sa position dans son célèbre opuscule, *Les Conséquences économiques de Monsieur Churchill*. Pendant six ans, il essaie de combattre cette politique ; puis en 1931, il reconnaît que l'establishment britannique ne veut pas d'une dévaluation de la livre sterling par rapport à l'or. Il suggère alors une dévaluation fiscale exactement du type de celle que je viens de décrire.

L'euro est aujourd'hui trop fort pour certains, trop faible pour d'autres. Des dévaluations fiscales bien conçues permettraient aux membres de la zone euro de réduire leurs différences vis-à-vis du niveau souhaitable de l'euro. En alignant ainsi les objectifs des différents pays membres de l'euro, ils seraient en bien meilleure position pour aborder la guerre des monnaies, ou du moins pour mettre en œuvre une politique monétaire plus efficace et plus audacieuse.

## Currency and Trade Negotiations

**LEE Hye Min**

Ambassadeur de Corée en France

There have been long discussions on the relationship between trade and currency; as the currency affects trade enormously, there has been demand that currency be dealt with in trade negotiations, and, in fact, currency is becoming an important issue in trade agreements. The US is currently engaging in two major trade negotiations, the Transatlantic Trade and Investment Partnership agreement with the EU, and the Trans-Pacific Partnership Agreement with its 12 Asian partners. There are discussions on whether the US should be granted the authority by Congress to negotiate and conclude trade agreements with the 14 countries, because in the US Constitution it is Congress which has the authority to negotiate trade agreements.

The pending trade promotion authority bill in the US Congress lists currency discipline as a principal negotiating objective, and says that the US and its partners will avoid manipulating exchange rates in order to prevent an effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over the other parties to the agreement. Some business leaders stress that stronger provisions that direct negotiators to pursue disciplinary measures on the currencies in trade agreements are needed. However, in view of the fact that the IMF disciplinary measures only focus on direct intervention in the currency market aimed at the value of another country's currency, and do not cover monetary policies such as quantitative easing in the US, the currency provisions of TPA would not be covered by the TTIP agreement, though it may be covered by the TPP negotiations.

The TTIP is a kind of FTA negotiation; the FTA is a process to create a free-trade area, which is the initial step towards economic integration. Economic integration may require stronger discipline on currencies to avoid



currency wars, and if successfully concluded, the US and the EU will embark upon the long path to economic integration. There are three key issues for the successful conclusion of TTIP; firstly, how to compromise discrepancies in regulatory structure and traditions between the EU and the US. The second is how to convince civil society and public opinion, which would oppose any lowering of the bar regarding safety, health and environmental protection. The third is whether the US administration will get a TPA from the US Congress.

## Échanges

**Christian Schubert, FAZ**

Des accords ont été passés autrefois entre des banques centrales. Est-ce encore possible aujourd'hui? Cela aurait-il un sens? Certains disent que les flux de devises sont tellement énormes que l'influence des banques centrales est assez limitée aujourd'hui. Les banques centrales peuvent-elles encore influencer les taux de change?

**Athanasios Orphanides**

*We can of course have agreements between major countries and major central banks to influence currencies. The question is whether this is necessary. I would argue that in the current circumstances this is not necessary. Looking at the Euro area, the problem we have is that monetary policy has been much tighter than it had to be, so much so that the price stability of the ECB is not being met, and as a consequence the Euro is strong.*

*The ECB on its own could actually take measures, for example, direct purchases of 1 trillion or more of assets; this would rebalance the relative tightening that has been engineered over the past two years, and on its own would contribute to a weakening of the Euro and an increase of the prosperity of the Euro area. No additional coordination among central banks would be necessary for this appropriate action.*

**Kathryn Dominguez**

*I can only echo what Mr Orphanides said; you might even see intervention in a one-sided way. The Bundesbank intervened in 1984 and early 1985, and as a result the Dollar went down sharply. The Bundesbank also intervened in 1996 when the Dollar was at 1.30 against the Deutschmark.*

*However, that is not the current issue. We are not in such an extreme circumstance; what we see is an endogenous response of markets to monetary policies which are on different courses, and that can be corrected in a rather direct way.*

**André Cartapanis**

Jeffrey Frankel a publié récemment, sur le blog [voxeu.org](http://voxeu.org), un papier qui recommandait aux Européens de mener désormais des politiques monétaires non conventionnelles, en achetant des bons du trésor américains et non plus des bons du trésor européens. Il disait que cela permettrait de respecter le mandat, qu'il n'y avait pas d'aléa moral du point de vue de la dette des différents pays membres de la zone euro, et que cela avait des chances de faire baisser la valeur nominale de l'euro. Kathryn Dominguez, que pensez-vous de cette position?

