

## Le retour, au niveau mondial, des "dévaluations compétitives", sauf dans de rares cas (Royaume-Uni, zone euro) : quels effets ?

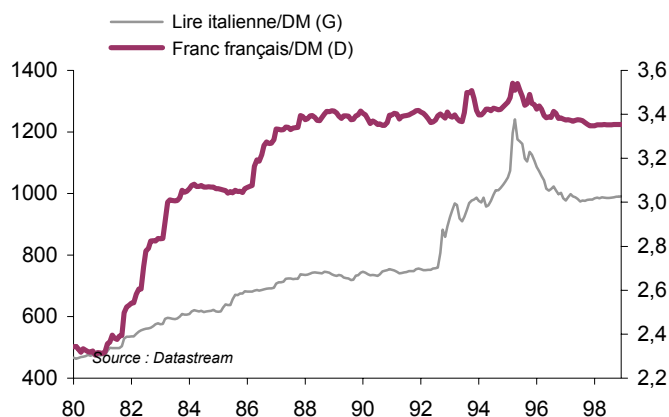
*On appelle "dévaluations compétitives" une situation où les pays mènent une politique monétaire très expansionniste afin d'affaiblir leur monnaie, et de gagner ainsi de l'activité au détriment des autres pays. La création de l'euro a ainsi mis fin aux dévaluations compétitives des pays d'Europe Continentale. Mais cette même situation dangereuse de dévaluations compétitives (de politiques monétaires agressives, non coopératives) se retrouve au niveau mondial, entre les Etats-Unis, le Japon, la Chine, les autres pays émergents, les exportateurs de matières premières : tous essaient d'affaiblir leurs devises, d'où l'excès de liquidités et les bulles à répétition sur les prix des actifs, sans effet net à l'équilibre sur la croissance.*

*Deux exceptions notables sont le Royaume-Uni (qui a effectivement intérêt à avoir une monnaie forte) et la zone euro, ce qui peut évidemment conduire à une surévaluation réelle de l'euro vis-à-vis de la grande majorité des autres devises.*

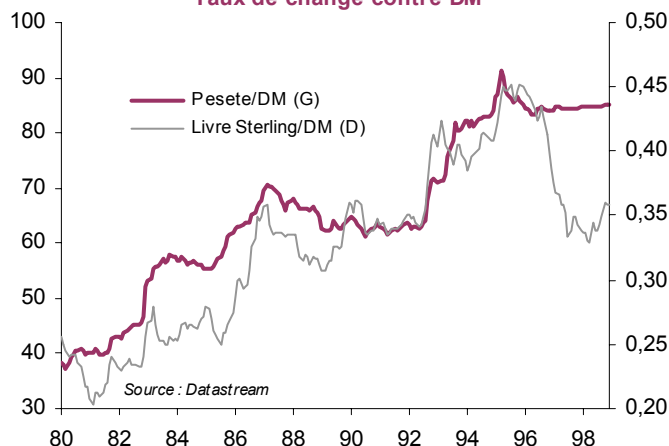
## Dévaluations compétitives : un mauvais souvenir pour les européens

Durant les années 1980 et la première moitié des années 1990, les pays européens se sont livrés une concurrence par les taux de change sous la forme de dévaluations répétées (vis-à-vis du mark allemand, et entre les autres devises, **graphiques 1a-1b-1c**), ce qu'on a appelé **dévaluations compétitives**.

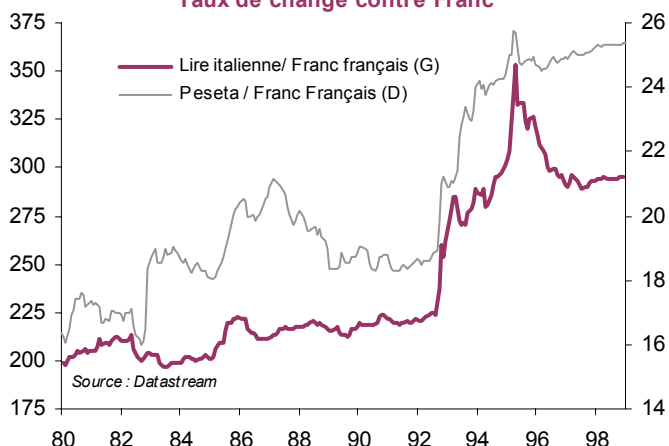
**Graphique 1a**  
Taux de change contre DM



**Graphique 1b**  
Taux de change contre DM



**Graphique 1c**  
Taux de change contre Franc

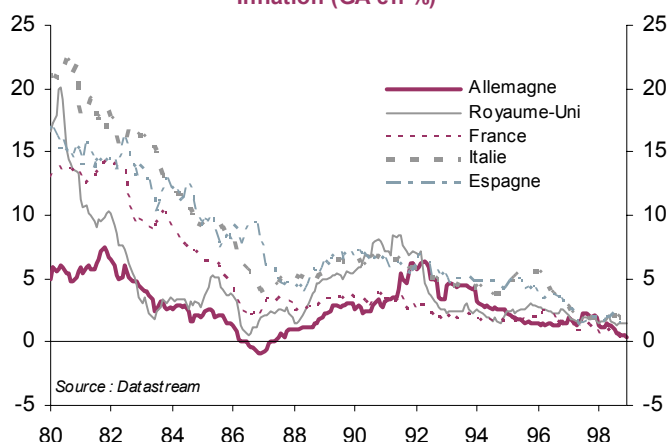


Elles ont lieu de 1982 à 1987 pour le franc français, de 1992 à 1995 pour la lire, de 1982 à 1995 pour la peseta et la livre sterling.

