

## Questions relatives au **change** (interview des Echos)

### 3.1 Quelle est la **stratégie américaine** en matière de change ?

La position du Département du Trésor américain en matière de change est claire : **un dollar fort est dans l'intérêt des Etats-Unis**. Récemment, **Tim Geithner**<sup>1</sup> et Larry Summers ont encore réitéré leur attachement à « un dollar fort sur la base de fondamentaux solides ». L'Eurosystème partage cette opinion et Jean-Claude Trichet a encore déclaré<sup>2</sup> il y a peu de temps qu'il était important que les politiques économiques américaines aillent en ce sens et qu'une **volatilité excessive** des changes avait des **conséquences négatives** pour l'activité.

### 3.2 A quel niveau l'euro devient-il un vrai danger pour l'économie ?

L'impact de la parité de l'euro sur l'économie ne se mesure **pas uniquement** en observant la **parité bilatérale** avec une autre monnaie. L'évolution de la parité de l'euro avec le dollar est certes importante, mais il faut prendre en compte l'évolution de l'euro par rapport à **l'ensemble des devises des pays partenaires** pour connaître l'impact du change sur le commerce extérieur. Grâce à l'euro, l'évolution du change n'a **plus d'impact sur plus de la moitié des échanges commerciaux de la France**, ceux avec les pays qui appartiennent à la zone euro, qui figurent parmi nos principaux partenaires

Par ailleurs, **l'évolution des coûts relatifs** est également un déterminant de notre compétitivité et de notre commerce extérieur. Il faut prendre en compte l'évolution de nos prix par rapport à ceux de nos partenaires commerciaux.

Ainsi, le **taux de change effectif réel** de la France par rapport à un ensemble de **56 pays partenaires**, qui reflète la compétitivité prix de l'économie française, n'est **supérieur** que de **4%** par rapport à sa moyenne de long terme (1993-2009).

Les derniers résultats du **commerce extérieur** français ne marquent pas de détérioration répétitive (contribution de +0,8 au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2009).

### 3.3 Comment éviter que l'euro soit la devise d'ajustement de l'ensemble du système ?

---

<sup>1</sup> Newseum de Washington D.C. le 1<sup>er</sup> octobre : *"a strong dollar is very important to this country, I mean that, and it's very important that people recognize it"*;

<sup>2</sup> Introductory statement with the Q&A, 0810/09: we, the Governing Council of the ECB, believe that excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and for financial stability. And, as you know, we are in agreement in this respect on both sides of the Atlantic. We will continue to monitor the exchange markets closely and cooperate as appropriate. I would also say that I trust that the statement of the US authorities on the strong-dollar policy is extremely important in the present circumstances. When the Secretary of the Treasury and our friend Ben Bernanke say that a strong dollar is in the interests of the US economy and that they are pursuing a strong-dollar policy, this is a judgment that is obviously very important for us and for the global economy.

- Depuis 2007, c'est-à-dire avant le déclenchement de la crise, on a pu constater un réalignement progressif des devises des autres grands pays industrialisés par rapport à leur niveau d'équilibre, en termes effectifs réels. Dans le même temps, toujours en termes effectifs réels, l'euro demeure au-dessus de son niveau d'équilibre de moyen terme.
- Comme de nombreuses devises asiatiques, au premier rang desquelles le yuan chinois, sont fortement sous-évaluées, l'euro supporte ainsi une majeure partie de l'ajustement (nota : certaines autres devises flexibles, telles que le yen et le franc suisse, s'apprécient contre l'euro).
- Comment l'éviter ? Au regard de l'ampleur des sous-évaluations des monnaies asiatiques, si la surévaluation potentielle de l'euro persiste, il importe que ces monnaies s'apprécient bilatéralement vis-à-vis de l'euro. Il paraît pour le moins surprenant que, malgré nos déficits commerciaux bilatéraux vis-à-vis de ces pays, leurs monnaies continuent de se déprécier vis-à-vis de l'euro. L'ancrage artificiel des monnaies asiatiques au dollar américain conduit à des évolutions incohérentes des parités bilatérales.
- Ces pays doivent libéraliser les flux de capitaux, ouvrir leur compte de capital dans les deux sens, seule mesure à même de garantir la sincérité de leur parité de change. Si l'ajustement du dollar s'effectuait principalement contre l'euro, cela ne conduirait qu'à un simple transfert des déséquilibres d'une zone vers une autre.
- Un rééquilibrage des taux de change est aussi dans l'intérêt des pays asiatiques : leurs taux de change sous-évalués les obligent à accumuler de manière déraisonnable des réserves de change, conduisant à une allocation à la fois sous-optimale et risquée de leur épargne nationale. Ils déforment leur modèle de croissance en faveur des exportations et donc de l'investissement, au détriment de la consommation intérieure et donc du bien-être de leurs populations.
- On peut noter aussi que, à terme, si les potentiels de croissance devaient effectivement être réalloués au profit des pays asiatiques (cf. question 1.2), l'afflux d'investissements, notamment européens, devraient fort justement conduire à l'appréciation de leurs monnaies.

