

The Banker's View – November 2006

Il faut reparler des taux de change

Jean-Pierre PATAT

(écrit mi-novembre 2006)

Abstract

Let's talk again about exchange rates

Three questions can be raised concerning the rise of the euro vis-à-vis the dollar since February 2006:

- 1) Is this movement only a decline of the dollar or is there a specific movement of the euro? Both evolutions are observed, as some central banks are concerned by the persistence of large US external imbalances and diversify their portfolio. However, I do not believe that such a movement reflect, unfortunately, a higher attractiveness of the euro zone economy, as the net direct investments remain negative.
- 2) Can this movement be negative for European growth? German firms can live with and maintain huge external surplus, but French economists are more worried... notwithstanding the fact that the largest part of the French external deficit is vis-à-vis ... the other euro zone countries. I am convinced that a proper and relevant model of the effects of the euro exchange rate remains to be done, as our currency has created a new context for the markets. Indeed, the changes in the euro exchange rate against the world leading currencies have an increasing influence on the exchange rates of a large number of others currencies: indeed, the fluctuations of the GBP are determined (for more than 65%) by the fluctuations of the euro, and the link is about 100% for the SEK and the DKK, 90% for the CHF, 100% for most East European currencies, and even 53% for the AUD, 30% for the CAD, 8% for the KRW !
- 3) Is this a durable movement and can it be amplified? During spring, most analysts see the euro at 1.35 and even 1.40 in the next months. They are now more cautious. Three factors are crucial:
 - ➔ A significant improvement in the European economic growth which could boost the euro. The anticipations are better but the euro zone is affected by structural deficiencies (demography, activity rate, productivity...) which can not be solved in months. And remember that the euro zone would not be preserved of a US recession.
 - ➔ The interest rates spread between the two areas. This spread is currently relatively high (225 basis points) and could remain close to this level, as the behaviour of the two central banks can be very parallel in the next few months if the perspectives of a mild slowdown in the US economy are confirmed.



→ A deliberate US policy favouring a decline in the dollar. As some European analysts are suspecting such a machiavelism, I already gave my view on this issue which would be much more negative for the US, especially the US financial market, than positive.

So the question could be formulated as follows: will the euro come back to its rate of the beginning of the year, around 1.20, which seems to me a good equilibrium market rate?

Stabilisé pendant plusieurs mois autour de 1.20, le cours de l'euro contre dollar s'est apprécié depuis la fin février et oscille. Après avoir fluctué plusieurs semaines entre 1.27 et 1.29 avec même, à deux reprises un niveau très proche de 1.30, il est depuis quelque temps redescendu à un niveau autour de 1.28.

Tentons de répondre à plusieurs questions.

1) S'agit-il uniquement d'un mouvement de dépréciation du dollar où y a-t-il également une dynamique propre à l'euro ?

C'est incontestablement le dollar qui a un rôle directeur dans cette évolution, la monnaie américaine s'étant d'ailleurs également dépréciée vis-à-vis des autres devises, et même contre le yen jusqu'en mai, mais il s'est depuis, comme les autres devises, renforcé vis-à-vis de la devise japonaise qui pâtit de sa faible rémunération, et fait d'ailleurs de nouveau l'objet d'opérations de yen carry-trade. Mais il y a aussi une part de renforcement propre de la monnaie européenne.

Les Etats-Unis inquiétaient les marchés et les gestionnaires de portefeuille au printemps. Cette inquiétude reste diffuse et certaines banques centrales asiatiques ont diversifié davantage le placement de leurs réserves de change et des gestionnaires de portefeuilles ont réduit quelque peu leur voilure en dollars. Dans la mesure où le principal marché alternatif, par la taille et la liquidité, est celui de l'euro, il est normal que ces arbitrages affectent principalement la monnaie européenne.

Dans ces mouvements, peu de trace, à mon sens, d'une attractivité véritablement en hausse de la zone euro (sauf auprès des banques centrales, sensibles à des placements dans une zone à faible inflation, contrairement à ce qu'écrivent pourtant les commentateurs du bulletin de la BCE). Le signe tangible d'une telle attractivité serait une inversion de la tendance, négative, des mouvements d'investissements directs, ce qui n'est pas le cas. La lecture de la balance des paiements montre bien que ce sont les mouvements de portefeuilles qui ont contribué au renforcement de l'euro.

2) Cette évolution est-elle préjudiciable à la croissance de la zone euro ?

Le mouvement n'est pas tel que l'on puisse imaginer des conséquences tangibles, hormis une économie de 10% sur la hausse du prix du pétrole depuis le début de l'année. Comme d'habitude, les pays européens réagissent différemment. Les Allemands restent sereins, et les résultats de leur commerce extérieur montrent qu'ils ont raison ; les Français entonnent

périodiquement la sirène d'alarme et citent le taux de change comme l'un des facteurs qui pourrait compromettre la reprise de l'économie (le creusement de notre déficit commercial depuis deux ans est pourtant principalement dû à nos échangesavec la zone euro). Le premier ministre lui-même, sans d'ailleurs critiquer la BCE comme les titres de la presse pouvaient le laisser entendre, a ajouté sa plainte lors de sa visite au site d'Airbus, en regrettant que l'Europe n'ait pas de politique de change. C'est du bon sens, encore qu'il ne faille pas exagérer l'« activisme » américain dans ce domaine, mais comment mener une telle politique lorsqu'on est douze et pas forcément toujours d'accord ? Dans ce contexte, il est exagéré de dire que la BCE a pris le pouvoir, mais il est vrai qu'elle est un interlocuteur pour les gestionnaires des autres grandes devises.