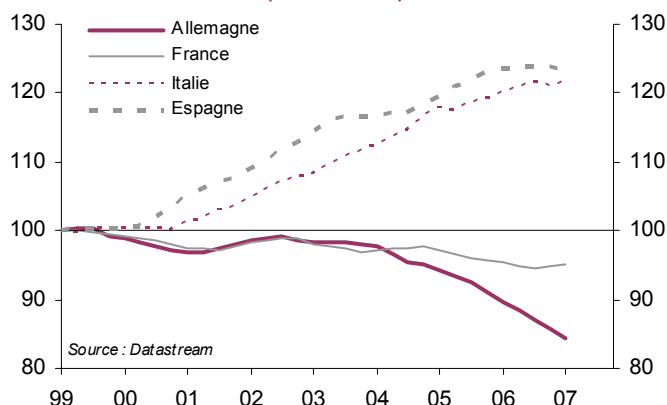
La création de l'euro en 1999 a fait disparaître, dans la zone euro, cette possibilité d'essayer de stimuler les économies au détriment de celles des autres pays, sans effet à l'équilibre sur l'activité réelle, puisque tous les pays affaiblissent leurs devises, mais avec une politique monétaire trop expansionniste et, à l'époque, de ce fait un excès d'inflation (**graphique 2**), surtout dans les années 1980.

**Cette absence de coopération monétaire, sous la forme de dévaluations compétitives, est donc dangereuse, et a heureusement disparu en Europe Continentale, au moins avec l'instrument du taux de change** (on peut en effet penser que la réduction des coûts de production dans l'industrie manufacturière allemande, **graphique 3**, est une autre forme de dévaluation compétitive).

**Graphique 2**  
Inflation (GA en %)



**Graphique 3**  
Coût salarial unitaire manufacturier  
(100 en 1999)



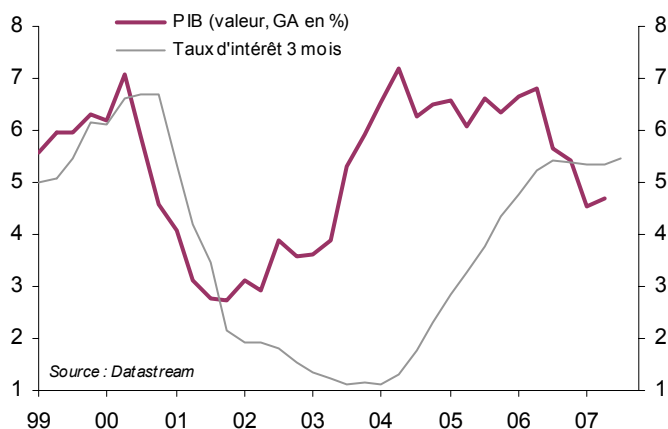
La politique de dévaluation compétitive encore présente au niveau mondial

Les Etats-Unis, le Japon, la Chine, les autres pays émergents, les exportateurs de matières premières mènent tous des politiques monétaires expansionnistes dont l'objectif (ou un des objectifs) est de déprécier leur taux de change (Etats-Unis, Japon), ou de limiter son appréciation pour maintenir une sous-évaluation réelle (Chine, émergents d'Asie, Inde, exportateurs de matières premières).

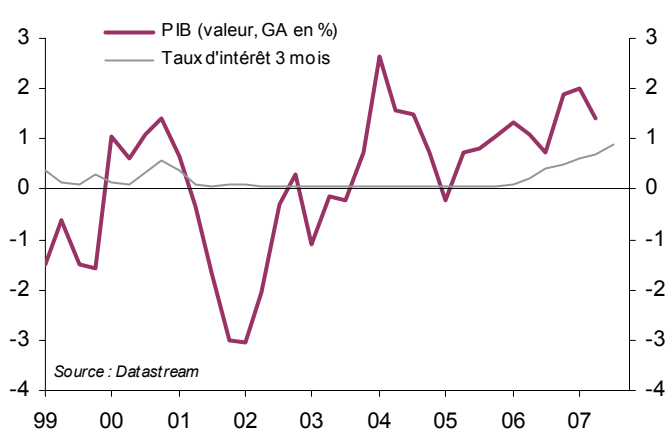
Le fait que les politiques monétaires sont expansionnistes se voit :