### 3.4 Estimez vous que le statut de réserve du dollar est menacé ?

D'une manière générale, l'Eurosystème a une position neutre sur le rôle international de l'euro. C'est une résultante des forces de marché. Il en va de même pour le dollar.

Malgré quelques déclarations récentes, je constate que le statut de monnaie de réserve du dollar n'est pas menacé, comme en témoignent les principaux indicateurs financiers internationaux :



- le dollar est de loin la principale monnaie de réserve, avec 64% du total divulgué. L'euro compte pour 28% de ce même total, selon le dernier rapport de la BCE. Le rôle du yen demeure, quant à lui, très modéré et ce en dépit de la légère augmentation qu'il a connu depuis 2005. En 2008, sa part n'est que de 4%.
- La part du dollar représente 45% du total de l'endettement international contre 32% pour l'euro. La part du yen aurait été divisée par deux entre 1999 et 2008 et ne représenterait plus que 9% du total. De même, la part du dollar dans les prêts internationaux est stable et représente 54% du total en 2008, contre 21% pour l'euro et moins de 5% pour le yen.
- De plus, on constate que les titres du Trésor américain ont toujours, et de plus en plus, les faveurs des pays émergents. La Chine est devenue le principal détenteur mondial, devant le Japon, et sa détention croît encore.
- Sur le long terme, la part relative de détention de titres du Trésor US par la Chine a presque quintuplé depuis 2000. Au 2<sup>e</sup> trimestre 2009 –dernière donnée disponible-, la Chine, malgré une vente ponctuelle de titres en juin 2009, a vu sa détention totale augmenter encore de près de 5%, et ce en dépit d'un discours officiel allant dans le sens d'une moindre dépendance de la Chine vis-à-vis du dollar américain.
- Par ailleurs, les fondamentaux de l'économie américaine soutiennent encore largement le rôle du dollar en tant que monnaie de réserve à court et moyen terme: profondeur du marché obligataire, dynamisme de l'économie.
- Il faut aussi ajouter que la dépréciation du dollar ne saurait être le moyen privilégié pour résorber les déséquilibres mondiaux, du fait de la faible élasticité des imports US aux variations du taux de change. On peut noter par exemple que la dépréciation du dollar après 2002 n'a pas été accompagnée d'une diminution du déficit commercial américain.

### 3.5 Si oui, quel pourrait être le nouveau modèle ?

Au regard des statistiques actuelles précédemment évoquées, je ne pense pas pertinent d'évoquer cela comme une éventualité réaliste.

En tout état de cause, il ne peut s'agir que d'un processus de très long terme, résultant des forces du marché. Le statut de monnaie internationale ne se décrète pas. L'histoire économique l'a démontré : si les États-Unis ont dépassé le Royaume-Uni en termes de PIB aux alentours de 1872, le dollar n'est devenu la monnaie internationale de référence qu'en 1945. Cette transition résulte d'un ensemble de facteurs certes économiques, mais aussi politiques et culturels. Or, je ne vois de remise en cause sur aucun de ces aspects dans un avenir prévisible.

On peut envisager, mais sans doute seulement dans une perspective de très long terme, d'autres évolutions, qui sont largement à ce stade des conjectures : un monde multi-monnaire répondant à un monde multipolaire ? La création d'une monnaie supranationale, par exemple sur la base du DTS actuel ? l'histoire, ici aussi, nous apprend que des effets d'inertie importants sont à l'œuvre : effets de réseau dans le choix d'une monnaie de libellé sur les

grands marchés internationaux, coûts de transaction engendrés par les changements d'unité de compte, prise en compte des risques patrimoniaux, plus généralement coûts liés à la transition vers un nouveau modèle. Tout cela relève de la spéculation. A plus court terme, la priorité est que chaque pays ou zone monétaire gère sa monnaie de façon cohérente avec ses propres fondamentaux, ce qui est la principale condition pour que nous puissions tous gérer notre « bien collectif » que constitue la stabilité monétaire et financière internationale.

