

Session 16

Y a-t-il guerre des monnaies entre les grands pays ?

Laurent Mignon

Natixis

Il est souvent avancé que les grands pays se livrent une guerre des monnaies, c'est-à-dire qu'ils cherchent à déprécier artificiellement leur taux de change pour stimuler leurs économies via le commerce extérieur. Par exemple, la devise chinoise serait selon le FMI, sous-évaluée de 5 à 10% en termes réels en 2013. Évidemment, une sous-évaluation de certaines devises signifie que d'autres sont surévaluées, ce qui freine les exportations des partenaires commerciaux.

Maintenant, doit-on interpréter la politique monétaire ultra-expansionniste des grands pays de la planète comme un acte de guerre de monnaies ? On pourrait le croire, à en juger par la forte croissance de la liquidité créée par les Banques Centrales aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Chine, dans les pays de l'OPEP, mais pas dans les autres pays émergents ou dans la zone euro.

Au moment de la crise de 2008, les pays de l'OCDE ont mis en place des politiques monétaires très expansionnistes pour accroître la liquidité des banques et soutenir l'économie. Ceci s'est fait par du *Quantitative Easing* (extension de la taille du bilan des banques centrales par augmentation de la liquidité bancaire et/ou par des achats de titres sans risque) et par du *Credit Easing* (augmentation du risque pris sur le bilan des banques centrales).

En 2014, les États-Unis sortent du *Quantitative Easing*. Ce n'est pas le niveau du change mais bien l'amélioration de l'économie réelle qui conduit la Fed à ralentir ses achats d'actifs.

Au Japon, l'objectif central des « Abenomics » était de sortir le pays de la déflation et s'est traduit par un doublement de la base monétaire en deux ans afin de financer des achats d'obligations du Trésor.

Dans la zone euro, la pression pour que la BCE mette en place un *Quantitative Easing* vient principalement du risque de déflation.

Sur les taux de change, le *Quantitative Easing* utilisé par les pays de l'OCDE a des effets différents. Le dollar américain est resté fort, la Livre Sterling s'est appréciée et le yen s'est déprécié.

Pour les pays émergents, la logique est différente. Nombreux sont ceux qui ont un régime de change « peggé » sur le dollar et ne sont donc pas libres de leur politique monétaire. Par ailleurs, les pays exportateurs de matières premières accumulent des réserves de change afin d'éviter que leurs excédents structurels conduisent à une appréciation continue de leurs devises. Enfin, la Chine, bien qu'accumulant beaucoup de réserves depuis 2005, a laissé le RMB fortement s'apprécier en termes réels. La très récente dépréciation n'a pas inversé cette tendance.

Ainsi, il semble difficile d'évoquer une véritable guerre des monnaies, compte tenu de la multiplicité des situations nationales.

Cependant, l'euro est surévalué

Indépendamment d'une guerre des monnaies, il n'en reste pas moins que l'euro est surévalué d'environ 20%, soit un cours cible à 1,10/1,20 vis-à-vis du dollar.

On constate que durant les périodes où l'euro s'apprécie fortement (2002 /08 et 2013), les exportations de la zone croissent moins vite que le commerce mondial. Il serait donc logique que les pays de la zone euro poussent la BCE à organiser une dépréciation de l'euro.

Cependant, tous les pays de la zone ne sont pas dans la même position. L'Allemagne profite d'un euro fort, avec des exportations très peu sensibles à leur prix et beaucoup d'importations hors zone euro. En revanche, la France, l'Espagne et l'Italie dont les exportations ont une élasticité-prix élevée, ont besoin

d'un euro faible. C'est pourquoi, il est difficile de faire émerger une position commune sur le taux de change en Europe.

Même si les gouvernements obtenaient de la BCE qu'elle essaye de déprécier l'euro, quelles pourraient être ses actions?

Il faut d'abord rappeler que l'appréciation de l'euro vient largement de l'excédent extérieur croissant de la zone et des achats des investisseurs non-résidents en actifs financiers de la zone euro.

En juin 2014, la BCE a mis en place des taux d'intérêt négatifs sur les réserves déposées en excès par les banques dans ses livres. Pour que l'impact de cette mesure soit significatif, il faudrait que ces dernières soient très nettement supérieures à leur niveau actuel de 120 Mds€. En outre, les banques devraient « swapper » ces réserves en devises, ce qui n'est pas encore observé.

Si la BCE utilisait le *Quantitative Easing*, il faudrait que le cash généré par les ventes soit investi dans des actifs en devises, en quantité suffisamment importante pour compenser l'excédent extérieur de la zone euro. Or, ces investisseurs sont principalement des acteurs de la zone euro et donc, ont le plus souvent une préférence pour les actifs en euros, puisque leurs passifs sont en euros. Ceci amoindrit l'efficacité du *Quantitative Easing*. De plus, en annonçant un programme d'achats d'actifs domestiques, la BCE risque d'attirer des investisseurs étrangers sur ces marchés, ce qui peut conduire à faire monter le cours de l'euro. Il n'est donc pas acquis que le *Quantitative Easing* affaiblisse la devise. C'est le paradoxe que la Banque d'Angleterre a découvert en achetant des *Gilts*¹.

Si la BCE accumulait des réserves de change en devises (en dollars), il faudrait que cette accumulation soit de grande taille pour avoir un impact. Cela reviendrait à utiliser l'excédent extérieur de la zone euro pour le prêter au Trésor des États-Unis, donc à priver l'économie européenne d'une source de financement.

En conclusion, si l'utilisation ponctuelle de politiques de changes « agressives » fait partie de l'arsenal économique classique, la réalité d'une guerre des changes n'est pas évidente. Concernant l'euro, la monnaie est surévaluée mais l'hétérogénéité des intérêts nationaux rend une position commune complexe à atteindre. L'impact d'un *Quantitative Easing* sur l'euro n'est pas évident et le bénéfice pour l'économie européenne de l'accumulation de réserves de change n'est pas du tout certain. Plus fondamentalement, il paraît important de ne pas éluder les problématiques de performances économiques en posant le débat du taux de change.

¹ Obligations d'État britanniques