

Sur la situation des mésalignements de taux de change après le Brexit

Jamel Saadaoui*

Entre le déclenchement de la crise de l'euro et le vote du Brexit, nous avons assisté à une réduction massive des déséquilibres de balance courante au sein des pays périphériques de la zone euro. Ces réductions peuvent résulter soit d'une compression de la demande intérieure, soit d'une amélioration de la compétitivité extérieure. Dans cette note, nous analysons l'évolution des mésalignements de taux de change pour déterminer si les pays périphériques ont réussi à améliorer leur compétitivité extérieure. Dans l'ensemble, les pays périphériques ont réussi à réduire leurs mésalignements de taux de change à la suite de dévaluations internes.

1. Introduction

Entre le déclenchement de la crise de l'euro et le vote britannique sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, nous avons assisté à une réduction massive des déséquilibres de balance courante au sein de pays périphériques appartenant à l'Union Monétaire Européenne. En effet, la Grèce et le Portugal ont éliminé un déficit courant supérieur à 10 % du PIB, en l'espace de six années, entre 2009 et 2015. Nous observons une situation similaire en Espagne et en Italie qui passent, respectivement, de déficits de l'ordre de 2 % et 4 % du PIB, en 2009, à des excédents courants de l'ordre de 2 % du PIB, en 2015.

Il est indéniable que ces évolutions sont partiellement dues à la compression de la demande interne consécutive au déclenchement de la crise de la zone euro dans ces pays. Néanmoins, nous pouvons penser raisonnablement qu'une partie de ces évolutions est due à une amélioration de la compétitivité extérieure. Afin de démêler ces différents effets (demande interne et/ou compétitivité extérieure), nous allons analyser les évolutions des mésalignements de taux de change à l'intérieur de la zone euro. En effet, les mésalignements de taux de change (c.-à-d. la différence entre le taux de change observé et le taux de change d'équilibre fondamental) ont connu des évolutions contrastées durant la crise.

À l'aide d'une analyse en deux étapes, Jeong et al. (2010) ont montré, qu'en dépit d'une absence de mésalignement de taux de change pour l'euro dans son ensemble, la zone euro était caractérisée par une divergence

croissante, durant les années 2000, en termes de mésalignements de taux de change pour plusieurs États-Membres. Cette divergence des positions respectives des États-Membres en termes de compétitivité extérieure a été un des facteurs sous-jacents de la crise de l'euro. Ainsi, déterminer si les pays périphériques ont amélioré leur compétitivité ou non, semble être essentiel.

Afin de prendre en compte les effets de cycles des affaires désynchronisés, dans la zone euro, sur les balances courantes observées, nous appliquons la correction d'Isard et Faruquee (1998) dans l'approche de Jeong et al. (2010). En effet, si un pays croît en-deçà de son potentiel relatif (c.-à-d. relatif à celui de ses partenaires commerciaux), alors il va générer des excédents courants ou réduire ses déficits courants. Toutefois, lorsque ce pays va atteindre son potentiel relatif (c.-à-d. annuler son écart de production et éliminer la différence entre son écart de production et celui de ses partenaires), ce mouvement va être inversé et la balance courante va se détériorer à nouveau. Dans ce cas, la réduction des déficits courants n'est pas due à une amélioration de la compétitivité extérieure mais à un rythme de croissance inférieur à celui des partenaires commerciaux.

Après s'être assuré que ces effets cycliques ont été corrigés, nous sommes en mesure d'apprécier si ces réductions des déficits courants correspondent réellement à une réduction des mésalignements de taux de change. Dans cette perspective, l'approche du taux de change d'équilibre fondamental (Williamson, 1994) semble particulièrement adaptée. Puisqu'elle se focalise sur les

* Université de Strasbourg (BETA) et Université Paris-Nord (CEPN).

évolutions des déséquilibres intérieurs et extérieurs à moyen terme.

