



La résistible ascension de l'euro

Décembre 2007

L'appréciation de l'euro n'est pas une fatalité. La Banque centrale européenne pourrait en influencer le cours, à condition toutefois de changer de discours.

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

La présente recommandation est une communication publicitaire telle que définie à l'article 24, §2 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil. Elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements et elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Money does not perform. People do.



La valeur de l'euro est passée de 1,25 à presque 1,50 dollars en un an. Cette progression, qui s'est accélérée ces dernières semaines, peut inquiéter. Certains expliquent, depuis maintenant des années, que la monnaie américaine va forcément s'effondrer sous le poids des déficits extérieurs accumulés. Sa glissade récente n'est-elle pas le prélude de cette chute annoncée ? L'euro ne va-t-il pas, demain, s'envoler irrésistiblement et passer le cap des 1,60, voire des 2 dollars ? Le risque existe. Les marchés des changes, comme tous les marchés financiers, peuvent, si l'on n'y prend garde, être saisis de folie soudaine. Si demain ceux qui dans le monde entier détiennent des dollars cherchaient au même moment à s'en débarrasser, les cours de la monnaie américaine s'écrouleraient et l'euro s'envolerait inexorablement. La Banque centrale européenne (BCE) est pourtant loin de se trouver aujourd'hui dans cette situation d'impuissance.

Une première observation doit rassurer. L'accumulation de déséquilibres extérieurs est loin d'être le déterminant principal des mouvements de change observés depuis quelques années. Sinon, comment comprendre que le yen ait baissé contre presque toutes les monnaies, alors que le Japon est, parmi les pays dont les monnaies flottent librement, celui qui a accumulé les excédents les plus importants ? Comment expliquer que la monnaie de l'Australie, pays dont la dette extérieure est plus forte encore rapportée au PIB que celle des Etats-Unis, n'ait cessé de s'apprécier ?

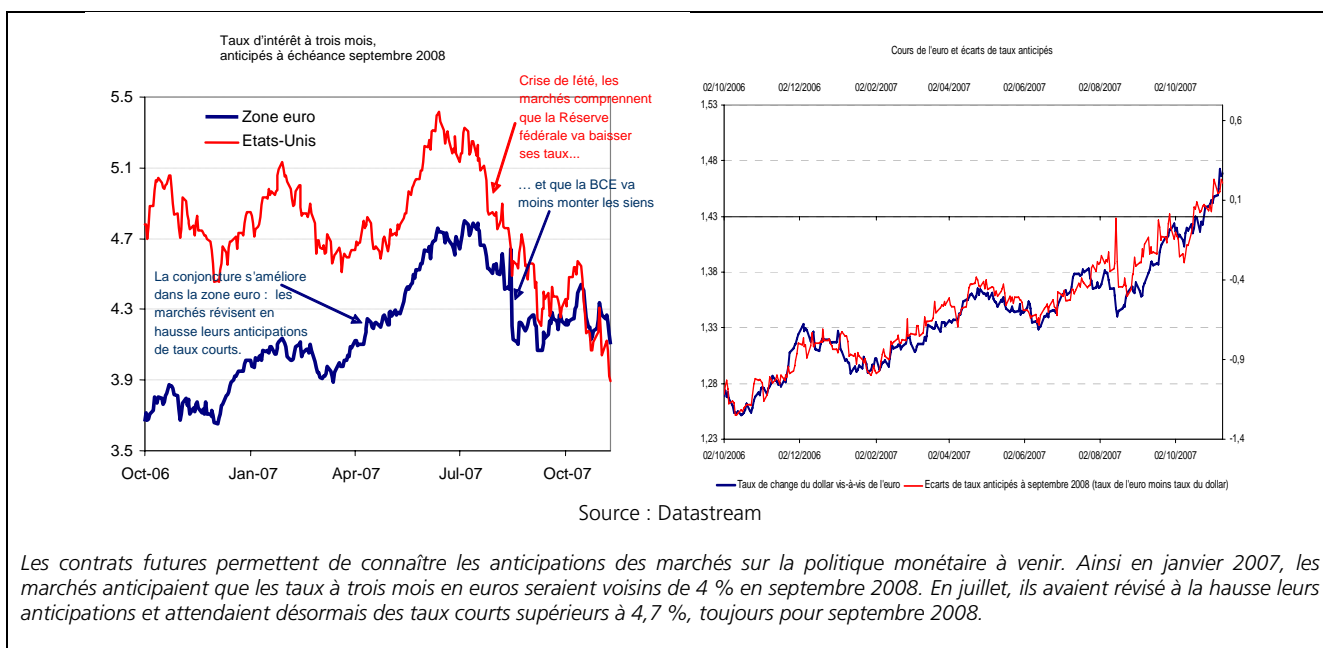
La réponse est simple. La libération des mouvements de capitaux, jointe à la progression des richesses financières, a considérablement accru la taille des portefeuilles diversifiés internationalement. Or pour qui détient déjà 10 000 dollars d'actifs en dollars, prendre le risque d'en détenir 1 000 de plus pour contribuer au financement du déficit américain est plus facile que pour celui dont le portefeuille initial est de 100 dollars : dans un cas, l'exposition au risque d'une baisse du dollar augmente de 10 % ; dans l'autre, elle est multipliée... par 10. En une trentaine d'années, l'ouverture financière internationale a ainsi fortement réduit l'effet des déséquilibres de balance courante sur les cours de change¹. Sans les faire disparaître pour autant : toutes choses égales par ailleurs, un déficit courant américain pousse toujours le dollar à la baisse, mais avec moins de force qu'à la fin des années 70.

