Guerre des monnaies, la fin d'une ère? : Scénarios et enjeux

Autor(en): **[s.n.]**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **72 (2014)**

Heft 3

PDF erstellt am: **14.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-823255

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

GUERRE DES MONNAIES, LA FIN D'UNE ÈRE? SCÉNARIOS ET ENJEUX

LA GUERRE DES MONNAIES

En préambule, Christian de Boissieu, professeur à la Sorbonne et au Collège d'Europe, membre du Collège de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), spécialiste des questions monétaires et financières, souligne que les problèmes fondamentaux de l'Union européenne et de la zone euro ne sont pas des problèmes monétaires, mais d'économie réelle. La croissance potentielle, qui est le point autour duquel oscille la croissance économique d'un État, est trop faible dans la plupart des pays d'Europe. Le Royaume-Uni constitue une exception, avec une croissance potentielle de 2% par an. En revanche, celle de la France, affectée par la crise, se situe autour de 1% par an. La croissance potentielle d'un pays dépend de trois facteurs: la démographie (la croissance de la population active), la quantité de travail sur le cycle de vie (le temps de travail et l'âge de la retraite) et les gains de productivité assujettis à l'investissement et à l'accumulation de capital. En Europe continentale, elle est nettement inférieure à celle des États-Unis (2,5%), puisqu'elle se situe actuellement entre 1 et 1,3%. Afin de faire rebondir la croissance potentielle, l'Europe doit prendre des mesures structurelles qui concernent à la fois le marché du travail, le marché des biens et services et la réforme des retraites.

L'ère du protectionnisme déguisé

Depuis le début de la crise mondiale, il y a eu assez peu de montée du protectionnisme officiel malgré la gravité de la situation. En effet, le G20, quelque soit les critiques que l'on puisse lui adresser en termes de non-effectivité, a éloigné la menace du chacun pour soi, en réunissant autour d'une table les grands pays avancés et les pays émergents. Cependant, il y a eu, depuis 2007-2008, des réactions un peu plus insidieuses, que l'on appelle le protectionnisme déguisé. Un pays soucieux de protéger son marché édicte un certain nombre de normes et de standards afin de limiter l'arrivée de produits qu'il ne souhaite pas voir rentrer sur son territoire.

Montée de la guerre des monnaies

Dans le contexte dépeint plus haut, il y a eu une montée de la guerre des monnaies, un terme remis à la mode par le ministre des Finances brésilien. À l'époque (2009), la Réserve fédérale avait déjà commencé sa politique monétaire non-conventionnelle face à la gravité de la crise. Les Brésiliens la jugeaient agressive. Même si la banque centrale américaine n'avait pas pour objectif de faire baisser le dollar, cela avait eu pour conséquence de le faire baisser. Pour le Brésil, pays émergent, les États-Unis, en jouant la carte de la baisse du dollar, provoquaient une hausse du réal, ce qui n'était pas loyal. Même cas de figure pour la Corée du Sud, qui considérait les États-Unis comme un acteur de la guerre des changes. Cependant, l'histoire se retourne assez rapidement et les arguments peuvent changer au cours du temps en fonction

des circonstances. Au moment du début de la déprime aux États-Unis, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle allait ralentir les achats de titres sur les marchés. Début 2013, il y a eu des sorties de capitaux des pays émergents: Inde, Turquie, Afrique du Sud, Argentine. Les mêmes pays qui se plaignaient de l'excessive appréciation de leur devise par rapport au dollar, ont déploré depuis 2013 son excessive dépréciation, liée à leurs yeux aux sorties de capitaux.