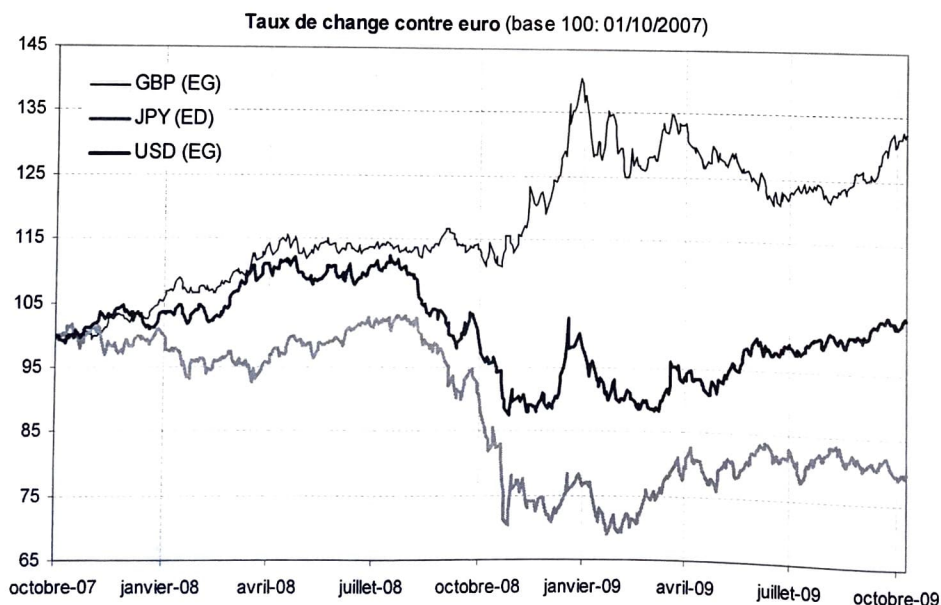
Paragraphe change du communiqué du G7 (Istanbul, 3 octobre 2009)

"We will keep in place our support measures until recovery is assured. We reaffirm our shared interest in a strong and stable international financial system. Excess volatility and disorderly movements in exchange rates have adverse implications for economic and financial stability. We continue to monitor exchange markets closely, and cooperate as appropriate. We welcome China's continued commitment to move to a more flexible exchange rate, which should lead to continued appreciation of the Renminbi in effective terms and help promote more balanced growth in China and in the world economy."

Paragraphe Change G20 de Pittsburgh (25 septembre 2009)

"In our Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth, we will (...) undertake monetary policies consistent with price stability in the context of market oriented exchange rates that reflect underlying economic fundamentals. "

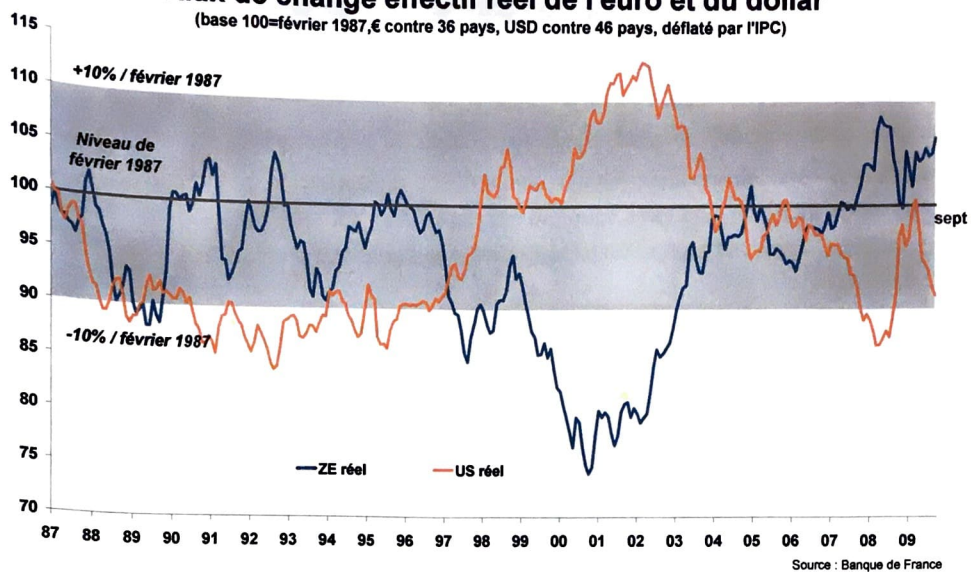
## Annexes



Source: BCE

## Taux de change effectif réel de l'euro et du dollar

(base 100=février 1987, € contre 36 pays, USD contre 46 pays, déflaté par l'IPC)



## TCER du franc (base 100 T199)

