

Les déterminants du taux de change et son évolution entre l'euro et le dollar

Nacer-Eddine MOUFFOK

Docteur en sciences économiques Université Vincennes-Saint-Denis, Paris 8 Membre du laboratoire LED- Université Vincennes-Saint-Denis Email : nacermouffok2003@yahoo.fr

Résumé

Les taux de change ont la réputation d'être des variables particulièrement volatiles et imprévisibles dans les milieux financiers. Les recherches sur les fluctuations et la détermination des taux de change préoccupent toujours un grand nombre d'économistes. Le marché des changes reste un puzzle théorique où les explications et les modèles se succèdent sans jamais s'imposer vraiment. Le taux de change euro-dollar est un bon exemple de cette difficulté en raison de ses variations fortes et en partie imprévisible.

Mots clés : taux de change, taux d'intérêt, parité du pouvoir d'achat, Zone euro, Etats-Unis.

Abstract

Exchange rates have a reputation of being particularly volatile and unpredictable variables in financial circles. Research on the fluctuations and the determination of exchange rates remain concerned many economists. The foreign exchange market remains a puzzle where theoretical explanations and models follow each other without ever really imposing . The euro-dollar exchange rate is a good example of this difficulty because of its strong variations and unpredictable game.

Keywords: exchange rate , interest rate , purchasing power parity , Euro area, United States .

Introduction

Les fluctuations des cours des monnaies sur le marché des changes ne cessent de défrayer la chronique. Le taux de change représente un élément essentiel d'amortissement des fluctuations économiques entre les Etats-Unis et la zone euro. Durant la première période de l'introduction de l'euro, l'appréciation du dollar et la dépréciation de l'euro ont soutenu l'activité européenne et atténué la vigueur de l'économie américaine. Ainsi, le dollar américain (\$) en premier et l'euro (€) en deuxième, sont deux monnaie des deux plus grandes zones économiques du monde. Ces deux zones et le reste du monde peuvent être affectées par l'évolution des deux monnaies. C'est pourquoi il est intéressant d'analyser les fluctuations du taux de change entre les deux monnaies.

Depuis la fin des accords de Bretton Woods en 1971 et le passage au système de change flottant, les différentes devises ne cessent de fluctuer. Avec l'avènement de l'euro, les marchés parité de 1,18 \$, l'euro a pris à revers à plusieurs reprises la majorité des opérateurs du marché des changes. Les grandes monnaies ont connu de fortes fluctuations les unes par rapport aux autres. C'est surtout le taux de change de l'euro en dollar qui a connu une grande instabilité.

L'euro s'est fortement dépréciée durant les deux premières années face au dollar américain, le Yen et la Livre Sterling. Contre le dollar, la parité a chuté en deux ans et demi de 1,18 à 0,84\$ en septembre 2000, soit un repli de 24,3 %. Cette tendance a pris de court tous les prévisionnistes alors que la nouvelle monnaie était censée prendre le relais du Deutch-Mark comme monnaie forte et plusieurs industriels de la zone euro craignaient même une surévaluation de l'euro pénalisant les exportations. Mais les intervenants sur le marché des changes auraient été incités à privilégier, entre 1999 et la fin 2000, les informations traduisant les prouesses de l'économie américaine, même si l'euro est restée relativement stable durant toute cette période.

Cet article a pour objectif d'étudier et de mettre en lumière les explications théoriques concernant la détermination et les fluctuations des taux de change ainsi que l'évolution de ce taux entre l'euro et le dollar durant les premières années de l'existence de la zone euro.

I/ Les explications théoriques de l'évolution du taux de change

Ce point a pour but d'identifier les déterminants du taux de change ce qui nous emmène à présenter les approches dominantes dans la littérature.

La plupart des recherches sur les modifications et la détermination des taux de change ont beaucoup préoccupé un grand nombre d'économistes. Le marché des changes reste un puzzle théorique où les explications et les modèles se succèdent sans jamais s'imposer vraiment. Le taux de change euro-dollar est un bon exemple de cette difficulté en raison de ses variations fortes et en partie imprévisibles².

Depuis l'ouverture de la période de flottement en 1973 et avec l'abandon du système de change de Bretton-Woods, l'évolution des parités entre devises dépend des fluctuations du marché : le prix d'une devise dépend de l'offre et de la demande. Ainsi, plusieurs déterminants du taux de

¹ Les accords de Bretton Woods, en 1944, aboutirent à la mise en place d'un système monétaire international reposant sur un mécanisme de stabilisation des monnaies. Le 15 août 1971, était la suspension de la convertibilité or du dollar puis le système sera officiellement abandonné en 1976 pour laisser place au régime flottant actuel entériné par les accords de Jamaïque qui démonétisent l'or.

² Jean Francois Goux, « Economie internationale », revue du CEPII, édition la documentation française, p.46.

change permettent de prévoir dans quel sens vont évoluer l'offre et la demande d'une monnaie, et donc sa parité avec les autres devises. Parmi les déterminants traditionnels du taux de change, on retient le plus souvent :

- les différentiels du taux d'intérêt ;
- les différentiels d'inflation ;
- les différentiels de croissance et de rendement des actions ;
- la position extérieure nette ;
- les évolutions budgétaires.

Ces déterminants jouent sur le taux de change à des horizons temporels divers : court terme, moyen terme et long terme. A court terme, ce sont essentiellement des variables financières qui déterminent les fluctuations des monnaies, alors qu'au moyen terme, ce sont les grandes caractéristiques des économies qui déterminent la parité d'une devise.

I-1/ Les déterminants du taux de change à court terme³

A court terme, ce sont principalement les variables financières qui jouent le rôle de déterminant des fluctuations entre les différentes monnaies, il s'agit du différentiel du taux d'intérêt comme nous l'enseigne la Théorie de la Parité des Taux d'intérêt (PTI). Dans un système de change flottant, la comparaison des taux d'intérêt sur le marché monétaire international permet en partie de prévoir l'évolution des changes. La relation de (PTI) résulte des arbitrages sur les marchés d'actifs effectués par les investisseurs.

La parité des taux d'intérêt (PTI) constitue un cadre de référence très utile pour expliquer en partie les variations du cours de change, surtout à court terme. Elle repose sur une relation inverse entre taux d'intérêt et taux de change. Ainsi, un taux d'intérêt élevé, signifie la faiblesse de la devise. Depuis sa formulation par l'économiste John Maynard Keynes, la (PTI) est considérée comme une des explications de base de l'équilibre des marchés financiers.