La protection du marché industriel par sous-évaluation de la devise

Vit-on dans un monde où certains pays jouent, délibérément, la carte de la sous-évaluation de leur monnaie? Il faut d'abord rappeler qu'il s'agit de la manière la plus efficace de protéger son marché industriel. La gouvernance mondiale est responsable de cet état de fait. Nous vivons dans un monde de séparation des pouvoirs: l'OMC s'occupe des problèmes de commerce et le FMI des problèmes de changes. Christian de Boissieu insiste sur l'importance d'une Organisation du commerce plus effective et des passerelles supplémentaires avec les organismes spécialisés dans la finance. Les conditions macroéconomiques actuelles poussent donc chaque pays ou zone à jouer la carte de la sous-évaluation de sa devise. La première raison à cela est que la demande intérieure à long terme n'est pas suffisante dans beaucoup de pays. Il faut par conséquent focaliser sur la demande externe, que l'on dope par les taux de change. La seconde raison est la configuration d'inflation zéro dans les pays développés. À l'exception des États-Unis (proche de 2%), l'inflation est trop basse. Dans la zone euro, elle se situe à 0,3% sur douze mois. Cela signifie qu'il y a des pays, des secteurs de l'économie, des entreprises en déflation. Il est clair qu'une voie pour essayer de «reflater» l'économie est de laisser flotter son taux de change. Dans les années 70 marquées par des taux d'inflation à deux chiffres, la tentation de la guerre des changes était moins forte. À ce moment-là, la dépréciation de la devise accentuait l'inflation. Actuellement, le contexte est inverse. Dans une phase de crise, où il n'y a pas de croissance, trop de chômage, pas assez d'inflation et une demande intérieure insuffisante, l'attrait pour la guerre des changes est très fort.

Relancer le crédit

Pour la zone euro, comment et en combien de temps est-il possible de passer de 0,3% d'inflation annuelle à un taux proche de 2%, objectif de la BCE? La baisse de l'euro ne modifiera pas les perspectives de croissance potentielle de la zone. Selon Christian de Boissieu, les pays avancés (Japon et la plupart des pays européens) sont durablement, soit pour trois à quatre ans, installés dans un contexte d'inflation trop basse. C'est là qu'intervient le débat sur les réserves. La politique de circuit prévaut dans la zone euro: la BCE prête aux banques qui elles-mêmes prêtent à la BCE. Le fait d'avoir un taux d'intérêt négatif (-0,2% actuellement) sur les facilités de dépôt n'empêche pas les banques de la zone, pour des raisons de risques, de conserver 130 milliards d'euros auprès de la BCE, alors qu'elles doivent payer pour maintenir ces réserves. Dans de telles circonstances, comment peut-on faire repartir le crédit? L'un des moyens est d'exploiter les marges de manœuvre disponibles et investir massivement en utilisant davantage la BEI (Banque européenne d'investissement). Sa mission est d'emprunter sur les marchés pour prêter, et elle pourrait le faire davantage vers les pays membres sans dégradation de son rating.

L'euro, maillon faible de la guerre des changes

Le premier acteur de cette guerre des changes est le Japon, qui tente tout pour faire baisser le yen et retrouver un peu de compétitivité et d'excédent commercial. Cependant, la seule conséquence de cette politique pour le moment est de dégrader la balance commerciale, alors que le ballon d'oxygène sur les exportations se fait toujours attendre. Le deuxième protagoniste sont les États-Unis, assez satisfaits de la sous-évaluation du dollar. Le troisième est la Grande-Bretagne, qui a pu compter sur la réactivé de sa banque centrale, beaucoup plus forte que celle de la BCE. Les Britanniques sont également assez satifaits d'une livre sterling pas trop chère. En numéro quatre figurent les pays émergents. Certains d'entre eux sont passés d'une situation où leur devise était trop basse à une situation où elle était trop haute. La Chine est également un acteur de la guerre des monnaies. Elle a réévalué le yuan de 25 à 30% depuis 2000. Ses réserves de change se montent à 4000 milliards de dollars, les fonds souverains représentant le tiers d'entre elles. Le cinquième acteur de la guerre des changes est la zone euro, qui en constitue le maillon faible. Le taux de change de l'euro a longtemps été la résultante de la politique des autres banques centrales. Depuis le mois de juin 2014, Mario Draghi, président de la BCE, a accentué la politique non conventionnelle, ce qui explique la légère baisse de l'euro par rapport au dollar. Pour les économistes, le taux de change d'équilibre entre euro et dollar, basé sur la parité des pouvoirs d'achat, se situe plutôt entre 1.10 et 1.15, alors qu'il est à 1.30 actuellement. Par conséquent, en dépit de la crise dans la zone euro, le taux de change est toujours surévalué.