Je suis convaincu que le modèle des incidences des variations de change de l'euro reste à bâtir. L'existence de la monnaie unique crée en effet une situation très différente de celle qui existait avec les anciennes monnaies nationales. Les variations du cours de notre monnaie ont de plus en plus d'incidences sur les variations du cours d'un nombre croissant de monnaies : désormais les fluctuations du cours de la livre dépendent pour 66% de celles de l'euro (contre 50% il y a quatre ans) ; le taux de sensibilité est de 100% pour la couronne suédoise (76% il y a quatre ans), de 90% depuis plusieurs années pour le franc suisse, de 54% pour le dollar australien. Même des monnaies très liées au dollar subissent l'attraction de l'euro : le dollar canadien est sensible pour 30% aux évolutions de la monnaie unique (15% il y a quatre ans) ; on constate même que le cours du won coréen est désormais, faiblement certes mais tout de même, influencé par le cours de la monnaie européenne. Enfin, presque toutes les monnaies des pays de l'Europe centrale et orientale ont vu leur taux de sensibilité à l'euro augmenter ces dernières années, ce taux atteignant déjà 100% pour plusieurs d'entre elles (couronne tchèque, couronne estonienne, litas lithuanien...). Ainsi toute variation du cours de l'euro vis-à-vis d'une grande monnaie tierce voit son impact de plus en plus amoindri du fait de l'existence de cet ensemble, qui ne fait que croître, de monnaies dépendantes. En termes plus scientifiques, les variations du taux de change effectif de l'euro sont de plus en plus en retrait sur celles du taux de change nominal (depuis fin février, il ne s'est apprécié que de 2,5%).

3) Troisième question. Est-ce que cette dépréciation du dollar contre euro va durer et même s'amplifier ?

Certains voyaient au printemps un cours de 1.45 dans les prochains mois. Ils sont plus prudents aujourd'hui. Autant il me semble évident que les déséquilibres budgétaires, et surtout extérieurs des Etats-Unis suscitent une certaine réserve des marchés qui se répercute sur les cours, autant je ne crois pas à une glissade qui mènerait l'euro, non au cours extrême cité précédemment, mais même à ceux atteints il y a un an et demi (1.36).

Plusieurs conditions devraient pour cela être remplies.

→ Une amélioration significative des anticipations sur la croissance européenne

En dépit des cris de triomphe de certains commentateurs lors de la publication de chiffres récents de la croissance européenne, celle-ci ne peut que demeurer (en tendance et non sur un trimestre !) en retrait sur la croissance américaine pour des raisons structurelles (démographie, taux d'activité, productivité intrinsèque...). Les prévisions relativement optimistes pour la zone euro restent de toute manière à confirmer, et l'on peut être inquiet

en constatant les hésitations de l'économie allemande que beaucoup il y a peu, voyaient redémarrer en trombe, laissant sur place la croissance française. Une récession américaine, dont certains n'hésitaient pas récemment à estimer la probabilité à 70%, (mais on n'en parle plus !) n'arrangerait rien car, hélas, elle se propagerait au vieux continent, moins par les échanges commerciaux que par les anticipations et le mimétisme des comportements.

→ Un resserrement prononcé des écarts de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro

Ce ne serait pas vraisemblablement le facteur déterminant, mais un élément s'ajoutant à d'autres. Aujourd'hui, les écarts de taux à court terme entre le dollar et l'euro, soit 225 points de base, sont à un de leur plus haut niveau depuis de nombreuses années (l'écart était toutefois de 250 points au printemps). Je prévois que cet écart substantiel va, en gros se maintenir, ce qui soutient le dollar, toutes choses égales par ailleurs, car le comportement de la Fed pourrait influencer celui de la BCE. En d'autres termes, la hausse des taux de la BCE, que beaucoup d'analystes prévoient en décembre, pourrait être la dernière s'il apparaissait que, dans sa stratégie, la banque centrale américaine privilégie désormais la prévention d'une récession sur la lutte contre une inflation qui semble s'assagir.

→ Enfin, une volonté délibérée des autorités américaines de faire baisser le dollar

Bien que nombre de nos économistes leur prêtent ce machiavélisme, il est clair que les américains n'ont aucun intérêt, c'est le moins que l'on puisse dire, à une déstabilisation du dollar dont l'apport en terme d'amélioration du solde extérieur serait minime, mais dont l'incidence serait ravageuse sur leur marché financier et leurs possibilités de financements extérieurs, surtout depuis qu'une grande monnaie alternative existe désormais pour les placements des non résidents et en particulier des banques centrales.

Un nouveau Secrétaire d'Etat au Trésor américain a été nommé au printemps, Henry M Paulson. Le titulaire de ce poste n'a pas énormément de pouvoirs, hormis celui de la parole, mais monsieur Paulson qui vient de la finance (Goldman Sachs) semble plus proche de Rubin, l'homme du « strong dollar » que des « dévaluationnistes ».

Une question pertinente est donc, à mon sens : demeurerons-nous durablement sur ce nouveau pallier de, en gros 1.27-1.28 où reviendrons-nous autour de 1.20 ? Si j'avance ce cours de 1.20 ce n'est pas parce qu'il ressort d'un savant calcul mais parce qu'il me semble, à l'intuition (et les opérateurs raisonnent souvent comme cela), que c'est un bon cours d'équilibre de marché : un proche de celui de l'introduction de la monnaie unique et de sa valeur moyenne depuis le début de 1999.