De ce fait, le taux de change et le taux d'intérêt ont un lien qui provient d'un raisonnement d'arbitrage. Si les taux d'intérêt sont très différents entre les deux zones (Etats-Unis et zone euro), dans ce cas, les investisseurs vont placer massivement leur argent au taux le plus favorable, provoquant ainsi un ajustement du taux de change. Un investisseur qui cherche à placer ses capitaux dans une monnaie étrangère (dollar) compare à la fois le prix de la devise à terme et le différentiel d'intérêt. Le choix de l'investisseur est déterminé par la différence des

³ Avec le passage aux changes flexibles à partir de 1973, la littérature sur la détermination du taux de change s'est considérablement renouvelée. Une rupture est ainsi marquée avec les théories traditionnelles après le développement des théories monétaires du taux de change. On passe d'une approche réelle du taux de change à des approches financières.

rendements proposés. Donc, le différentiel du taux d'intérêt traduit notamment l'attractivité d'une devise pour les investisseurs.

Le taux d'intérêt est considéré comme le principal levier d'action des banques centrales. En conséquence, une banque centrale qui désire apprécier sa monnaie peut relever ses taux pour offrir des rémunérations attractives aux capitaux. Par exemple, si une banque centrale souhaite une appréciation de sa monnaie, elle relève ses taux d'intérêt pour offrir une meilleure attractivité des capitaux par rapport à d'autres zones économiques. S'il s'agit par exemple de la BCE, ces capitaux viendront se placer sous forme de titres libellés en euro (Obligations, par exemple) dans la zone euro. Les marchés vont acheter de l'euro du moment où les titres sont libellés en euro, ce qui va donc augmenter la valeur de la monnaie européenne. Il existe ainsi des opérateurs qui se couvrent à terme et ceux qui ne le sont pas mais qui restent en position de change ouverte. On distingue alors la parité du taux d'intérêt couverte (PTIC) et la parité du taux d'intérêt non couverte (PTINC).

A/ La Parité du Taux d'Intérêt Couverte (PTIC)

Elle représente un équilibre provenant d'un arbitrage entre taux d'intérêt sans prise de risque de change en supposant une concurrence parfaite dans les marchés financiers internationaux, donc sans contrôle ni taxe de change. La PTI couverte par une opération de change implique que le différentiel du taux de change est égal au différentiel du taux d'intérêt.

La relation de la parité du taux d'intérêt couverte est donnée par la relation suivante :

$$[(F - St) / St] = i - i^*$$

Avec :

St : représente le taux de change au comptant (Spot), en monnaie locale (euro) par unité de monnaie étrangère (dollar) ;

F : le taux de change à terme (forward), en monnaie domestique (euro) par unité de monnaie étrangère (dollar) ;

i : Taux d'intérêt nominal domestique, en pourcentage (%) ;

i* : Taux d'intérêt étranger, en pourcentage (%).

La relation ci-dessus signifie que le report ou le déport de change est égal au différentiel entre tax d'inflation domestique et étranger. Cette relation indique que les actifs à même degré de risque et de liquidité doivent avoir le même rendement net.

B/ La Parité du Taux d'Intérêt Non Couverte (PTINC)

La parité du taux d'intérêt non couverte, stipule que le taux de change se fixe à un niveau tel que la variation anticipée du taux de change soit égale au différentiel de taux d'intérêt. Si celui-ci augmente, on s'attend donc à une appréciation de la monnaie du pays à l'origine de la hausse.

Ainsi, si les opérateurs anticipent une appréciation de la monnaie domestique, le taux d'intérêt d'actif en devise devra être supérieur aux taux de l'actif en monnaie domestique, du pourcentage d'appréciation anticipé. La relation de la PTINC est donnée par :

$$\frac{[E (S_{t+1}) - S_t]}{S_t} = i - i^*$$

Avec :

S_{t+1} : taux de change futur anticipé au comptant ;

$\frac{[E (S_{t+1}) - S_t]}{S_t}$: taux de dépréciation du change futur anticipé au comptant, en pourcentage (%).

Cette équation nous indique que le taux de dépréciation futur anticipé du change au comptant est égal au différentiel entre taux d'intérêt domestique et étranger.

I-2/ Les déterminants des taux de change à moyen terme

A moyen terme, ce sont les fondamentaux ou les grandes caractéristiques des économies qui déterminent la parité d'une devise. La parité des pouvoirs d'achats (PPA) et l'approche du taux de change par la balance des paiements (SBTC) sont les deux principales théories traditionnelles de la détermination du taux de change. Ces deux théories reposent sur une approche réelle du taux de change, dans laquelle ce taux joue un rôle essentiel. Le taux de change d'équilibre dans cette perspective est celui qui assure un même prix des biens et services à travers le monde et qui ainsi rééquilibre les balances courantes.

A/ La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

La première présentation complète de la théorie de la parité des pouvoirs d'achats est mise par l'économiste Karl Gustav Cassel (1923). Elle a été introduite pour déterminer la valeur des devises qui avaient rompu leur lien avec l'or suite à la première guerre mondiale. Cette théorie nous explique que les variations du taux de change entre deux monnaies A et B (euro et dollar) dépendent du différentiel d'inflation existant entre les deux pays concernés, les Etats-Unis et les pays de la zone Euro. Par exemple, si on suppose que l'indice des prix atteint 110 en Europe et 105 aux Etats-Unis et que le taux de change est de 1 euro pour 1 dollar avant la prise en compte de l'inflation, alors la PPA nous apprend que le change devrait être de 1,05 euros pour 1 dollar. La zone où l'inflation est plus élevée voit sa monnaie se déprécier.

La PPA suppose que la loi du prix unique est validée, c'est-à-dire qu'un acheteur n'augmente pas son profit en achetant un bien dans un pays A (zone euro) ou B (les Etats-Unis), c'est une condition de non arbitrage.

Ainsi, la loi du prix unique stipule que le prix d'un bien échangeable doit être le même quel que soit la monnaie dans laquelle il s'exprime. Sa réalisation suppose que les taux de change réels bilatéraux soient toujours égaux à 1 : $[(S_t P_i^*) / P_i] = 1$, soit : $S_t = (P_i / P_i^*)$.

Par exemple, taux de change euro/ dollar indique qu'une augmentation du dollar correspond à une dépréciation de l'euro, sachant que :

P_i : est le prix d'un bien « i » domestique (Zone euro) échangeable, en monnaie locale (€) ;

P_i^* : est le prix du bien « i » étranger (Etats-Unis) échangeable, en monnaie étrangère (\$).