Le monde est organisé autour de deux devises

Il faut considérer la guerre des monnaies comme un rapport de force et une lutte de pouvoir. Actuellement, le système monétaire international s'organise autour de deux devises, le dollar et l'euro, avec une forte avance pour la première. Selon les chiffres du FMI, en août 2014, la composition des réserves de changes des banques mondiales (en dehors de l'or) est la suivante: le dollar, contesté sans être remplacé, représente 61% de ces réserves. L'euro tient la deuxième position avec 24%. Il reste, par conséquent, des miettes pour les autres devises. Le yuan ne peut pas être pris en compte, car il n'est pas encore totalement convertible. Le yen (4% des réserves de changes) n'est plus une véritable monnaie internationale. La livre est présente à hauteur de 3,9%, le dollar canadien 1,9% et le franc suisse 0,3%. La BCE fait régulièrement un travail empirique sur l'euro. En juillet 2014, elle a fait le même constat, en se basant sur la facturation du commerce mondial, les émissions obligataires et les opérations sur le marché des changes.

Prospectives: les monnaies de référence dans dix ans

Selon Christian de Boissieu, l'euro sera toujours présent dans dix à quinze ans, car l'Allemagne fera tout ce qu'il faut pour le maintenir. En effet, il n'est pas dans son intérêt que la zone euro implose. Il y a certes des conditions à cette survivance de l'euro. En effet, la persistance des problèmes économiques pourrait finir par miner sa crédibilité. Depuis quatre ans, la crise n'est pas celle de l'euro en tant que monnaie de référence, puisque la devise n'a pas baissé. Les Chinois ne l'ont pas vendue, ce qu'ils auraient fait si tel avait été le cas. Ils ont besoin d'une monnaie de diversification et il ne peut s'agir que de l'euro. Celui-ci peut donc survivre à condition que les Européens fassent ce qu'il faut en termes de gouvernance éco-

nomique et politique, d'intégration et de coordination des politiques macroéconomiques. Christian de Boissieu prédit que le monde passera, dans 10 à 15 ans, d'un duopole dollar - euro à une triade dollar – yuan – euro. En effet, le yuan, devenu pleinement convertible, sera une monnaie de réserve et concurrencera le dollar.

GUERRE DES MONNAIES: REGARD D'UN EUROSCEPTIQUE

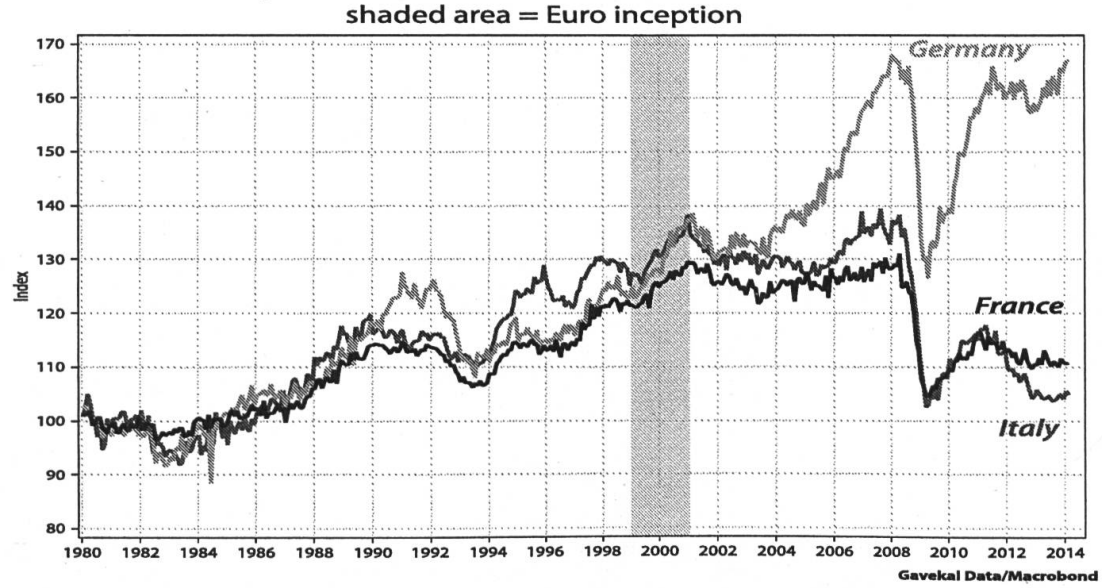
Selon Charles Gave, fondateur et associé de GaveKal, société de recherche et de conseil en gestion d'actifs basée à Hong Kong, c'est la politique de la Réserve fédérale qui a provoqué la sous-évaluation actuelle du dollar. Pendant la crise de 2008, la banque centrale américaine a massivement augmenté la quantité de monnaie et fait baisser les taux courts. Depuis lors, elle a continué de faire croître la masse monétaire, face à l'écroulement de la vitesse de circulation de la monnaie. Cependant, la Réserve fédérale a commis l'erreur de maintenir les taux courts à zéro, en d'autres termes, d'offrir une rentabilité négative à l'épargnant. Une telle politique provoque des dégâts importants sur les autres économies mondiales. Le dollar étant une monnaie de référence, les autres pays l'utilisent pour commercer entre eux. Lorsque la Fed décide de maintenir des taux réels négatifs, elle envoie le message suivant aux épargnants hors des États-Unis: nous ne voulons pas de votre argent et donc nous ne sommes pas prêts à le rémunérer. La réaction ne se fait pas attendre: les épargnants cessent d'envoyer leur argent aux États-Unis et le dollar s'écroule. Cette sous-évaluation a permis une amélioration des comptes courants américains. Ils sont passés, depuis 2006, d'un déficit d'environ 7% du PIB américain à un déficit d'environ 3%. Ceci s'est fait au détriment de pays comme la France, l'Italie ou l'Espagne, qui ont perdu des parts de marché et se retrouvent simultanément en récession et en déficit extérieur. Cela les force à suivre une politique monétaire restrictive en plein milieu d'une récession. Les États-Unis ne comprennent pas le rôle de la monnaie de réserve, qui est de fournir des liquidités au reste du monde. Pour que les autres disposent de ces réserves, il faut que les États-Unis aient un déficit des comptes courants. Sinon, le système ne fonctionne pas. Les États-Unis retournent à l'équilibre et le monde va à la faillite. Dans la guerre des monnaies, les États-Unis jouent un rôle déterminant en maintenant le dollar sous-évalué.