- au niveau des taux d'intérêt par rapport aux taux de croissance (graphiques 4a à 4e). Aux Etats-Unis (graphique 4a), dès que l'activité faiblit, les taux d'intérêt deviennent très inférieurs aux taux de croissance et le restent durablement ; au Japon (graphique 4b), la politique monétaire reste très expansionniste malgré la reprise économique ; dans les pays émergents, il y a un biais structurel entre le niveau de la croissance et celui des taux d'intérêt (graphiques 4a à 4e) ;

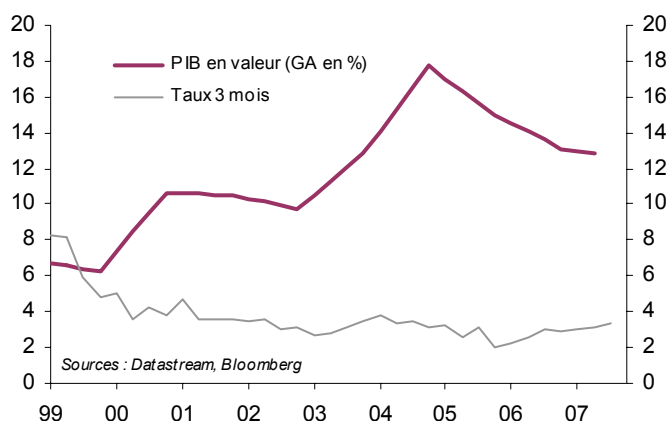
**Graphique 4a**  
Etats-Unis : PIB et taux d'intérêt



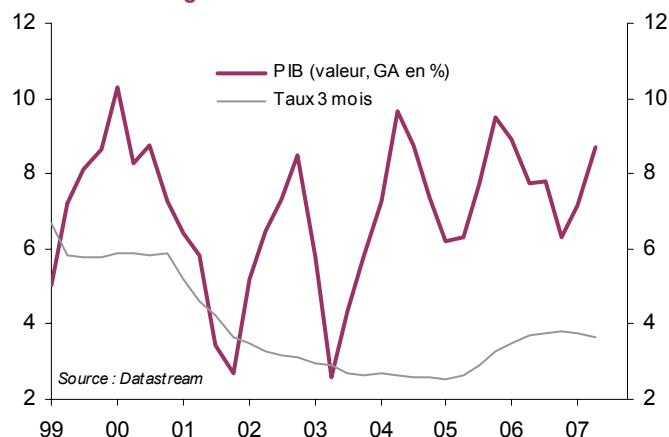
**Graphique 4b**  
Japon : PIB et taux d'intérêt



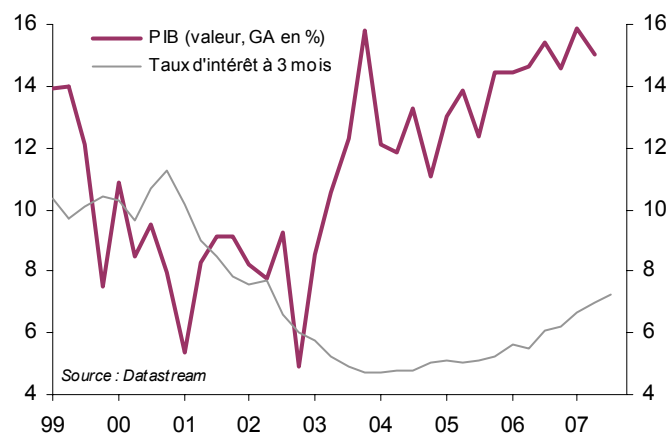
**Graphique 4c**  
Chine : croissance et taux d'intérêt



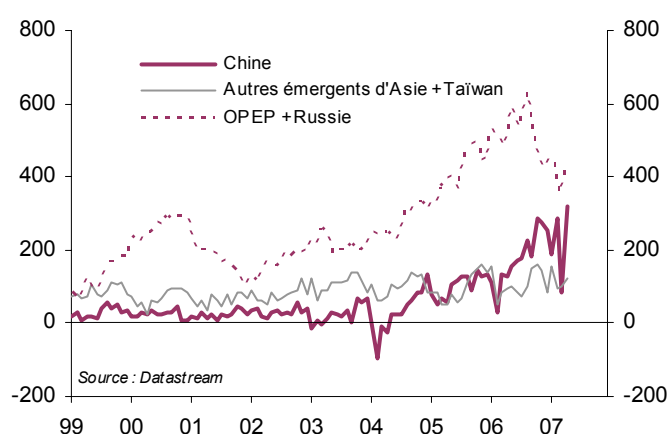
**Graphique 4d**  
Emergents d'Asie : PIB et taux d'intérêt



