

Eléments change – Audition Assemblée Nationale

Eléments d'intervention

La parité euro/dollar s'est appréciée de 18 % depuis le 1^{er} mars 2009. Néanmoins l'appréciation du taux de change effectif de l'euro est beaucoup plus limitée : + 5,8 % depuis cette date.

L'appréciation de l'euro face au dollar reflète plusieurs éléments.

D'une part, l'amélioration de la conjoncture économique et financière. Durant la crise, le dollar a joué un rôle de valeur refuge, et avait bénéficié des opérations de réduction de l'effet de levier des banques américaines (ces dernières cédaient leurs actifs en devises, vendaient les devises contre dollar US). Ce processus s'est ralenti.

D'autre part, la reprise des stratégies de carry trade : les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont bas au regard des rendements offerts dans les autres pays du G10 aux Etats-Unis. Dans un contexte de moindre volatilité des taux de changes, ces taux très bas ont pu favoriser la reprise des stratégies de portage, temporairement dénouées à l'automne 2008. Ces stratégies de portage sont aujourd'hui fondées notamment sur des emprunts en dollars utilisés pour financer des investissements dans des devises offrant des rendements plus élevés. La mise en œuvre de telles stratégies - dites de carry trade - constitue une pression baissière pour le dollar. Elles expliquent également que le dollar ne se déprécie pas uniquement vis-à-vis de l'euro, mais vis-à-vis de l'ensemble des autres devises majeures et plus particulièrement des devises offrant des rendements relativement élevés, comme le dollar australien ou néo-zélandais, le dollar canadien ou la couronne norvégienne.

Ce sont davantage ces éléments qui expliquent la baisse du dollar aujourd'hui qu'une éventuelle remise en cause du statut du dollar. Le système monétaire international ne peut évoluer que de manière très progressive et le dollar continuera probablement à jouer un rôle prépondérant dans les années à venir. Cependant d'autres devises pourraient naturellement jouer un rôle croissant dans le futur. C'est bien sûr le cas de l'euro, mais aussi peut-être de devises issues de pays émergents, comme le renmibi, à condition toutefois qu'il devienne convertible.

Plus généralement l'appréciation du taux de change effectif de l'euro de 9 % depuis le début de la crise en juillet 2007 est à mettre au regard particulièrement de la dépréciation du GBP.

- Appréciation de l'EUR/GBP de 36 % et une dépréciation du taux de change effectif du GBP de 25 % ;
- appréciation de l'EUR/USD de 10 % et une dépréciation du taux de change effectif de l'USD de 2 % ;
- dépréciation de 12 % de l'EUR/JPY et une appréciation du taux de change effectif du JPY de 21 %
- une dépréciation de l'EUR/CHF de 9 %.

Eléments de contexte

1. Fonctionnement du marché des changes

Le fonctionnement du marché des changes apparaît aujourd'hui en voie de normalisation :

- La liquidité sur le marché des changes s'améliore : les spreads de cotation sont revenus à un niveau proches ou inférieurs de ceux prévalant avant la faillite de Lehmann : à titre d'exemple, selon HSBC, le spread de cotation moyen sur l'EUR/USD est de 1 pip actuellement contre environ 0,8 sur le premier semestre 2008 et 2 pips au plus haut en décembre 2008.
- Les volatilités implicites sont revenues à des niveaux proches des moyennes historiques : la volatilité implicite à 1M sur l'EUR/USD est actuellement de 11 %, en net retrait du pic constaté fin octobre 2008 : 29%), et proche de la moyenne de long terme (10,43% en moyenne depuis le 1/1/2000 ; 5% au plus bas en juin 2007).
- le refinancement en dollar ne pose plus de difficultés majeures compte tenu de l'abondance de liquidités en USD : la BCE a ainsi décidé de supprimer la TAF à 84 jours (dernière opération le 7 octobre), qui rencontrait une demande très faible. Il ne subsiste plus que la TAF une semaine, prévue jusqu'à fin janvier.

2. Niveau de l'euro et dépréciation du dollar

L'EUR/USD s'est apprécié de 6,76 % depuis le 1^{er} janvier et de près de 20% depuis le point bas du 20 novembre 2008 (1.2453).