Nos résultats indiquent que les mésalignements de taux de change ont été réduits dans plusieurs pays périphériques. Ces réductions ont été partiellement induites par une amélioration significative de la compétitivité extérieure dans ces pays. Par ailleurs, nous mettons en évidence le fait que l'euro est largement sous-évalué sur la dernière période. Cette sous-évaluation de l'euro peut-être simplement expliquée par le fait que les surévaluations ont été réduites dans plusieurs pays périphériques mais que les sous-évaluations ont été relativement stables dans certains pays du cœur de la zone euro.

Cette note est organisée de la manière suivante. Dans la deuxième section, nous présenterons, de manière succincte, la méthodologie utilisée pour estimer les mésalignements de taux de change. Dans la troisième section, nous détaillerons les estimations des mésalignements de taux de change pour la zone euro et pour plusieurs États Membres. Une dernière section fera le point sur la situation des mésalignements de taux de change après le Brexit.

2. Méthodologie

Afin d'obtenir des estimations de mésalignement de taux de change pour la zone euro dans son ensemble et pour certains États Membres de la zone euro, nous appliquons la méthodologie en deux étapes décrite dans Jeong et al. (2010)¹. Cette approche est basée sur des travaux antérieurs sur la détermination des taux de change d'équilibre fondamentaux. On peut citer, à ce titre, les travaux de Couharde et Mazier (2001), de Borowski et Couharde (2003) et de Jeong et Mazier (2003). Elle consiste à utiliser, dans un premier temps, un modèle de commerce multinational pour les monnaies des économies les plus puissantes dans l'économie mondiale ainsi que pour le reste du monde, puis dans un second temps, un modèle de commerce national simplifié pour les autres pays.

¹ Une description complète de la méthodologie est disponible dans le document de travail du CEPN n° 2016-12 qui est téléchargeable, librement, à cette adresse web : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01394814/document>.

En effet, lors de cette seconde étape, nous utilisons un modèle de commerce national simplifié pour estimer des mésalignements de change au sein de la zone euro pour plusieurs États-Membres. Jeong et Mazier (2003) montrent que les résultats du modèle de commerce national simplifié produit des résultats très similaires à celui du modèle de commerce international pour des pays de taille relativement moyenne voire petite. Il est à noter que les estimations de mésalignements de taux de change en termes effectif réel sont reliées au modèle de commerce multinational.

3. Résultats

3.1. Mésalignements de taux de change pour la zone euro

Dans une perspective globale, la caractéristique la plus frappante de nos résultats est le fait que l'euro est à présent largement sous-évalué. Lors des années 2000, la monnaie la plus sous-évaluée était le yuan chinois. Il y a un consensus croissant sur le fait que le yuan chinois n'est plus sous-évalué puisque la balance courante chinoise est passée d'un excédent de 10 % du PIB en 2007 à un excédent modeste de 2 % du PIB en 2016. En effet, il semblerait que la balance courante chinoise ait rejoint sa valeur d'équilibre².

La sous-évaluation de l'euro, de l'ordre de 20 à 25 % sur la dernière période, n'est pas surprenante dans la mesure où plusieurs pays périphériques de la zone euro ont réduit leurs surévaluations à la suite de dévaluations internes et que certains pays du cœur de la zone euro ont maintenu leurs sous-évaluations. Sur la dernière période, l'écart de balance courante (c.-à-d. la différence entre la balance courante observée et la balance courante d'équilibre) devient largement

² Les balances courantes d'équilibre sont obtenues à l'aide de régressions en données de panel comme dans Saadaoui (2015). Nous utilisons des déterminants de moyen terme des balances des opérations courantes tels que les ratios démographiques, la structure des actifs extérieurs ainsi que les taux de croissance de la productivité. Le but de la démarche étant de déterminer une balance courante structurelle c'est-à-dire qui ne soit pas financé par le reste du monde (ou qui finance le reste du monde) pour des motifs de spéculation financière.

positif en raison des mouvements dans la périphérie. La balance courante passe d'un léger excédent de 0,5 % du PIB en 2010 à un peu moins de 3 % du PIB en 2014. Cette valeur semble largement dépasser la balance courante d'équilibre qui selon nos estimations devrait être légèrement déficitaire.