**Graphique 4e**  
Inde : Taux d'intérêt et PIB



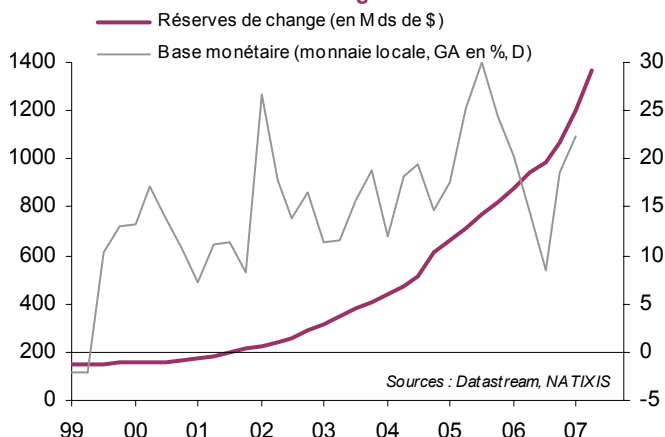
**Graphique 5**  
Balance commerciale (Mds de \$ par an)



- au maintien d'excédents commerciaux dans les pays émergents et exportateurs de matières premières qui révèlent la surévaluation réelle des devises (graphique 5) ;
- à l'accumulation de réserves de change et à la croissance (induite très rapide) de la base monétaire dans les pays émergents et exportateurs de matières premières, qui révèle l'effort fait pour déprécier les devises (graphiques 6a-6b-6c) ;
- à l'affaiblissement du dollar et du yen (graphique 7) depuis le début des années 2000.