Il s'agit surtout d'un mouvement dollar, l'USD s'étant déprécié contre l'ensemble des devises du G10 :

- L'USD pâtit d'une moindre aversion pour le risque ; c'est l'aversion au risque qui avait favorisé son appréciation en 2008-2009 au temps fort de la crise.
- L'amélioration de la conjoncture économique et financière pèse également sur le dollar. Durant la crise, le dollar a joué un rôle de valeur refuge, et avait bénéficié des opérations de réduction de l'effet de levier des banques américaines (ces dernières cédaient leurs actifs en devises, vendaient les devises contre dollar US). Ce processus s'est ralenti.
- Les taux monétaires en USD sont très faibles, ce qui alimente des stratégies de carry trade fondées sur le dollar comme monnaie de financement. Les taux particulièrement bas en USD reflètent notamment l'engagement de la FED à maintenir une politique de bas taux d'intérêt pour une période relativement longue (cf graphique sur la corrélation change différentiel des contrats futures EUIBOR et LIBOR USD dans un an). A l'inverse, certaines devises, offrant des rendements élevés, ont progressé beaucoup plus fortement que l'euro face au dollar (depuis le 1^{er} janvier, AUD/USD +31 %; NZD/USD + 29%). A titre d'illustration le taux en blanc interbancaire à 3M en USD se situe actuellement 4 pbs sous le taux JPY de maturité équivalente (0.28% vs 0.32 %).
- Des interrogations sur l'avenir du dollar en tant que monnaie internationale se font jour, notamment sous l'influence des BRICs. Les émissions en DTS par le FMI ont relancé la possibilité de voir les DTS jouer un rôle plus important, mais la devise n'est pas librement négociable sur le marché, et l'offre de supports d'investissement en DTS reste restreinte, voire inexistante à l'exception des émissions FMI.

En revanche, l'évolution de l'euro par rapport aux devises apparaît plus contrastée. De fait, le taux de change effectif nominal de l'euro contre les devises de ses 21 premiers

Partenaires commerciaux s'apprécie de **seulement 1%** depuis le 1^{er} janvier, et de **5%** depuis le 1^{er} mars 2009 (l'euro s'est apprécié de 19% contre dollar US depuis cette date), compte tenu de la **dépréciation de l'euro** contre les devises de ses partenaires commerciaux autres que le dollar US (couronne **suédoise**, zloty **polonais**, forint **hongrois**, dollar **australien** notamment). Cette évolution traduit une dégradation modérée de la compétitivité de la zone euro, ainsi que le partage de la charge de la dépréciation du dollar US entre plusieurs zones économiques. Il reste que le taux de change effectif de l'euro est actuellement proche de son plus haut niveau historique atteint en décembre dernier –quand l'EUR/USD était alors à 1.40, mais que l'EUR/GBP notamment se situait sur son plus haut niveau historique de 0.98-.

Poids de chaque pays dans le calcul du taux de change effectif de l'euro

United States	24
United Kingdom	21
Japan	10.5
China	7.3
Switzerland	6.9
Sweden	4.9
Poland	3.4
South Korea	3.3
Czech Republic	3
Denmark	2.7
Hungary	2.7
Hong Kong	2.2
Canada	2
Singapore	1.9
Norway	1.3
Romania	1
Australia	0.9
Bulgaria	0.4
Estonia	0.2
Lithuania	0.2
Latvia	0.1
Total	100

L'EUR/GBP s'est déprécié de 12% de janvier à mai 2009 pour atteindre un point bas à 0.8432 dans un contexte de reflux d'aversion au risque. A partir de **mai**, la mise en œuvre des **achats de titres** par la BoE et la **conjoncture britannique** (chiffre du PIB au Q3 à -5,2 % yoy) aont conduit à une appréciation de l'EUR/GBP (dernier niveau 0.9192)

Depuis **mi-mars** et la première intervention de la SNB, l'EUR/CHF évolue dans un range compris entre 1.5070 et 1.54. La SNB est intervenue de nouveau le 30 septembre, faisant passer l'EUR/CHF de 1.5079 à 1.5240. Depuis l'EUR/CHF s'est de nouveau déprécié et traite à 1.5130. La volatilité sur les couples EUR/CHF et USD/CHF est quasiment revenue à ses niveaux médians historiques, passant respectivement entre mi-mars et aujourd'hui, de 12% à 4% et de 16% à 10%.