L'accroissement des portefeuilles internationalisés a un corollaire : il augmente la taille des mouvements de capitaux induits par la perspective d'un écart de rendement entre deux monnaies. L'effet d'un tel écart sur leur cours de change en est donc renforcé. Si le yen s'est affaibli par rapport au dollar australien alors que le Japon est l'un des principaux créanciers de la planète et l'Australie un de ses plus grands débiteurs, c'est que les écarts de taux d'intérêt entre les deux monnaies ont incité à détenir moins de yens (rémunérés à des taux quasi-nuls) et plus de dollars australiens (rémunérés à des taux voisins aujourd'hui de 7 % l'an). Les écarts de rendement attendus entre les deux monnaies mondialement les plus utilisées que sont le dollar et l'euro ont donc désormais une puissante influence sur leur cours de change.

Ecarts de rendement

L'évolution de l'écart attendu, à l'horizon d'un à deux ans, des taux à court terme en dollars et en euros explique ainsi assez bien (voir graphiques) les mouvements de l'euro face au dollar depuis l'automne 2006. Loin de refléter le poids des déséquilibres accumulés, la hausse de l'euro résulte d'une révision continue (à la baisse) des écarts de taux d'intérêt attendus, initialement largement favorables au dollar. Mi-octobre 2006, lorsque l'euro valait environ 1,25 dollar, on attendait pour 2008 des taux courts américains à 5 %, contre 3,8 % pour les taux européens, soit un écart de 1,2 point de pourcentage en faveur du dollar. Fin 2007, ces anticipations ont été largement révisées : les taux attendus pour la fin de l'année prochaine aux Etats-Unis sont tombés à 3,9 %, alors que ceux attendus pour l'euro sont à 4,1 %, soit cette fois un écart de 0,2 point en faveur de l'euro.

¹ Sur ce point, voir *Les déséquilibres financiers internationaux*, par Anton Brender et Florence Pisani, Coll. Repères, éd. La Découverte 2007.



Comment expliquer des révisions aussi importantes ? Deux facteurs ont joué : l'évolution de la conjoncture de chaque économie et l'attitude de chaque Banque centrale face à cette évolution. Les taux d'intérêt à court terme qui guident les mouvements de change sont en effet ceux attendus par les marchés à un horizon d'un à deux ans. Ils sont directement fonction de la manière dont ces marchés pensent que la Banque centrale va ajuster sa politique à la conjoncture qu'ils voient se dessiner. Ils fluctuent donc au gré des indicateurs conjoncturels : la publication d'un indicateur laissant craindre un ralentissement de l'activité dans une économie y poussera les anticipations de taux d'intérêt – et donc le change – à la baisse. Mais les messages envoyés par la banque centrale du pays pourront faire qu'il en aille autrement : si cette dernière laisse entendre que le risque d'un ralentissement la préoccupe moins que celui d'une remontée de l'inflation, les marchés comprendront qu'elle attendra avant de réagir et le cours de sa monnaie ne baissera pas...

Le message des banques centrales

Dans cette logique, la hausse de l'euro face au dollar s'explique simplement. Jusqu'à l'été, la force – inattendue quelques mois plus tôt – de la croissance européenne conduisait les marchés à réviser en hausse leurs anticipations sur la politique de notre banque centrale et l'écart de taux qui soutenait le dollar soit peu à peu réduit. Avec la crise financière de l'été, le mouvement s'est précipité. Dès le début du mois d'août, il est devenu clair que la Réserve fédérale allait baisser ses taux ; semaine après semaine, les taux attendus à l'horizon de l'été prochain ont donc été revus à la baisse. Du côté européen toutefois, il en est allé différemment : à partir de septembre, la BCE a expliqué qu'elle n'avait pas renoncé à monter ses taux et elle a souligné combien le risque inflationniste la préoccupait, notamment par la voix d'Axel Weber, le président de la Bundesbank, et de Jürgen Starck, ancien vice-président de la Bundesbank, aujourd'hui membre du directoire de la BCE. L'écart des taux attendus s'est alors creusé et, en quelques semaines, l'euro a gagné plus de 10 centimes face au dollar !

Jusqu'à mi-novembre, aucune force irrésistible n'avait donc poussé l'euro à s'apprécier face au dollar. Et son retour vers des niveaux proches de ceux observés à la fin de l'été n'est en rien impossible. Sans toucher à ses taux directeurs, sans intervenir sur le marché des changes, la BCE peut encore, par ses seules déclarations, ramener l'euro sous les 1,40 dollars. Il suffirait qu'elle laisse entendre qu'elle ne considère plus nécessaire de monter une nouvelle fois ses taux devant les incertitudes qui s'accumulent depuis l'été, voire qu'elle n'exclut pas de les baisser si le ralentissement observé du crédit aux ménages se confirme. Faute d'une telle inflexion dans sa communication, le risque est bien sûr que, peu à peu, une dynamique déstabilisante ne s'enclenche sur le marché des changes. Contrer la hausse de l'euro deviendrait alors beaucoup plus difficile...