**Kathryn Dominguez**

*This is basically what Switzerland is doing. This is what we described as non-sterilized intervention: just doing monetary policy as you normally would, but purchasing foreign bonds instead of domestic bonds—in this case, US Treasury securities. It is certainly something that could be done. Most central banks like to use their own bond markets for their monetary policy, for all kinds of reasons, but there would be nothing to stop them from buying US Treasuries rather than European bonds.*

**Jean Beunardeau**

Ce n'est possible que si la FED est d'accord. On ne peut pas accumuler des bons du Trésor américains sans son accord, car alors elle accumulerait des bons du Trésor en euros. Entre grandes zones européennes, cela revient à un accord sur la direction monétaire. La Suisse est un cas différent, d'abord parce que la Suisse peut le faire toute seule, ensuite parce qu'il y avait un cas d'urgence, et enfin parce que le reste du monde est assez indifférent à ce qu'elle fait.

**Marylise Picard, lauréate du concours «La Parole aux étudiants»**

Ne faudrait-il pas faire de l'euro une monnaie qui ne soit pas uniquement économique, mais aussi politique, en modifiant le mandat de la BCE et en lui permettant de faire de la lutte contre le chômage une priorité, au même titre que la lutte contre l'inflation?

**Athanasios Orphanides**

*I am afraid I would not agree with that, for a number of reasons. We already have way too much politics in the construction of the Euro area, and I think this is one of the reasons it is doing so badly. Let me remind you how badly it is doing: if you stripped Germany out of the Euro area, the IMF's latest projections are that GDP per person in the rest of the Euro area would only reach the level it had in 2007, five years from now. This is how badly the Euro area has been doing. Politics has been the key reason for that.*

*The ECB has the appropriate mandate. It should deliver its price stability objective. If the ECB delivered closer to 2% inflation, which currently it does*

### 19. L'Europe a-t-elle perdu la guerre des monnaies ?

*not, there would be a much better economy in the Euro area, better employment objectives and greater welfare. But in terms of fixing the broader economies of the Euro, it would be the wrong thing to change the one institution that works about as well as it could under the circumstances in the Euro area. There are many other institutions that do not work as well, and we should fix those instead of changing the ECB.*

#### **Question du public**

Pensez-vous que les pays d'Amérique latine sont condamnés à une primarisation de leur économie, au détriment d'une économie industrielle portée par la Chine à des taux de change bien plus faibles ?

#### **Emmanuel Farhi**

Les pays émergents sont confrontés au problème difficile des flux de capitaux, très volatiles dans les deux sens. Ils s'inquiètent quand les capitaux arrivent et ils s'inquiètent quand les capitaux sortent. La question est de savoir comment gérer ces flux. Une vieille doctrine, qui était un peu celle du FMI, disait qu'une fois qu'on avait un taux de change flexible, on n'avait pas besoin de grand-chose d'autre. Cette doctrine est en train d'être remise en cause, en grande partie sous l'impulsion d'Olivier Blanchard au FMI. On comprend maintenant qu'il faut ajouter d'autres instruments à ce *policy mix* pour permettre aux pays émergents de gérer ces flux de capitaux très violents. On pense en particulier au contrôle de capitaux, sujet longtemps tabou au FMI et qui est maintenant explicitement accepté dans des circonstances particulières. Toutes sortes de nouvelles mesures apparaissent, les mesures macro-prudentielles, et sont activement mises en place par des pays comme le Brésil ou la Corée du Sud. Un nouveau consensus est en train de se former – cela va prendre un moment – sur la bonne utilisation de ces outils, le bon *policy mix*, en particulier pour ces pays confrontés à des circonstances très difficiles.

#### **Question du public**

Certains dirigeants français ont appelé à une dévaluation de l'euro pour accroître la compétitivité de la zone euro. Néanmoins l'Allemagne, d'abord avec le deutsche mark, ensuite avec un euro fort, a vu accroître sa propre compétitivité. La rigueur de la politique monétaire n'est-elle pas en fait une incitation à réformer ailleurs dans les économies lorsqu'il faudrait le faire ? Est-ce que le fait de pouvoir dévaluer n'est pas une sorte de sparadrap temporaire ?

#### **Athanasios Orphanides**

*It is absolutely correct that structural reforms are the best way to improve competitiveness because they raise productivity over time. That is another way to correct the imbalances we currently have.*

*However, this does not mean that proper demand policies are not helping in this regard, and the question right now is whether we have the proper demand policies in the Euro area. The answer to my mind is clearly no; for example, let me repeat that we would have been better off if we had inflation closer to 2% throughout the Euro area. All of the Euro area would be better off on average, without any structural reforms or anything else. There is nothing wrong with that, and that is the primary objective of the ECB. On top of that, we would want to add structural reforms, but I do not think we should keep deflationary policies in order to make everybody poorer, as this way they are more likely to adopt structural controls. I think this is too painful a way to handle our economy.*

**Laurent Mignon**

Je ne pense pas que les politiques de change soient la bonne réponse aux difficultés économiques. Fondamentalement, ce sont les déséquilibres économiques qui provoquent des mouvements de la monnaie, et pas l'inverse. Bien sûr, la BCE peut avoir une politique monétaire plus accommodante pour lutter contre la déflation, sans déprécier ni lutter pour le taux de change. Je ne pense pas que la réponse par le taux de change soit une réponse durable. La bonne réponse réside dans les réformes structurelles et un environnement macro-économique avec un niveau d'inflation entre 1 et 2 % – ce qui est la cible de la BCE.