3. Or

Le prix de l'or a très fortement augmenté (+10 % depuis début septembre) et a dépassé son précédent record historique de 1 032.0/oz l'once atteint le 17 mars 2008, traitant jusqu'à 1 070 USD/oz le 14 octobre.

Le mouvement de hausse de l'or apparaît fortement lié à la dépréciation du dollar. La cassure du précédent plus haut historique est intervenue après le G7, les éléments du communiqué du G10 relatifs au taux de change ayant déçu les participants de marché, certains s'attendant à un soutien plus marquée apporté à un dollar fort. Face à l'euro, l'or reste en dessous des pics historiques : 705 euros l'once au 22 octobre contre 785 euros l'once le 18 février. Contre la plupart des devises (yen, dollars australiens, canadiens, livre sterling), l'or n'est pas non plus revenu sur ses plus hauts historiques.

Outre le facteur dollar, la demande d'or par les investisseurs a été le deuxième facteur haussier. Depuis le début de l'année, les encours d'ETF (exchange traded fund ou « or papier ») ont augmenté de 553 tonnes depuis le 31 décembre 2008 et les positions spéculatives longues sur le marché des futures de 522 tonnes. Cette demande d'or répond à un souci de diversification des investissements, à une vue haussière des cours des matières premières, ainsi qu'à la normalisation des anticipations d'inflation: si l'inflation réalisée demeure très faible, l'inflation anticipée (points morts d'inflation forward 5 ans dans 5 ans) qui avait baissé fin 2008 à des niveaux historiquement bas (1,70%) a aujourd'hui retrouvé un niveau proche de la moyenne des 3 dernières années (2.50%).

La baisse de la volatilité autorise une reprise des carry trades, l'USD étant une devise privilégiée de financement																																		
Volatilités de l'EUR/USD depuis 2000	Taux 3 mois et 10 ans dans les pays du G10																																	
Erreur ! Liaison incorrecte.	<table border="1"><thead><tr><th>Currency</th><th>Taux 3M</th><th>Taux 10 ans</th></tr></thead><tbody><tr><td>AUD</td><td>3.8</td><td>5.5</td></tr><tr><td>CAD</td><td>0.5</td><td>3.5</td></tr><tr><td>CHF</td><td>0.2</td><td>2.2</td></tr><tr><td>EUR</td><td>0.8</td><td>3.4</td></tr><tr><td>GBP</td><td>0.6</td><td>3.7</td></tr><tr><td>JPY</td><td>0.2</td><td>1.4</td></tr><tr><td>NOK</td><td>2.1</td><td>4.1</td></tr><tr><td>NZD</td><td>3.2</td><td>5.8</td></tr><tr><td>SEK</td><td>0.5</td><td>3.4</td></tr><tr><td>USD</td><td>0.3</td><td>3.4</td></tr></tbody></table>	Currency	Taux 3M	Taux 10 ans	AUD	3.8	5.5	CAD	0.5	3.5	CHF	0.2	2.2	EUR	0.8	3.4	GBP	0.6	3.7	JPY	0.2	1.4	NOK	2.1	4.1	NZD	3.2	5.8	SEK	0.5	3.4	USD	0.3	3.4
Currency	Taux 3M	Taux 10 ans																																
AUD	3.8	5.5																																
CAD	0.5	3.5																																
CHF	0.2	2.2																																
EUR	0.8	3.4																																
GBP	0.6	3.7																																
JPY	0.2	1.4																																
NOK	2.1	4.1																																
NZD	3.2	5.8																																
SEK	0.5	3.4																																
USD	0.3	3.4																																
Taux de change effectif de l'euro etaux 3 mois et 10 ans dans les pays du G10																																		
Taux de change effectif de l'euro (contre 21 monnaies)	EUR/USD et différentiel entre le 4 ^e contrat future (dans un an) EUR et USD																																	