En général, on distingue deux versions de la PPA :

a) La version absolue (PPAA)

Dans cette version, la PPAA indique que le taux de change doit se fixer à un cours qui assure l'égalité entre les niveaux des prix domestiques et étrangers. Ainsi, La PPAA est donnée par l'équation : $St_{PPAA} = (P_t / P_t^*)$; ou en logarithmique : $St_{PPAA} = P_t - P_t^*$

Avec :

St : taux de change spot à l'instant « t » en monnaie locale (€) par une unité de monnaie étrangère (\$) ;

P_t : Indice de prix domestique à l'instant « t » en monnaie locale, et $P_t = \log(P_t)$;

P_t^* : Indice de prix étranger à l'instant « t » en monnaie étrangère, et $P_t^* = \log(P_t^*)$.

b) La version relative (PPAR)

Elle suppose que l'évolution du taux de change doit suivre le différentiel d'inflation étrangère et domestique. Dans le cas où l'écart entre les taux d'inflation étrangère et domestique est un pourcentage positif, l'appréciation nominale du même pourcentage est nécessaire pour la monnaie domestique, ce qui implique un échange contre un plus grand nombre de devises.

La PPAR relative est donnée par l'équation : $St_{PPAR} = St_{PPAA} * (P_t / P_t^*)$.

Le cours de change réel $SR_{\text{réel}}$ mesure le pouvoir d'achat relatif de deux monnaies . Il est défini par le nombre d'unités de biens domestiques nécessaires pour acheter une unité de biens étrangers équivalents. En d'autres termes, le cours de change réel est une forme assouplie de la PPA :

$$St_{\text{réel}} = (St / St_{PPAR}) = St * (P_{t+1} / P_{t+1}^*) ; \text{ Soit : } S_{t+1}^{\text{réel}} = St_{t+1} / [St * (P_{t+1}^* / P_{t+1})]$$

B/ Le solde de la balance des transactions courantes:

La balance des transactions courantes est un compte statistique qui retrace l'ensemble des échanges de biens et de services entre un pays donné et l'étranger. Le solde de la balance des transactions courantes nous permet de juger si une économie parvient à équilibrer son niveau d'épargne et d'investissement. Si le solde est négatif, l'économie dégage un besoin (le cas des Etats-Unis ces dernières années), dans ce cas c'est l'épargne internationale qui vient financer ses investissements. Ainsi, l'offre de monnaie augmente sur le marché des changes ce qui engendrera une dépréciation de cette monnaie. Par contre, Si le solde est positif, l'économie dégage un surplus d'épargne qu'elle investira à l'étranger ; elle prête de l'argent au reste du monde. Dans ce cas, la monnaie tend à apprécier.

II/ Les causes des fluctuations de change entre l'euro et le dollar depuis 1999

II-1/ Pourquoi l'euro était faible durant la période Janvier 1999-octobre 2000 ?

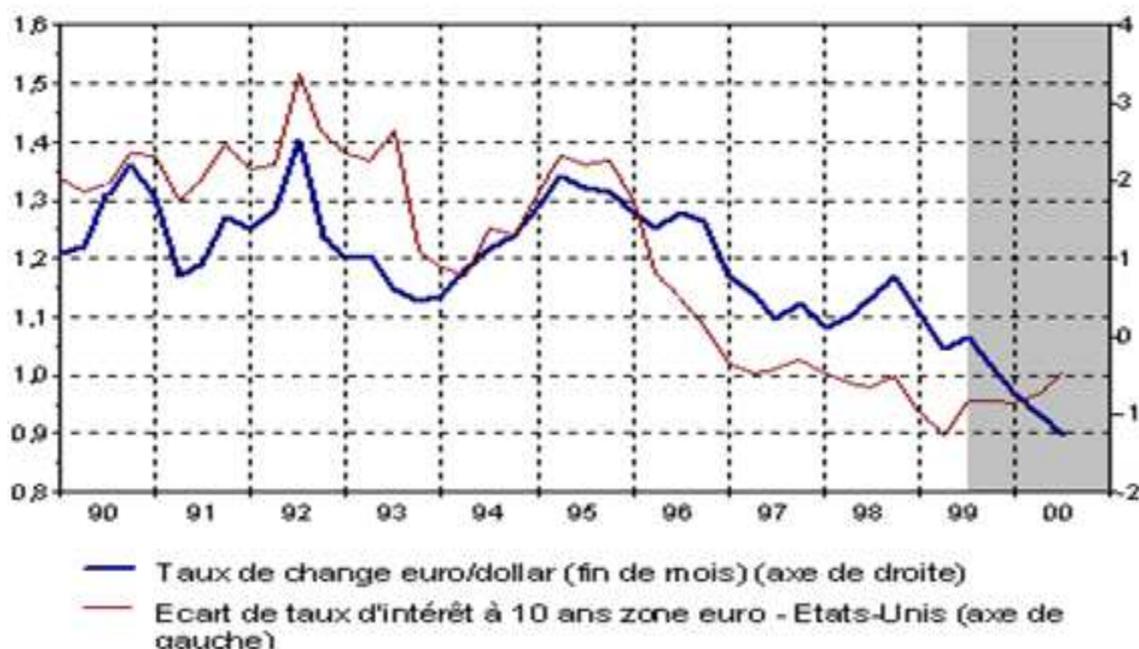
Analyser les fluctuations de change n'est jamais simple. Il est difficile de relier l'évolution du taux de change euro/dollar depuis janvier 1999 aux fondamentaux économiques (différentiels des taux d'intérêt, la parité du pouvoir d'achat et la balance des transactions courantes) des deux zones : la zone Euro et des Etats-Unis. L'explication la plus plausible de l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar est donnée par le sentiment général observé sur les marchés financiers qui a abouti par la suite à la formation de la bulle financière de 2000.

II-1-1- Le différentiel du taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro

La théorie de la parité des taux d'intérêt (PTI) explique, seulement, l'évolution du taux de change euro/dollar avant le milieu de 1999 ; c'est-à-dire juste un semestre après l'introduction de l'euro. Car depuis cette date, ce différentiel du taux d'intérêt n'apporte guère d'explication puisque le lien entre l'écart du taux d'intérêt et le taux de change, traditionnellement considéré comme un déterminant essentiel du taux de change, serait affaibli depuis.

A partir de la mi-1999 (voir le graphe ci-dessous), on assiste à une modification du lien entre le différentiel du taux d'intérêt et le taux de change. Les taux de change ne semblent plus expliqués par l'évolution du taux d'intérêt à long terme. L'augmentation de ces derniers était supérieure en Europe, alors que l'euro a continué de se déprécier par rapport au dollar.