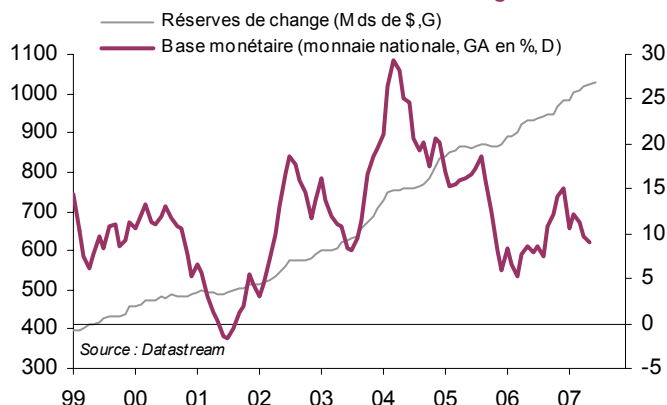
**Graphique 6a**

**Chine : réserves de change et base monétaire**



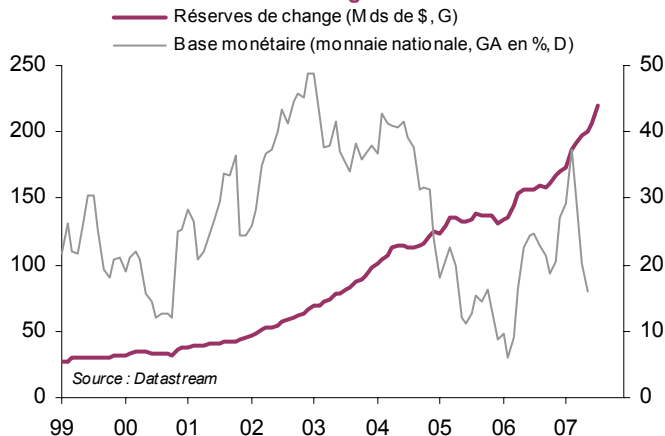
**Graphique 6b**

**Emergents d'Asie (hors Chine) : base monétaire et réserves de change**



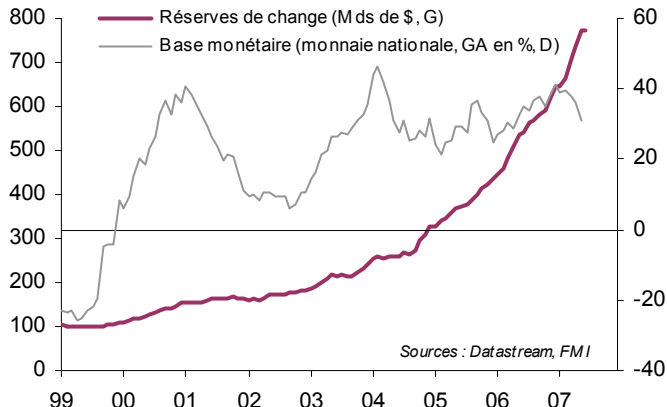
**Graphique 6c**

**Inde : réserves de change et base monétaire**



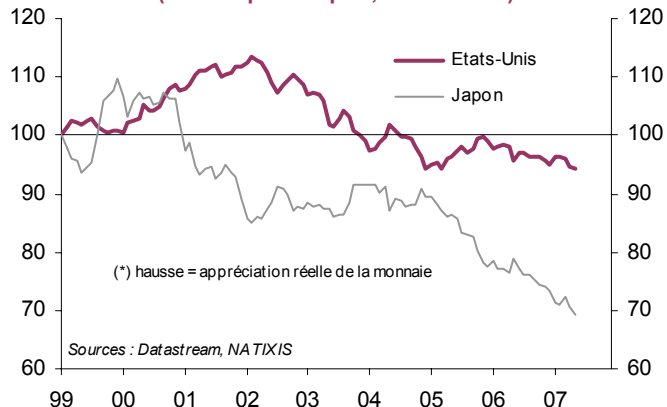
**Graphique 6d**

**Russie et OPEP : réserves de change et base monétaire**



**Graphique 7**

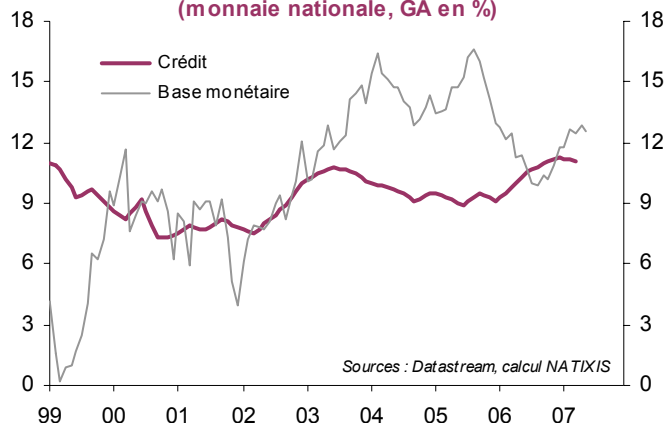
**Taux de change effectif réel\* (déflaté par les prix, 100 en 1999)**



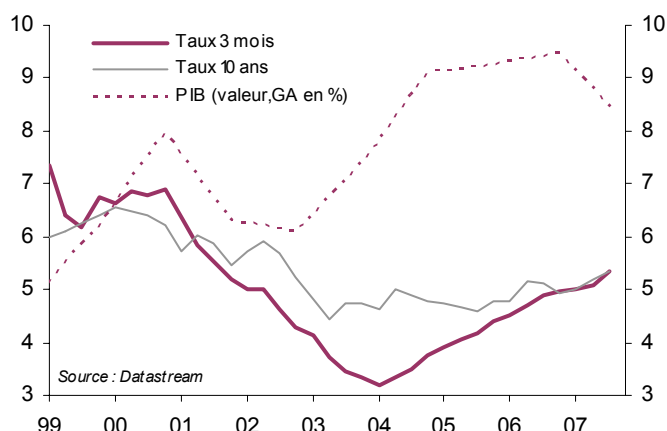
**La politique de dévaluation compétitive au niveau mondial a les effets normaux de ce type de politique :**

- **création monétaire excessive, politique monétaire globale inutilement expansionniste**, ce qui se voit à la croissance de la liquidité et du crédit mondiaux (**graphique 8a**), à l'écart, au niveau du Monde, entre taux de croissance et taux d'intérêt (**graphique 8b**) ;

**Graphique 8a**  
**Monde : crédit et base monétaire**  
 (monnaie nationale, GA en %)

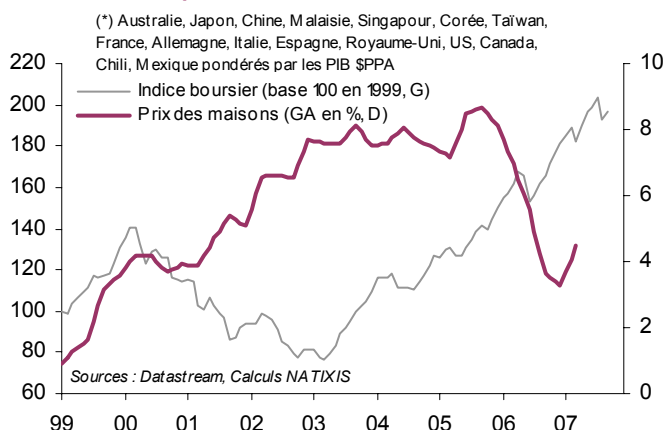


**Graphique 8b**  
**Monde : PIB et taux d'intérêt**

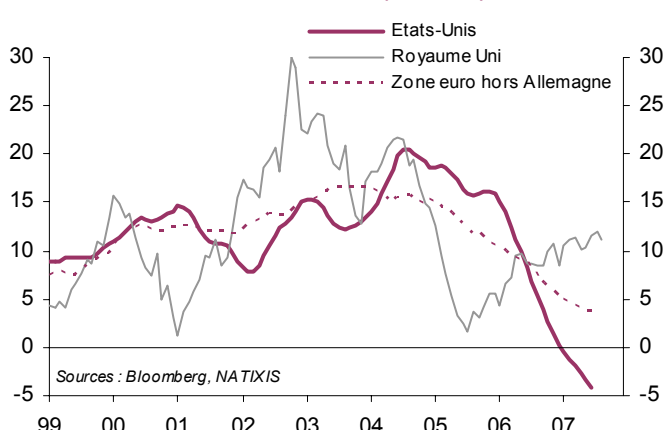


- bulles périodiques sur les prix des actifs (actions, immobilier, à tour de rôle, graphiques 9a-9b-9c) qui remplacent l'inflation des années 80 dans la situation actuelle de sous-emploi du Monde ;

