

Perspectives

N°25/083 – 12 mars 2025

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane

La BCE a procédé la semaine dernière à une nouvelle baisse de 25 points de base de ses taux directeurs. Christine Lagarde a affirmé que le processus désinflationniste était en bonne voie, mais que la situation géopolitique crée des risques à la fois à la hausse et à la baisse pour l'inflation, même si la hausse des droits de douane américains serait porteuse d'un risque haussier sur l'inflation, *via* la dépréciation de l'euro.

Bien que le taux de change de l'euro ne soit pas un objectif officiel de la politique monétaire unique, son évolution doit être cohérente avec l'objectif principal de la politique monétaire de la BCE, à savoir la stabilité des prix. La stabilité des prix peut être en effet menacée en cas de dépréciation importante de la monnaie ou d'appréciation excessive. L'évolution du taux de change est donc constamment suivie dans le cadre du pilier macroéconomique.

Mais la BCE pourrait se retrouver à réfléchir beaucoup plus structurellement que jamais à la question du lien entre politique monétaire et taux de change.

Dans un blog récent, la BCE explore les canaux à travers lesquels la politique monétaire américaine se propage dans la zone euro et, en particulier, l'impact d'un découplage entre les deux politiques monétaires. Il en résulte qu'à moyen terme, la politique monétaire américaine pousse l'économie de la zone euro dans la même direction que le ferait une politique monétaire de la BCE alignée sur celle de la Fed, notamment une hausse des taux américains se répercute sur la zone euro *via* les marchés financiers mondiaux, entraînant un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro. Dans le même temps, le resserrement de la Fed pèse également sur l'activité économique aux États-Unis, la baisse de la demande des ménages et des entreprises américains impliquant

également une baisse des importations en provenance de la zone euro.

Aligner donc la politique monétaire de la zone euro sur celle de la Fed renforcerait l'impulsion de resserrement venue de l'étranger, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, créerait le risque que la BCE, à son tour, ne s'écarte pas par le bas de son objectif d'inflation.

S'il est important de tenir compte de ces répercussions à moyen terme pour l'objectif d'inflation de la BCE, il est aussi important de comprendre les implications du maintien d'un découplage des politiques des deux côtés de l'Atlantique pour la devise. Et ces implications sont de plus en plus d'ordre géopolitique outre qu'économique.

Pour les comprendre, il faut analyser les objectifs de la politique américaine sous le mandat de Trump et, pour ce faire, il faut faire un pas en arrière afin de remonter aux années soixante et au dilemme de Triffin. Robert Triffin dans *Gold and the Dollar Crisis : The Future of Convertibility* (1960) soutenait que les banques centrales devaient accumuler des créances sur les États-Unis pour soutenir leur croissance monétaire, mais ces créances dépassant le stock d'or américain faisaient remonter les taux d'intérêt américains. Une interprétation *post* Bretton-Woods de Triffin affirme que les pays dont la monnaie est une monnaie de réserve internationale doivent nécessairement être en déficit commercial car ils exportent des actifs de réserve pour que les agents économiques non-résidents détiennent sa monnaie à la fois en tant qu'instrument qui facilite les échanges, mais aussi en tant qu'instrument d'épargne. Et quand les pays-clés sont en position de monopole ou de quasi-monopole, ils ont tendance, avec le temps, à tirer

parti de la forte dépendance des autres pays à l'égard de leur monnaie. Ce « privilège exorbitant », leur permet de mettre en place des politiques incitatives d'absorption des chocs (par exemple, le financement d'une guerre ou son évitement par une politique de sanction fondée sur le rôle de la devise dans les échanges) ou des modèles de croissance (fondés par exemple sur la surconsommation) qui ne sont viables à long terme que si leurs propres actifs liquides et sûrs font l'objet d'une demande inconditionnelle de la part du reste du monde. Mais cette demande entraîne aussi des conséquences néfastes car elle apprécie la devise. Cela peut un jour ou l'autre devenir un réel dilemme, car si la part dans le PIB mondial du pays dominant se réduit, il devra maintenir un déficit de balance courante plus élevé pour continuer à financer le commerce mondial et à attirer l'épargne globale. Il y aurait donc un arbitrage clair entre compétitivité à l'exportation et avantages géopolitiques de la devise de réserve mondiale et de l'extraterritorialité financière.