Graphe 1 : Différentiel du taux d'intérêt à long terme et du taux de change

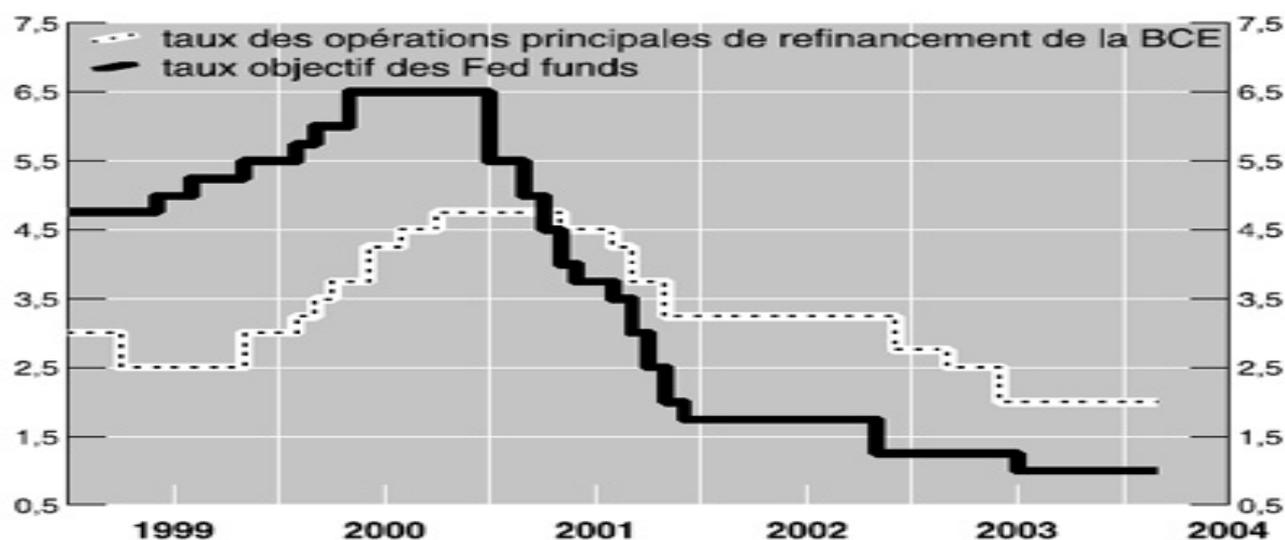


Source : Sénat américain

Selon ce graphique, le taux de change euro/dollar est simulé avant 1999 à partir des taux de change des 11 pays concernés. De 1990 à la mi-1999, le taux de change euro/dollar et l'écart du taux d'intérêt à 10 ans de la zone euro et les Etats-Unis évolue dans la même direction. A partir de la mi-1999, l'euro se déprécie bien que le différentiel de taux d'intérêt soit stable jusqu'à la fin de l'année 1999, puis se réduit à partir du début de l'année 2000.

Concernant les taux directeurs des deux banques centrales, la BCE a abaissé ses taux d'intérêt en avril 1999 à 2,5%, alors que la Fed augmentait ses taux d'intérêt à plusieurs reprises au cours du premier semestre (augmentation de 4,25% en janvier 1999 à 6,5% en avril 2000). La BCE a relevé par la suite ses taux à partir de la fin 1999 mais à un rythme qui ne dépassait pas celui de la Fed. Fin 2000, le taux de refinancement de la BCE était de 4,75 tandis que celui de la Fed s'élevait à 6,5%. Le graphique suivant, illustre mieux ce différentiel entre les taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale :

Graphe 2 : Taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale



Source : INSEE

II-1-2/ Le différentiel de croissance entre les deux zones

La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar peut s'expliquer aussi par le différentiel de croissance entre la zone euro et les Etats-Unis. Les économistes ont été surpris par la croissance vigoureuse aux Etats-Unis, alors qu'elle était modeste en Europe. Elle n'a pas été celle qu'ils attendaient :

Tableau 1 : Prévisions de croissance en juin 2000

Zone/ Année	1999		2000		2001	
	I	II	I	II	I	II
Etats-Unis	3,8%	5,1%	5,6%	3,5%	2,9%	2,7%
	(+2,9)%	(+3,2)%	(+3,4)	(+1,1%)		
Zone euro	2,2%	3,2%	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%
	(-0,2%)	(+0,5%)	(+1,0%)	(+0,7%)		

Source : CEPPII

NB : () représente les révisions par rapport aux prévisions faites en décembre 1998.

L'appréciation du dollar face à la monnaie européenne durant la majeure partie de 2000 relevait du fait que les prévisions successives des anticipations par les opérateurs de marché, qui indiquent des écarts de croissance à un ou deux ans en faveur des Etats-Unis (voir le tableau-1 ci-dessus).

Effectivement, la croissance américaine a été supérieure à celle de la zone euro jusqu'au dernier semestre de l'année 2000. L'écart de croissance entre la zone euro et les Etats-Unis était pour cette dernière en 1999 et en 2000 avant de basculer temporairement en faveur de la zone euro durant l'année 2001 (croissance d'un peu plus de 3% pour la zone euro et un peu moins de 3% pour les Etats-Unis). En effet, le différentiel de croissance entre les deux zones peut susciter des flux de capitaux vers la zone dont les perspectives de croissance semblent les plus élevées. Ces flux de capitaux s'agissaient des investissements directs (IDE) et des investissements de portefeuille, provenant d'anticipations de profits et de créances sur les marchés monétaires et obligataires, du fait d'anticipation de taux d'intérêt plu élevés.

a) Investissements de portefeuille

Une autre surprise pour les prévisionnistes est venue du volume des émissions de titres en euro. Malgré le brusque ralentissement de l'économie en 2000, les perspectives de croissance à moyen terme continuaient de favoriser les Etats-Unis par rapport à l'Europe. D'ailleurs, cette conviction rajoutée aux anticipations de rendements sur les actifs américains ont contribué à l'augmentation marquée des flux nets d'investissement de portefeuille, notamment les actifs en actions émanant de la zone euro. Les apports nets en actions ont atteint 110 milliards de dollar en actions, contre 16 milliards de dollar pour les obligations. D'après les statistiques données par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), la part des émissions en euro sur le marché international de la dette (dette obligataire et titres de créance négociable) était de 45 % en 1999, ce qui donne

presque autant que les émissions en dollar 47%. Les parts des émissions étaient de 33% pour l'euro et de 60% pour le dollar en 1998.