EUROPE: TROP DE MAISONS EN ESPAGNE, TROP DE FONCTIONNAIRES EN FRANCE ET TROP D'USINES EN ALLEMAGNE

De 1960 à 2000, la production industrielle de la France, l'Espagne et l'Allemagne convergeait sans arrêt. Quand l'Allemagne dépassait tout le monde, les autres pays dévaluaient un peu leur monnaie nationale et retrouvaient leur compétitivité. L'euro a été conçu pour que ces économies convergent, mais elles ne cessent de diverger depuis sa création (voir illustration). Lorsque la monnaie unique a été lancée, Charles Gave, dans son livre *Des lions menés par des ânes*, avait estimé que l'introduction de la monnaie unique allait mener à trop de maisons en Espagne, trop de fonctionnaires en France et trop d'usines en Allemagne. L'économiste souligne qu'il n'y a pas de solution, car nous avons bâti un système qui ne peut pas marcher.

And to add insult to injury, the Fed is following a Policy of weak dollar. As a result the US current account is improving

Southern Europe is being crucified on a cross of Euro



Source: GaveKal Capital Limited

Confidential to recipient; not for reproduction or redistribution. Please refer to final pages for Important Disclosures.

Scénario de baisse de l'euro

Dans un scénario de baisse de l'euro, une idée de la France, l'Allemagne, le producteur marginal le plus efficace actuellement, sera le grand gagnant. Nous sommes actuellement sur la parité des pouvoirs d'achat USD/DEM. Le franc est surévalué de 10%, la peseta et la lire de 20%. En cas de dévaluation de l'euro, les Allemands seront les grands vainqueurs, au détriment de la France, l'Italie et l'Espagne, alors que ce qui fait la richesse de l'Europe, c'est sa diversité. Si une entreprise italienne, française ou espagnole dispose d'un cash flow positif, elle remboursera sa dette, la rentabilité du capital étant inférieur au coût du capital. Cela signifie que les banques européennes auront dans leur portefeuille toutes les compagnies qui ne peuvent pas rembourser leurs dettes car elles n'ont pas une rentabilité suffisante du capital.