Comment donc affaiblir le dollar pour soulager la balance commerciale tout en maintenant l'incitation des pays partenaires à détenir leurs réserves ? Cette question est inscrite en tant que priorité dans l'agenda de l'administration Trump qui semble prête à proposer une réponse : les obliger à accepter. Et

tous les moyens sont bons : de la menace sur la garantie de défense américaine à l'imposition de droits de douane, il n'y a pas de ségrégation des instruments, tous servent le dessein du maintien de la puissance. C'est bien là l'esprit des Accords de Mar-a-Lago portés par Stephen Miran, fraîchement nommé au Conseil des experts économiques : faire accepter une dépréciation du dollar et/ou obliger les partenaires à détenir des bons du Trésor de maturité à cent ans et à faible taux. La faiblesse des taux d'intérêts contribuerait à la fois à la faiblesse de la devise et au financement plus aisé du déficit public.

La question est donc de savoir si la BCE pourra s'affranchir de ces considérations dans la conduite de sa politique monétaire et maintenir un découplage de la politique de la Fed, justifié par les fondamentaux macro-économiques d'une croissance et d'une inflation plus faible. Et si la réponse côté européen résidait dans un actif sûr européen, pour contribuer à réduire une exposition vis-à-vis du dollar sujette à une arsenalisation croissante ? ■

Révision de l'article publié le 7 mars 2025 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
11/03/2025	<u>Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?</u>	Europe
07/03/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/03/2025	<u>Chine : DeepSeek, sauveur ou fossoyeur des marchés chinois ?</u>	Asie
05/03/2025	<u>Pays émergents et en développement – Dette : résilience et vulnérabilités</u>	Monde
04/03/2025	<u>France – De nombreux indicateurs sans véritable surprise, l'emploi en prend pour son grade</u>	France
04/03/2025	<u>Allemagne – Changement de chancelier</u>	Zone euro
03/03/2025	<u>Low-code et IA, la révolution du développement logiciel</u>	Informatique
28/02/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
27/02/2025	<u>Mexique – Survol de trois décennies de libre-échange</u>	Amérique latine
26/02/2025	<u>Bahreïn – Peut-on vivre la rente par procuration ?</u>	Moyen-Orient
26/02/2025	<u>Immobilier commercial en France – Situation et perspectives : taux de vacance en hausse et amélioration fragile des valeurs vénales prime en 2024</u>	Immobilier, France
25/02/2025	<u>France – L'inflation augmente finalement à 1,7% en glissement annuel en janvier</u>	France
24/02/2025	<u>Zone euro – L'UE responsable de 9% des émissions mondiales de GES en 2022</u>	Zone euro
21/02/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
21/02/2025	<u>Allemagne – Élections fédérales : état des lieux pré-électoral</u>	Zone euro
20/02/2025	<u>Koweït – Le temps des arbitrages ?</u>	Moyen-Orient
19/02/2025	<u>Chili – Réforme décisive du système de retraites</u>	Amérique latine
18/02/2025	<u>Le PIB britannique échappe de justesse à la contraction au T4-2024</u>	Royaume-Uni
18/02/2025	<u>Webconférence Avenir de l'Europe – Nouvelles règles budgétaires : quelles trajectoires pour les dettes publiques ?</u>	Union européenne
18/02/2025	<u>France – Le taux de chômage diminue légèrement au quatrième trimestre 2024, à 7,3%</u>	France
17/02/2025	<u>ECO Tour 2025 : état de l'économie française secteur par secteur</u>	Secteurs, France
17/02/2025	<u>Zone euro – La production industrielle recule de nouveau en 2024</u>	Zone euro
17/02/2025	<u>Chine – La croissance, une "surprise positive" qui n'enterre pas de profondes interrogations</u>	Asie
14/02/2025	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/02/2025	<u>Désormais, tout est lié...</u>	Afrique, géopolitique, métaux
13/02/2025	<u>Afrique sub-saharienne : délestages et infrastructures vieillissantes : le piège énergétique sud-africain</u>	Afrique
12/02/2025	<u>Mexique : guerre commerciale, premières salves, cessez-le-feu fragile</u>	Amérique latine
11/02/2025	<u>France – 2024, année record à la fois pour les défaillances et pour les créations d'entreprises</u>	France
11/02/2025	<u>Parole de banques centrales – BoE : Face aux incertitudes, la prudence est de mise</u>	Royaume-Uni
10/02/2025	<u>Parole de banques centrales – Taux d'intérêt d'équilibre, la BCE ne s'engage pas</u>	Zone euro

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques** : DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.