Mais les flux de nouvelles émissions sont restés modestes face aux stocks existants, donc cet effet à lui seul n'aurait pas suffi à provoquer la dépréciation de l'euro. La baisse de l'euro s'explique notamment par les mouvements intervenus du côté de la demande des titres. Les investisseurs sont revenus à une allocation plus favorable au dollar, après avoir substantiellement accru la part des monnaies européennes, puis de l'euro, dans les portefeuilles en fin de 1998 et début 1999.

b) Les investissements directs de la zone euro vers les Etats-Unis

A côté de cela, les anticipations ont continué de favoriser d'importants mouvements d'investissements directs étrangers (IDE), notamment les fusions acquisitions survenues au long de l'année 2000 aux Etats-Unis. Pour mieux accéder aux marchés américains, les entreprises de la zone euro acquièrent des compagnies américaines, on note comme exemple :

- l'achat de l'automobiliste américain Chrysler par Daimler en 1998, pour devenir le troisième constructeur mondial d'automobiles ;

- le groupe Vivendi a acheté Seagram en 2000, devenant le deuxième groupe mondial de communication derrière le groupe AOL Time Warner.

Les IDE aux Etats-Unis, qui avaient d'ailleurs fortement progressés en 1998, ont continué d'augmenter pour atteindre 275 milliards de dollars en 1999 (c'est-à-dire quatre fois plus qu'en 1997), pour un déficit courant de 331 milliards de dollars. Les sorties nettes d'investissements directs pour la zone euro, qui a investi massivement à l'étranger, ont dépassé 3% du PIB⁴. Les raisons principales qui expliquent ce comportement imprévu des investisseurs internationaux sont :

- La première raison est l'activité limitée sur le marché des actifs en euro : depuis l'introduction de l'euro, les coûts de transaction et la liquidité n'ont pas connu de rupture dans leur évolution. Cette explication de la baisse de la monnaie européenne est strictement financière et ne coïncide pas à ce fait avec la nature des flux nets, qui sont dominés par les investissements à long terme ;

- La deuxième cause relève des doutes sur la capacité de l'Europe à entrer dans l'ère de la nouvelle économie. L'un des obstacles majeurs d'une nouvelle économie européenne est le rythme trop lent des réformes structurelles. Ce constat a pu décourager l'acquisition de titres européens en dépit des bonnes prévisions macroéconomiques à moyen terme. En Europe, à l'inverse des Etats-Unis, en raison de gains de productivité faibles, il y a eu une crainte qu'une accélération de la croissance ne conduise qu'un déficit insoutenable de la balance courante. Par

⁴ « Les surprises de l'euro », la lettre du CEPII, N° 193, Septembre 2000, P.9.

contre, la nouvelle économie semblait procurer au déficit courant américain un caractère soutenable à long terme, du fait de la croissance rapide de la productivité.

L'introduction de l'euro a accéléré l'internationalisation des activités européennes tandis que les réformes structurelles progressaient trop lentement dans la zone euro pour encourager l'investissement. De ce fait, les flux de capitaux de la zone euro sont motivés par une vision de long terme.

II-1-3/ L'effet de la nouvelle économie

La dépréciation de l'euro durant la période de Janvier 1999 à octobre 2000 est expliquée par certains économistes par l'effet « nouvelle économie » dont auraient bénéficiés les Etats-Unis.

Durant cette période, pour le couple euro/dollar, la vigueur persistante du dollar vis-à-vis de l'euro était liée à la conviction que l'économie américaine, qui est stimulée par des gains de productivité plus élevés, continuerait de progresser à moyen terme à un rythme beaucoup plus rapide que les autres zones monétaires (Zone Euro et Japon). Les perspectives de croissance et de rentabilité offertes par l'émergence et la diffusion des nouvelles technologies comme l'internet, ont incité les investisseurs à acheter des actifs boursiers américains, ce qui a provoqué une demande massive du dollar, donc son appréciation vis-à-vis du dollar.

II-2/ Les causes des fluctuations stables entre l'euro et le dollar durant la période

Octobre 2000-Fevrier 2002

Les variations du taux de change entre l'euro/dollar durant cette période s'expliquent essentiellement par trois facteurs :

Premièrement, les perspectives à moyen terme entre les Etats-Unis et les pays de la zone euro ont constitué un élément déterminant des fluctuations entre l'euro et le dollar. Pour les intervenants sur le marché de change, c'est la vigueur soutenue du dollar qui leur laisse penser que les perspectives comparées de croissance à moyen terme pour les Etats-Unis résisteraient au ralentissement de l'économie durant les trois premiers trimestres de l'année 2001.

Deuxièmement, il est constaté que la relation entre les perspectives de croissance à moyen terme et les fluctuations globales des monnaies a perduré pour l'euro et le dollar. Les intervenants sur le marché de change, ont considéré, en 2001, que les évolutions aux Etats-Unis et les pays de la zone euro présentaient davantage de similarités, contrairement à 1999 et 2000 où les acteurs du marché s'attendaient à ce que la croissance à moyen terme aux Etats-Unis dépasse celle de la zone euro. A travers ce constat, le cours de change entre l'euro et le dollar durant cette période a fluctué dans une fourchette relativement étroite.

Troisièmes, le lien constaté entre les perspectives de croissance à moyen terme et les fluctuations entre l'euro et le dollar ressort également du comportement des prévisions de croissance à un ou deux ans, des flux de portefeuille de l'IDE et les écarts du taux d'intérêt.

II-2-1/ Réduction des écarts de croissance

La stabilité relative du cours de change entre l'euro et le dollar s'explique par la réduction des écarts de croissance attendus aux Etats-Unis et la zone euro. Soulignons que la dépréciation du yen vis-à-vis du dollar et de l'euro durant l'année 2001, correspond aux révisions par les opérateurs sur les écarts de croissance entre les trois zones (EU, zone euro, Japon). Les Etats-Unis et la zone euro ont été nettement favorisés.

II-2-2/ Les flux de portefeuille

Durant l'année 2001, les flux de portefeuille, en particulier obligataires, ont privilégié les Etats-Unis et la zone euro, au détriment du Japon. La stabilisation de l'euro vis-à-vis du dollar s'explique aussi par le ralentissement durant l'année 2001 du rythme des flux nets de portefeuille de la zone euro vers les Etats-Unis. De plus, les fusions acquisitions, connues aux Etats-Unis en 1999 et 2000, se sont rééquilibrées en 2001 et début 2002, en termes nets.