Lors de la seconde partie des années 2000, nous avons été témoins d'une vive opposition entre un dollar américain surévalué et un yuan chinois sous-évalué qui a alimenté de nombreuses tensions politiques illustrées par Bergsten (2010). Après l'éclatement de la crise de l'euro et la réduction des déséquilibres globaux observé à la suite du début de la Grande Récession, il semblerait que le dollar américain et le yuan chinois soient proches de leurs valeurs d'équilibre. Toutefois, cette réduction n'est pas le fruit d'une coopération monétaire internationale, d'ailleurs un retour des mésalignements de taux de change n'est pas exclu pour le dollar américain et pour le yuan chinois.

En dépit de réductions assez nettes des mésalignement de taux de change pour les deux plus grandes économies à l'échelle mondiale, les mésalignements de taux de change n'ont pas été réduits de manière uniforme pour les autres partenaires du modèle de commerce multinational. La livre sterling est, à présent, la monnaie la plus surévaluée à l'échelle globale. Sur la dernière période, la livre sterling est surévaluée de l'ordre de 15 à 20 % en termes effectif réel et de l'ordre de 5 à 10 % en termes bilatéral vis-à-vis du dollar américain.

En 2015, la valeur d'équilibre de la livre sterling, produite par notre approche, est de 1,37 dollar américain par livre sterling alors que la valeur observée sur le marché des changes était de 1,53 dollar américain par livre sterling. Ces évolutions reflètent la divergence croissante des économies au sein de l'Union Européenne.

3.2. Mésalignements de taux de change au sein de la zone euro

Désynchronisation du cycle des affaires au sein de la zone euro

Comme le soulignent Jeong et al. (2010), le mésalignement de taux de change pour la zone euro, dans son ensemble, ne reflète pas nécessairement le mésalignement de taux de change spécifique à chacun des États Membres de l'Union Monétaire Européenne. Ainsi, il paraît pertinent d'estimer un taux de change d'équilibre fondamental pour chacun

des États Membres puisqu'il reste des différences assez marquées en termes d'inflation, dans la structure du commerce extérieur et en termes de spécialisation internationale.

D'une part, depuis le début de la crise de l'euro, on peut observer que les écarts de production domestiques de l'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce sont systématiquement inférieurs à ceux de leurs partenaires commerciaux. Cette caractéristique frappante indique que lorsque ces pays vont éliminer leurs écarts de production relatifs, terme que l'on a défini plus haut, ils vont subir une réduction de leurs excédents courants ou une augmentation de leurs déficits courants. En d'autres termes, il semble très peu pertinent d'inférer *a priori* que la compétitivité extérieure s'est améliorée simplement en raison d'une réduction massive des déficits courants lors d'une crise économique où la demande agrégée s'est effondrée.

D'autre part, alors que la France et la Finlande semblent être dans des positions relativement équilibrées, les écarts de production domestiques de l'Allemagne et de l'Irlande sont supérieurs à ceux de leurs partenaires commerciaux lors de la dernière période. Ceci signifie que la balance courante sous-jacente³ est plus élevée (que la balance courante observée) dans ces derniers pays puisque les pays étrangers vont importer plus lorsqu'ils élimineront leurs propres écarts de production. Nous pouvons noter que seul l'Irlande a réussi le passage d'un écart de production (relatif) négatif à un écart de production (relatif) positif depuis le début de la crise de l'euro. Cette évolution est partiellement due au fait que l'économie irlandaise est très ouverte aux flux commerciaux. Contrairement, à l'économie grecque ou portugaise, des exemples de petites économies semi-fermées, l'économie irlandaise est particulièrement encline à récolter les bénéfices des dévaluations internes à long terme⁴.