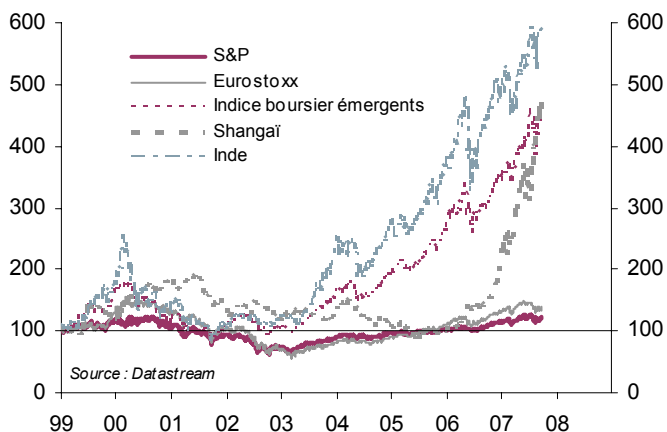
**Graphique 9a**  
**Monde\* : prix de l'immobilier et cours boursier**



**Graphique 9b**  
**Prix des maisons (GA en %)**



**Graphique 9c**  
**Indices boursiers (100 en 1999)**

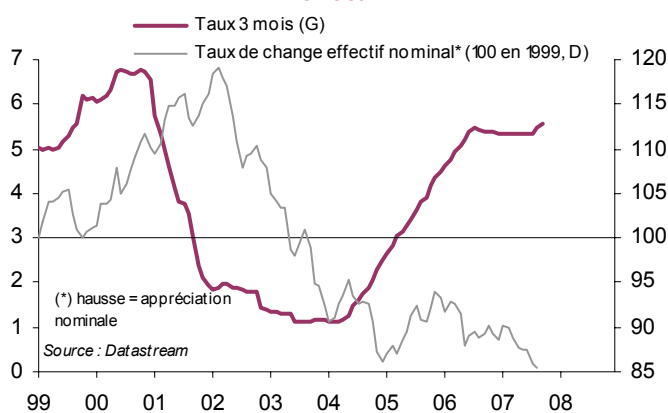


- annulation, au moins en partie, des effets de cet ensemble de politiques monétaires expansionnistes sur la croissance.

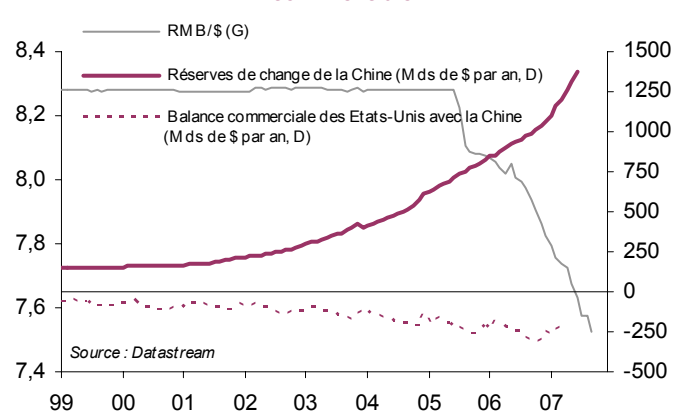
Puisque chaque pays essaie de déprécier sa devise pour accroître son activité réelle, ces efforts s'annulent largement.

Prenons l'exemple du couple Etats-Unis/Chine dans la précédente récession aux Etats-Unis (2001-2004) ; la politique monétaire devient très expansionniste aux Etats-Unis et de ce fait le dollar se déprécie fortement à partir de 2002 (graphique 10a) ; mais la Chine réagit en accumulant une montagne de réserves de change, ce qui limite l'appréciation de Renminbi, et permet que l'excédent commercial de la Chine vis-à-vis des Etats-Unis s'accroisse (graphique 10b), ce qui est bien sûr un facteur d'affaiblissement de la croissance aux Etats-Unis.