II-2-3/ Le différentiel du taux d'intérêt

Les décisions de la politique monétaire et les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle important sur le cours de change entre l'euro et le dollar, notamment par leur incidence sur les anticipations de croissance. Avec la perception de croissance plus vigoureuse aux Etats-Unis qu'au Japon et la zone euro, le dollar est resté ferme, malgré le resserrement des écarts de taux à court terme en faveur des Etats-Unis vis-à-vis du Japon et le fléchissement des taux américains au-dessous de ceux de la zone euro.

II-3/Pourquoi le dollar baisse-t-il depuis 2002 ?

Après huit ans de dollar fort durant les années 1990, les Etats-Unis ont connu une dépréciation du dollar et un ajustement par le change. Pour la plupart des observateurs, la dépréciation du dollar est jugée inévitable compte tenu des déficits budgétaires et commerciaux américains.

Le point de départ est un accroissement substantiel du besoin de financement extérieur américain, tiré largement par le déficit des finances publiques. Cela signifie que la croissance de l'économie américaine est très fortement dépendante de l'épargne du reste du monde. Mais cela ne suffit pas : cette épargne non résidente est désormais plus réticente à investir aux Etats-Unis sous la forme d'investissement direct ou d'achats de titres. Cela tient aux doutes sur les perspectives de croissance américaine et au fait que le rendement des actifs financiers libellés en dollar (taux d'intérêt publics ou privés, par exemple) n'est pas jugé suffisamment attrayant.

En matière budgétaire, l'administration Bush hérita (de l'administration Bill Clinton) d'excédents proches de 240 milliards de dollars en 2000. La récession de 2001, qui a provoqué de moindres

rentées fiscales, ainsi que les baisses d'impôts et le nouveau gonflement du budget de la défense et de la sécurité intérieure consécutifs aux attentats du 11-septembre, ont transformé ce surplus appréciable en déficit considérable, surtout dans une période de redémarrage de la croissance ; il a atteint 412 milliards de dollars en 2004, soit 3,6% du PIB. En parallèle, le déficit commercial, qui n'a cessé de se creuser pendant trois années consécutives, a atteint un record historique de 618 milliards de dollars en 2005 (5,3% du PNB), en progression de 24,4%, par rapport à l'année précédente.

Les facteurs qui déterminent les mouvements de change entre l'euro et le dollar à partir du début février 2002 ont sensiblement changé. Du milieu des années 1990 jusqu'à 2001, l'économie des Etats-Unis se caractérisait par des gains de productivité importants. Cela avait contribué à attirer des flux de portefeuille substantiels, notamment en actions et obligations d'entreprises, mais aussi d'investissement direct étranger (IDE). La rentrée de ces flux avait alimenté une hausse appréciable du dollar, affaiblissant ainsi la balance courante. Dans un contexte de chute des bénéfices et de ralentissement de l'économie, ce boum d'investissement a pris fin aux Etats-Unis à partir de 2001. Par contre, à partir du premier semestre 2002, les Etats-Unis ont connu une reprise économique moins rigoureuse que prévu mais aussi d'apparition de nombreux scandales financiers émanant de grandes entreprises. Cela a suscité l'inquiétude des investisseurs sur la fiabilité des marchés financiers et l'ampleur des risques encourus. De surcroît, que cette confiance des investisseurs se détériorait vis-à-vis des marchés financiers américains, la composition et la destination des flux de capitaux se sont sensiblement modifiées.

Les IDE et les flux de portefeuille privés provenant de la zone euro sont devenus négatifs en termes nets. Les mouvements de capitaux et le taux de change sont principalement déterminés par les différentiels d'intérêt et non pas par les écarts de croissance anticipés, qui avaient longtemps soutenu la vigueur du dollar et les flux de fonds vers les Etats-Unis. Avec des taux d'intérêt supérieurs à ceux des Etats-Unis, la zone euro est devenue la première destination des flux de capitaux, provoquant ainsi la hausse de l'euro.

Il existe trois grands déterminants des variations de change entre l'euro et le dollar, à partir de 2002:

- 1- Le niveau du déficit courant américain, qui est la principale cause de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar ;
- 2- Le différentiel du taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis ;
- 3- Les politiques de change en Asie.

Les écarts d'inflation sont trop faibles entre les Etats-Unis et la zone euro pour qu'ils puissent exercer une réelle influence sur les évolutions du taux de change euro/dollar. En 2003, le taux d'inflation était de 1,9% dans la zone euro contre 2,1% aux Etats-Unis.

II-3-1/ Le niveau du déficit courant américain :

La dépréciation du dollar à partir de février 2002 est principalement due à la dégradation des soldes des transactions courantes des Etats-Unis et plus précisément de leur déficit du commerce extérieur. Le niveau du déficit courant américain se creuse du fait d'un déséquilibre entre l'investissement des Etats-Unis, qui est en hausse, et l'épargne domestique, qui est stagnante. Pour financer ce déficit, une proportion importante de l'épargne mondiale doit converger vers les Etats-Unis. Donc, faute de la faiblesse de l'épargne domestique, les Etats-Unis doivent emprunter au reste du monde.

En 2002, le déficit courant américain atteignait 5% du PIB et les engagements extérieurs nets ont dépassé 20% du PIB. La part du déficit américain financée par l'IDE a nettement fléchi, tandis que celle des réserves officielles en dollars, concentrées surtout en Asie, a fortement augmenté. Ce déficit a fortement contribué à la dépréciation généralisée du dollar durant l'année 2003. Durant la même année, le déficit a atteint 5% du PIB, tandis que les engagements extérieurs nets des Etats-Unis ont avoisiné 25%. En 2004, l'accentuation du déséquilibre extérieur des Etats-Unis a suscité un repli généralisé du dollar. Le déficit courant a atteint 5,7% du PIB, et plus de 25% du PIB sur les engagements extérieurs nets des Etats-Unis.

En 2004, la part des financements privés a reculé, notamment sous forme d'actions et d'IDE. Par contre, une augmentation des capitaux publics est constatée. L'impression d'une surabondance potentielle d'avoir officiels en dollars et le déséquilibre extérieur des Etats-Unis ont pesé sur le dollar américain :

Premièrement, après l'annonce d'un ample déficit de la balance commerciale, le cours moyen du dollar a fléchi par rapport à l'euro ;

Deuxièmes, les statistiques données sur les achats de valeur du trésor américain par les non-résidents ont aussi influencé le dollar. Ce dernier, s'est plutôt déprécié quand les achats officiels augmentaient, et apprécié quand le total était en hausse. Les marchés interprètent les modifications dans la composition du financement du déficit américain, privé et officiel, comme un signe de son caractère insoutenable ;

Troisièmement, les annonces des banques centrales, même s'il ne s'agissait que de rumeurs, de diversifier leurs réserves de change, notamment en euro, ont influencé le dollar à la baisse par rapport à l'euro. Ce constat est remarqué à partir du mois d'août 2004, moment où le dollar a nettement déprécié par rapport à l'euro.