Réduction des mésalignements de taux de change au sein de la zone euro

³ La balance courante sous-jacente désigne la balance courante qui a été corrigée des effets conjoncturels dus au fait que les partenaires commerciaux ont différentes positions dans le cycle.

⁴ Saadaoui et al. (2013) fournissent des évidences empiriques montrant que l'ouverture commerciale est un déterminant non-linéaire des mésalignements de taux de change. En effet, plus le pays est ouvert au commerce extérieur, plus la valeur absolue du mésalignement de taux de change est faible.

Selon nos estimations, les réductions des déficits courants, qui ont été observées depuis le début de la crise de la zone euro, se sont bien accompagnées de réductions importantes des mésalignements de taux de change en Italie, en Espagne, au Portugal et dans une moindre mesure en Grèce. Dans l'ensemble, ces pays ont réussi à améliorer leur compétitivité extérieure afin de réduire leurs déficits courants. En effet, sur la dernière période, l'économie espagnole, l'économie italienne et l'économie portugaise sont proches de l'équilibre avec des mésalignements de taux de change inférieurs à 5 % en valeur absolue. Toutefois, sur cette même période, l'économie grecque souffre toujours d'une surévaluation supérieure à 15 % qui semble endommager son potentiel de croissance.

Ces évolutions se reflètent dans une appréciation du taux de change d'équilibre fondamental. En effet, lorsque le taux de change d'équilibre fondamental s'apprécie, le pays est en mesure d'être compétitif sur les marchés étrangers avec des prix plus élevés en cas d'amélioration structurelle de sa compétitivité. Inversement, lorsque le taux de change d'équilibre fondamental se déprécie alors, le pays a besoin de prix plus faibles pour être compétitif sur les marchés étrangers dans le cas d'une détérioration structurelle de sa compétitivité extérieure. Toutefois, si nous avons assisté à des évolutions cycliques de la compétitivité, nous pouvons douter de la soutenabilité de telles évolutions.

En effet, si nous avons assisté à des évolutions cycliques de la compétitivité⁵ induites par des dévaluations internes, alors nous pouvons craindre que ces évolutions favorables soient renversées lors d'une future appréciation de l'euro en termes effectif réel. Le cas de l'Irlande est très intéressant car il pourrait illustrer le cas d'une amélioration structurelle de la compétitivité. En effet, l'Irlande possède plusieurs caractéristiques spécifiques qui sont particulièrement utiles pour récolter les bénéfices des dévaluations internes à long terme.

Comme l'économie irlandaise est très ouverte au commerce extérieur, un changement dans les prix relatifs affecte une grande part de son

PIB. De plus, puisque ses parts de marché à l'exportation sont plus orientées vers les États-Unis, l'économie irlandaise est plus isolée des évolutions adverses dans la zone euro que ne le sont des pays comme la Grèce ou le Portugal. On peut raisonnablement penser que l'économie irlandaise est un exemple d'une économie très ouverte/très flexible dans laquelle les dévaluations internes (c.-à-d. une réduction des prix relatifs *via* une compression des coûts salariaux relatifs) pourraient possiblement générer des effets positifs à long terme. Il semble clair que certains pays périphériques tels que la Grèce ou le Portugal ne possèdent pas les mêmes caractéristiques que celles susmentionnées pour l'Irlande.

4. Conclusion

Entre le déclenchement de la crise de l'euro et le vote britannique sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, nous avons assisté à une réduction massive des déséquilibres de balances courantes au sein de pays périphériques appartenant à l'Union Monétaire Européenne. Ces réductions peuvent résulter soit d'une compression de la demande intérieure, soit d'une amélioration de la compétitivité extérieure. Le but de cette note fut de déterminer dans quelle mesure les mésalignements de taux de change ont été réduits dans ces pays. En effet, une réduction du mésalignement de taux de change peut refléter partiellement une amélioration de la compétitivité vis-à-vis de l'étranger.