**Christian Schubert**

Est-ce que vous comprenez la frustration de certains pays du Sud? À chaque fois qu'ils font un effort pour améliorer la compétitivité, l'euro augmente, et tout cet avantage est perdu.

**Laurent Mignon**

C'est plus un problème de convergence de politiques européennes... Plus exactement, une monnaie unique dans une zone économique non unifiée. C'est donc un peu différent d'un pur problème de change.

**Emmanuel Farhi**

Moi, je les comprends et je pense que cela a des conséquences concrètes sur ce que la BCE devrait faire. Je suis assez d'accord avec Athanasios. Il faut avoir une politique monétaire qui soit à peu près bonne pour le pays moyen de la zone euro, et pas juste une politique monétaire qui est bonne pour l'Allemagne. En ce moment, le Portugal, l'Espagne ou la Grèce sont confrontés à des dynamiques inflationnistes extrêmement puissantes. Ce n'est pas du tout la bonne politique monétaire pour eux. La zone euro dans son ensemble est en déflation. Il faut donc faire plus.

**LEE Hye Min**

*The effect of the weakening of a currency varies from one country to another. Korea depends heavily on trade, with more than 90% of GDP being stimulated by it; so in order to export we need to import. Therefore, manipulation, especially weakening the currency, may temporarily make exports more competitive, but it will have a very negative impact in terms of the rising prices of imported materials, so it is not a good policy. That is the reason why the Korean Government is not engaged in direct intervention in the currency market.*

**André Cartapanis**

Ce débat sur la surévaluation de la valeur de l'euro, nous l'avons eu en 2006, lorsque l'euro est monté encore plus haut qu'aujourd'hui. Les mêmes arguments avaient été présentés par ceux qui considéraient de façon conventionnelle qu'une baisse de la valeur nominale de l'euro présentait des inconvénients et n'entraînait pas dans les prérogatives de la Banque centrale européenne. Ces arguments sont convaincants. Ils sont cohérents, mais nous étions en 2006 à une époque où la croissance en Europe était élevée et où le taux d'inflation était supérieur à 2 %.

Ce n'est pas la situation dans laquelle nous nous trouvons en 2014. Nous sommes dans une situation de chômage de masse, avec des politiques monétaires expansionnistes qui ont déjà été menées, des taux d'intérêt pratiquement à zéro dont les effets sur les taux de change sont nuls, des politiques budgétaires qui restent très fortement dépressives, une tendance à la déflation, et un désendettement des États et des acteurs privés extrêmement faible en comparaison à ce qu'on a pu observer aux États-Unis.

La conclusion qui semble se dégager de l'ensemble du panel est que la situation actuelle n'est pas optimale, mais qu'on ne peut pas faire grand-chose, qu'on va conserver les mêmes instruments de politique économique, peut-être en accentuant, sur le plan du *quantitative easing*, la politique monétaire, mais que les choses vont s'arranger dans quelque temps. Non, elles ne vont pas s'arranger. La zone euro est menacée aujourd'hui d'une déflagration sociale et d'une contestation politique. Tous les instruments qu'on peut mobiliser – peut-être la dépréciation nominale du taux de change, et pourquoi pas la dévaluation fiscale – doivent absolument l'être.

Nous sommes en 2014. Comme nous l'enseignait un théoricien de la politique monétaire, Ralph G. Hawtrey, dans *The Art of Central Banking*, la politique monétaire dépend du contexte. Ce n'est pas une science, c'est un art qui dépend des conditions dans lesquelles on se trouve.

Cela étant dit, le constat est assez convergent: il y a un problème de surévaluation de l'euro pour nombre de pays membres, mais les chemins à suivre pour arriver à une inflexion ne sont pas les mêmes. On peut viser

### *Échanges*

une dévaluation nominale; on peut utiliser l'arme fiscale; je pense que la dévaluation salariale est extrêmement dangereuse à cause du contexte, parce qu'elle entérine la situation de contraction de l'activité dans les pays du Sud.

Malgré nos divergences, qui ne sont pas des oppositions, chacun est convaincu qu'une évolution à la baisse de l'euro en termes réels aurait beaucoup plus d'avantages que d'inconvénients en cette année 2014.