En 2005, le déséquilibre extérieur des Etats-Unis s'est amplifié. Le déficit des paiements courants a atteint 6,4% du PIB et les engagements extérieurs nets ont dépassé les 25% du PIB.

⁵ Les perspectives de croissance domestique et les écarts de taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis semblent avoir été les principaux déterminants des variations de change entre l'euro et le dollar. Noton qu'en 2005, le yen a constitué une monnaie de financement des opérations carry trade. Avec le resserrement de la politique

La part des flux privés dans les investissements de portefeuille en obligations et dans les entrées sous forme d'IDE a remarquablement augmenté. Au premier semestre 2006, le déséquilibre extérieur des Etats-Unis continuait et le déficit commercial a atteint un niveau record.

II-3-2/ Différentiel du taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis

Le taux de change entre l'euro et le dollar est aussi tributaire des écarts de taux d'intérêt. Le différentiel des taux d'intérêt joue en faveur de la zone euro durant cette période. Il offre de meilleures rémunérations aux investisseurs. Ceux-ci placent donc leurs capitaux dans la zone euro, achètent par conséquent cette devise, ce qui tend à l'apprécier.

En 2005, on remarquait, par contre, une inversion de la courbe de différentiel des taux d'intérêt causée par la remontée des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis et la hausse des prix du pétrole.

A partir de janvier 2002, l'appréciation de l'euro face au dollar a été encouragée par l'attrait du taux d'intérêt plus rémunérateurs pour les flux de capitaux en quête de rendement. Par l'intermédiaire des stratégies de carry Trade⁶, les écarts de taux d'intérêt constatés et anticipés ont influé sur les cours de change. Diverses catégories d'investisseurs internationaux en quête de rendement ont opté pour ces stratégies de carry Trade, ce qui a contribué à lier les taux d'intérêt et les cours de change.

Le raffermissement du dollar face à l'euro durant la majeure partie de 2005 est le fait positif du durcissement de la politique de la Fed sur les écarts de taux d'intérêt. La Fed a augmenté son taux directeur à huit fois en 2005. Les écarts de taux d'intérêt favorables au dollar ont eu une incidence sur l'affaiblissement de plusieurs monnaies (livre sterling, les dollars australien et canadien) à l'égard de la monnaie américaine, après plusieurs années de forte appréciation. Notons que le dollar canadien, au contraire, s'est apprécié vis-à-vis du dollar avec un écart de taux d'intérêt relativement stable. La tendance baissière du dollar par rapport à l'euro, à partir de décembre 2005, est constatée lorsque le marché a commencé à anticiper, en particulier, une hausse des taux directeurs dans la zone euro et à percevoir différemment les cycles de la politique monétaire dans la zone euro et les Etats-Unis.

II-3-3/ Les Politiques de change en Asie

Les interventions des banques centrales, surtout en Asie, en réaction aux tensions sur leur monnaie ont joué un rôle important dans la fluctuation des cours de change. Les interventions

monétaire par la fed, c'est-à-dire la hausse régulière des taux d'intérêt américains, le dollar devenait une monnaie de placement. Les investisseurs internationaux en quête de rendement préféraient emprunter des yens avec un taux d'intérêt attractif pour investir dans des actifs libellés en dollars.

⁶ Les stratégies carry trade consistent à lever des fonds dans une monnaie à faible taux d'intérêt pour les placer dans une autre, mieux rémunérée, dans l'espoir qu'une éventuelle dépréciation de la seconde ne sera pas suffisante pour annuler l'avantage procuré par l'écart de taux.

des banques centrales asiatiques sont multipliées ces dernières années. Les pays asiatiques interviennent sur le marché des changes pour éviter que leur monnaie soit appréciée par rapport au dollar, car ils cherchent à réserver leur compétitivité.

Les statistiques montrent que les interventions sont plus fréquentes qu'auparavant. Les autorités japonaises ont acquis 316 milliards d'actifs américains entre le début 2003 et mars 2004. Pour maintenir une parité fixe entre le yuan et le dollar, les autorités monétaires chinoises ont accumulé les réserves de change. Egalement, la Corée du Sud, l'Inde et le Taiwan (Chine), ont augmenté les réserves en dollars après des interventions massives de leur banque centrale pour limiter l'appréciation de leur monnaie vis-à-vis du dollar et, par conséquent, du yuan chinois.

Ces interventions de change des banques centrales asiatiques modifient les balances courantes d'équilibre des pays asiatiques. En contrepartie, elles doivent affecter aussi celles du reste du monde. Du moment que les réserves de change des pays asiatiques sont constituées par des actifs américains (bons du trésor), donc c'est la balance courante des Etats-Unis qui est la plus susceptible de se dégrader. On aperçoit que l'appréciation de l'euro est liée à l'incompatibilité des stratégies de change poursuivies par la zone euro et les autres pays asiatiques :

La zone euro : Les autorités monétaires européennes ne veulent pas que l'euro soit la seule monnaie à s'apprécier par rapport au dollar américain, car pour que la balance courante des Etats-Unis diminue il faut que l'euro augmente considérablement ;

Le Japon : La stratégie de la Banque du Japon consiste, comme on a souligné ci-dessus, à conserver un Yen faible par rapport au dollar. Elle achète des titres libellés en dollar afin de déprécier le Yen. C'est une stratégie qui vise à diminuer le prix de ses exportations pour soutenir la croissance et maintenir la position compétitive du Japon vis-à-vis de ses partenaires asiatiques ;

La Chine : La Chine a choisi d'ancrer sa monnaie (le yuan) avec le dollar américain pour soutenir ses exportations et sa compétitivité.

Le choix des pays asiatiques de maintenir une parité constante de leur monnaie avec le dollar va les obliger à augmenter énormément le montant de leurs interventions car leurs balances courantes s'améliorent mécaniquement du fait de la chute de leur monnaie, parallèlement à celle du dollar.