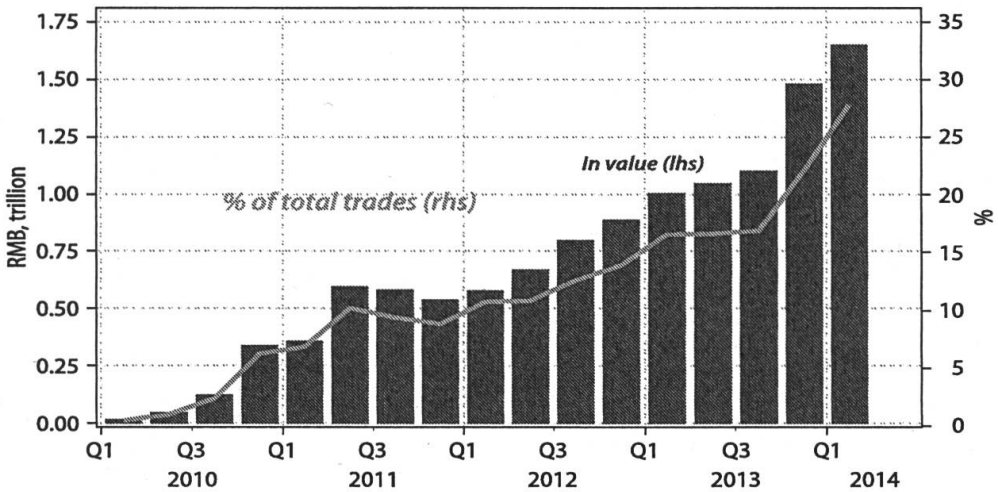
L'émergence du yuan comme monnaie de réserve

La Chine est le seul pays du monde qui, aujourd'hui, a compris que, pour avoir de la croissance, il faut qu'il y ait un prix de marché pour son taux de change et son taux d'intérêt. En 2009, ses ventes avec la Corée avaient baissé de 25%. Les deux pays commerçaient alors en dollars, qui étaient fournis par les banques françaises. Six mois après la faillite de Lehman Brothers, il n'y avait plus un fonds de trésorerie qui rachetait un papier émis par les établissements de l'Hexagone. D'un seul coup, le commerce entre la Corée et la Chine s'est écroulé parce que les moyens de paiement n'étaient plus disponibles, la fonction de transaction du dollar n'étant plus remplie. Désirant en terminer avec ce ménage à trois, les Chinois sont allés voir les Coréens et leur ont donné un swap illimité dans leur monnaie. Dans le même temps, ils ont accepté que la Corée paie dans sa monnaie locale. En cinq ans, la Chine est passée de 0% à 25% de son commerce extérieur en yuan (voir illustration page 37).
Si les pays asiatiques réussissent à créer une zone autonome de liquidités, indépendante du dollar, centrée autour du yuan et gérée un peu comme l'était autrefois la zone européenne avec le deutschemark (voir illustration page 37), l'Asie bénéficiera d'une croissance économique assurée et d'une liquidité contrôlée et adaptée à la région. Cela passera par l'émergence d'une nouvelle grande monnaie, le yuan.

Can China and the RMB step up to the plate?

More trade is being settled in CNY

RMB trade settlement



Gavekal Data/Macrobond

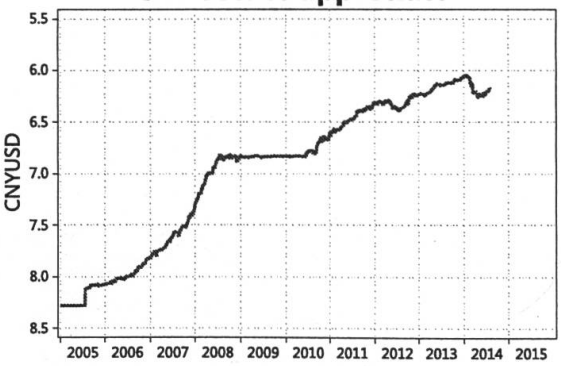
Source: GaveKal Capital Limited
Confidential to recipient; not for reproduction or redistribution. Please refer to final pages for Important Disclosures.

As China tries to replicate within the emerging market world what Germany did in Europe in the 1970s, RMB bonds are to portfolios what the Bunds of the 1970s

DEM during the first decade of internationalisation

Gavekal Data/Macrobond

CNY sets to appreciate



Gavekal Data/Macrobond

Source: GaveKal Capital Limited
Confidential to recipient; not for reproduction or redistribution. Please refer to final pages for Important Disclosures.