**Graphique 10a**  
Etats-Unis : Taux d'intérêt et taux de change effectif



**Graphique 10b**  
Réserves de change, taux de change et balance commerciale

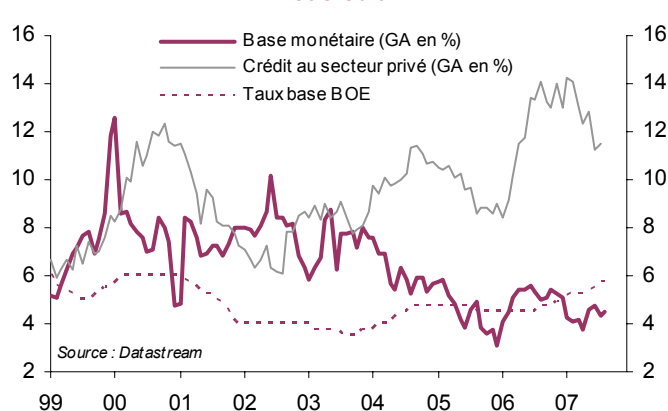


**La politique de dévaluation compétitive est donc dangereuse** (elle est stérile, elle génère un excédent de création monétaire, des bulles sur les prix des actifs), **et pourtant c'est elle qui caractérise l'équilibre monétaire mondial.**

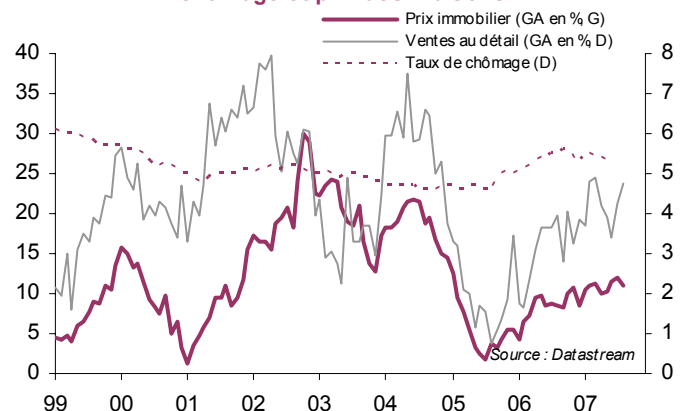
**Deux exceptions notables récentes : le Royaume-Uni et la zone euro**

**Le Royaume-Uni** est passé depuis 2004 à une politique monétaire plus restrictive, afin de freiner la distribution de crédit, les prix de l'immobilier, la demande intérieure (graphiques 11a-11b) en raison du risque supposé d'inflation lié à une demande intérieure trop dynamique.

**Graphique 11a**  
Royaume-Uni : base monétaire, taux d'intérêt et crédit

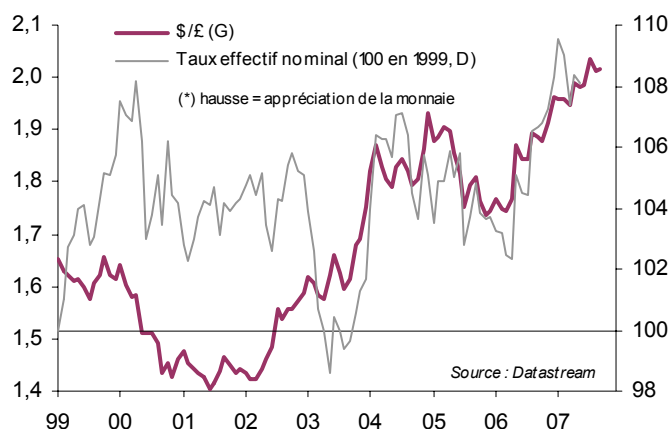


**Graphique 11b**  
Royaume-Uni : ventes au détail, taux de chômage et prix des maisons



Cette politique a conduit à une remontée du chômage (**graphique 11b**), mais aussi à une **appréciation de la livre sterling** (**graphique 11c**), dans l'environnement décrit plus haut où les autres régions mènent des politiques monétaires expansionnistes.

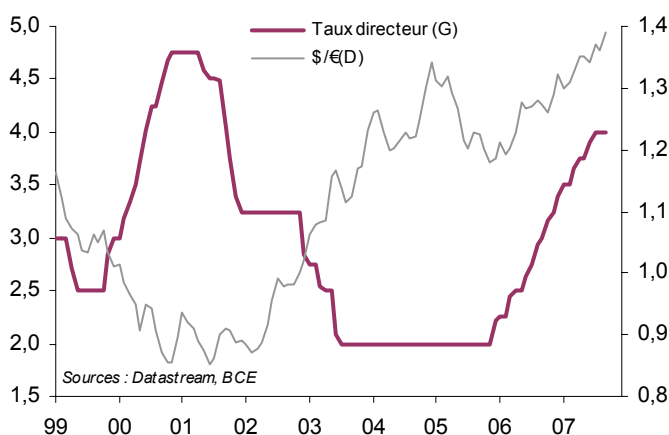
**Graphique 11c**  
**Royaume-Uni : taux de change**



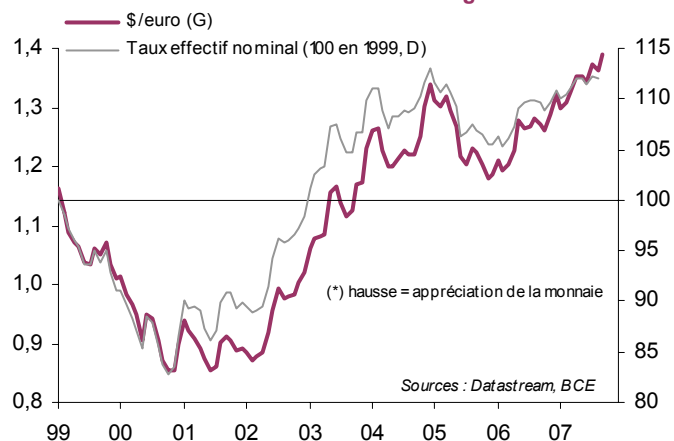
L'immobilier et les ventes au détail résistent d'ailleurs bien à la hausse des taux de la Banque d'Angleterre.