Ces dernières années, on peut noter quelques différences par rapport au passé concernant les interventions des banques centrales asiatiques:

- Le Japon, par le biais de son ministère des finances, a cessé, à partir de mars 2004, d'intervenir sur les changes. L'attention s'est alors portée essentiellement sur les autorités monétaires chinoises qui ont continué d'accumuler de substantielles réserves en dollar pour préserver la parité de sa monnaie avec le dollar américain ;

-
- Malgré l'accélération du rythme d'accumulation des réserves de change en dollar américain de plusieurs pays asiatiques (Taiwan (chine), Corée, Thaïlande...) en 2004, les monnaies de ces pays ont moins étroitement suivi le dollar. Le won coréen a reproduit plus de la moitié des variations du yen face au dollar, au deuxième semestre 2005 ;
 - L'accumulation des réserves de change par les banques centrales, asiatiques notamment (Chine et Japon), a influencé sur les cours de change.

Conclusion

L'expérience de la dépréciation de l'euro face au dollar dans les deux premières années de son introduction, alors que tout le monde s'attendait à ce que l'euro soit une monnaie forte, nous rappelle que le marché des changes peut être animé par une vision auto-réalisatrice imperméable aux arguments rationnels. L'euro s'est ainsi déprécié face à la monnaie américaine pendant deux ans et demi, et ce n'est qu'en 2003 qu'il a retrouvé son niveau de lancement de janvier 1999.

Depuis la libéralisation des activités financières à partir des années quatre-vingt et le rôle important et croissant des marchés financiers dans l'économie mondiale, l'offre et la demande des différentes monnaies sont de plus en plus influencées par les mouvements de capitaux, qui sont devenus totalement libres entre les pays industrialisés. C'est en fonction des perspectives de rentabilité que leur offrent les différents placements que les investisseurs placent leurs avoirs.

La part prépondérante actuelle du dollar est logique compte tenu du fait qu'à l'échelle internationale, ce sont les Etats-Unis qui ont le principal besoin de financement ; ce besoin est généré par l'énorme déficit de la balance courante des Etats-Unis. Donc, une modification rapide et significative de la répartition des devises dans les réserves de change est peu probable dans la mesure où la dépréciation du dollar qui s'ensuivrait générerait des pertes en capital pour les détenteurs de réserves.

Le caractère moins ouvert de l'économie de la zone euro signifie que les variations des prix des biens importés n'ont qu'une incidence limitée sur les prix intérieurs. L'essor de la nouvelle économie et la croissance américaine de la deuxième moitié des années 90 peuvent expliquer la hausse du dollar. Les déboires liés à l'investissement excessif et à la bulle boursière sur les nouvelles technologies, et le ralentissement américain de 2001, peuvent expliquer le déclin du dollar. Au-delà de ces explications, cependant, la persistance d'un besoin de financement extérieur très substantiel de l'économie américaine suggère que le potentiel de baisse de la monnaie américaine reste très important.

BIBLIOGRAPHIE

1/ Ouvrages :

- COLLOMB. J, Finance de marché, Ed. Esa, Paris, 1998.
- DEBAUVAIS. M.& SINNAH. Y, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, Ed, Economica, Paris, 1992.
- De la BRUSLERIE Hubert, Trésorerie d'entreprise, Edition Dalloz, paris, 1997.
- DESBRIERES. p & POINCELOT. E., Gestion de trésorerie, Edition Management, Paris, 1999.
- FONTAINE. P, Gestion du risque de change, Ed, Economica, Paris, 1996.
- Gérard Marie. H, Dollar : la monnaie internationale, Edition studyrama, 2004.
- GILLOT. P & PION. D, Le nouveau cambisme, Edition Eska, Paris, 2004.
- Bourguinat. H, L'Euro au défi du Dollar, Edition Economica, Paris, 2001.
- Goux.J, Taux de change Euro-Dollar et Break structurel, Edition la documentation Française « Economie Internationale », 2004.
- SIMON.Y, Techniques financières internationales, Ed Economica , 8ème édition, paris 2003.
- VERGNAUD. E, Indicateurs économiques et marchés financiers, édition Eska, Paris, 2000.

2/ Revues économiques :

- Alternatives Economiques : Christian Chavagneux, « Le faible rôle mondial de l'euro », N°.233, février 2005, P.62.
- Alternatives Economiques : Christian de Boissieu, « L'euro séduit l'OPEP », N° 232, P.64.
- Alternatives économiques : Hélène Baudchon « Dollar : l'insoluble équation », N°64, 2ème trimestre 2005.P 14-15.
- Alternatives Economiques : « L'homme qui parlait aux marchés », N°242, Décembre 2005, PP. 62-63.
- Alternatives Economiques : Sandra Moatti, « Avis de tempête sur le taux », N°226, Juin 2004, P.36.
- Alternatives Economiques : Sandra Moatti, « Le Désordre des monnaies », N°60, Avril 2004, PP. 12-15.

-
- Alternatives Economiques : Xavier Tombeau, « Les déséquilibres de l'économie mondiale », N°64, Mars 2005, P.20.
 - Analyses et documents économiques : « La guerre des monnaies », N° 94, Septembre 2003.
 - CDC IXIS-Flash, « Et si la BCE intervenait ? », N°23, janvier 2004,P.11.
 - CDC IXIS-Flash, Patrick Artus, N°184, Mai 2006, PP.1-7.
 - La lettre du CEPII : « Héritage GREENSPAN : le triomphe de la politique discrétionnaire », N°251, décembre 2000.
 - La lettre du CEPII : « Heureux dollars », N°225, Juillet-Aout 2003.
 - La lettre du CEPII : « La BCE et l'EURO », N°182, septembre 1999.
 - La lettre du CEPII : « Le dollar dans le G20 », N°238, Octobre 2004.
 - La lettre du CEPII : « Les Banques Centrales Asiatiques et le dollar », N°230, Janvier 2004.
 - La lettre du CEPII : « Le YUAN doit-il être réévalué ? », N° 227, Octobre 2003.
 - La lettre du CEPII : « Régimes de change : avec ou sans sucre ? », N° 191, Juin 2000.
 - Presse Universitaire de Strasbourg : « L'Euro vecteur d'identité Européenne (OPEE) », 2002.
 - Problèmes Economiques : N°.2861. Octobre 2004.
 - Problèmes Economiques : N°.2886. Novembre 2005.
 - Problèmes Economiques : N°.2893. Février 2006.
 - Problèmes Economiques : N°.2895. Mars 2006.

3/ Sites internet :

- <http://www.ecb.int>; <http://www.fed.com>

4/ Bases de données :

- Datastream ; CHELEM