Dans une perspective globale, une des caractéristiques les plus frappantes de nos résultats est que l'euro est largement sous-évalué sur la dernière période. Cette sous-évaluation de l'euro peut être simplement expliquée par le fait que les surévaluations ont été réduites dans plusieurs pays périphériques mais que les sous-évaluations ont été relativement stables dans certains pays du cœur de la zone euro. De manière assez remarquable, sur la dernière période, si le yuan chinois et le dollar américain semblent être proches de leurs valeurs d'équilibre, la livre sterling semble être largement surévaluée.

Dans la zone euro, nos résultats indiquent que les mésalignements de taux de change ont été réduits en Italie, en Espagne, au Portugal et, dans une moindre mesure, en Grèce. Ces

⁵ Saadaoui (2011) propose une distinction intéressante entre évolution cyclique de la compétitivité et évolution structurelle de la compétitivité basée sur les mouvements du taux de change d'équilibre fondamental.

résultats indiquent que ces pays ont réussi à améliorer leur compétitivité extérieure, même lorsque l'on corrige les balances courantes de la désynchronisation du cycle des affaires (c.-à-d. de la compression des demandes internes). Toutefois, ces améliorations pourraient n'être que temporaires. En effet, comme nous pouvons le constater avec le cas irlandais, une économie doit être très ouverte au commerce extérieur pour récolter les bénéfices des politiques de dévaluations internes à long terme.

Finalement, ces gains de compétitivité obtenus *via* des politiques de dévaluations internes peuvent être préservés uniquement si les pays réussissent à améliorer leurs compétitivités hors-prix (c.-à-d. la qualité des biens et services échangés), leurs taux d'ouverture commerciale et leurs spécialisations internationales. Il semble assez clair que ces évolutions ne vont pas être réalisées à court-moyen terme. En effet, la divergence croissante des États Membres implique que nous devons rejeter les approches uniformes dans la conception de politiques économiques destinées à améliorer la compétitivité extérieure dans la zone euro.

Bibliographie

- Bergsten, F. (2010). We can fight fire with fire on the renminbi. *Financial Times*.
- Borowski, D. and Couharde, C. (2003). The exchange rate macroeconomic balance approach: New methodology and results for the euro, the dollar, the yen and the pound sterling. *Open Economies Review*, 14(2):169–190.
- Carton, B. and Hervé, K. (2012). Estimation of consistent multi-country FEERs. *Economic Modelling*, 29:1205–1214.
- Cline, W. R. (2008). Estimating consistent fundamental equilibrium exchange rates. Working Paper 08-6, Peterson Institute for International Economics.
- Couharde, C. and Mazier, J. (2001). The equilibrium exchange rates of European currencies and the transition to euro. *Applied Economics*, 33(14):1795–1801.
- Isard, P. and Faruquee, H. (1998). Exchange rate assessment: Extension of the macroeconomic balance approach. Occasional paper 167, International Monetary Fund.
- Jeong, S.-E. and Mazier, J. (2003). Exchange rate regimes and equilibrium exchange rates in East Asia. *Revue économique*, 54(5):1161–1182.
- Jeong, S.-E., Mazier, J., and Saadaoui, J. (2010). Exchange rate misalignments at world and European levels: A FEER approach. *International Economics*, 121(3):25–58.
- Saadaoui, J. (2011). Exchange rate dynamics and fundamental equilibrium exchange rates. *Economics Bulletin*, 31(3):1993–2005.
- Saadaoui, J. (2015). Does financial openness explain the increase of global imbalances before the crisis of 2008? *International Economics*, 143:23–35.
- Saadaoui, J., Mazier, J., and Aflouk, N. (2013). On the determinants of exchange rate misalignments. *Applied Economics Letters*, 20(18):1608–1610.
- Williamson, J. (1994). *Estimating equilibrium exchange rates*. Peterson Institute for International Economics.