**La zone euro mène depuis 2006 une politique monétaire qui, même si elle n'est pas restrictive, n'a visiblement pas pour objectif de déprécier l'euro** (**graphiques 12a-12b**).

**Graphique 12a**  
**Zone euro : taux d'intérêt et taux de change**



**Graphique 12b**  
**Zone euro : taux de change**



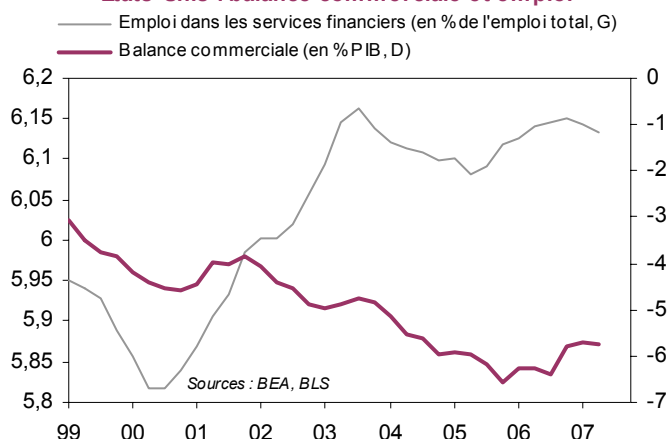
**La politique d'appréciation de la livre sterling menée par le Royaume-Uni est compréhensible** : le Royaume-Uni importe une grande partie des produits industriels utilisés dans le pays (comme le montre sa balance commerciale) et a des services financiers surdimensionnés (**graphique 13**).

De ce fait, la livre sterling forte a l'avantage de réduire le prix des importations nécessaires, sans nuire à l'activité financière.



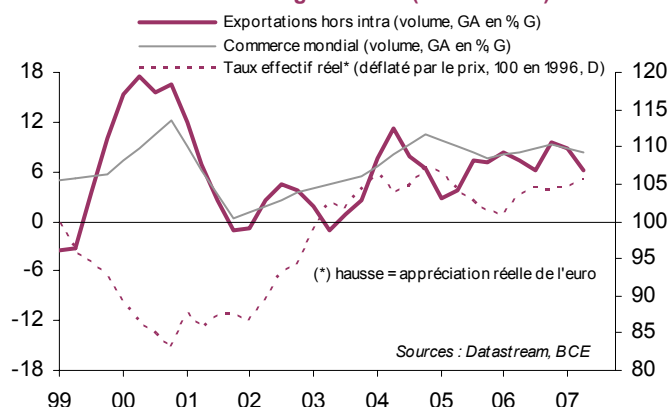
**Graphique 13**

**Etats-Unis : balance commerciale et emploi**



**Graphique 14**

**Zone euro : exportations, commerce mondial et taux de change effectif (100 en 1999)**



**Synthèse : les dangers des politiques de dévaluation compétitive à nouveau mis en évidence**

**La politique d'appréciation de l'euro est plus difficile à comprendre**, puisque, avec une demande intérieure en progression assez faible, la croissance de la zone euro dépend beaucoup des exportations, et que celles-ci souffrent lorsque l'euro s'apprécie (**graphique 14**), comme on le voit de 2002 à 2005, avec des exportations croissant nettement moins que le commerce mondial.

Le Monde a renoué avec les politiques monétaires de "dévaluation compétitive" : les Etats-Unis, le Japon, la Chine, les autres émergents d'Asie, l'Inde, les exportateurs d'énergie... mènent des politiques monétaires visant à obtenir la dépréciation (ou une appréciation limitée par rapport à son niveau spontané) de leurs taux de change, afin de soutenir leurs économies lorsque c'est nécessaire.

**Cette situation est dangereuse :**

- **parce qu'elle fait apparaître les inconvénients habituels de cette absence de coordination monétaire** : excès de création monétaire, inflation des prix des actifs (qui se substitue à l'inflation du prix des biens des années 1980), annulation entre les pays des effets sur l'activité réelle ;
- **parce qu'elle fait apparaître une situation de surévaluation réelle pour les pays qui ne partagent pas la politique de dévaluation compétitive (zone euro)**, sauf s'ils ont une structure économique particulière qui leur permet de bénéficier d'une monnaie forte (Royaume-Uni).