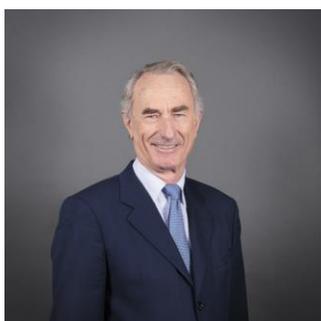




PLATINIUM

Flash Stratégie Avril 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

La BCE doit-elle essayer de faire baisser l'euro ?

Les marchés attendent de la BCE le geste qui permettra de faire baisser la monnaie européenne.

Pourtant, la BCE n'a pas été mise en place pour régler des problèmes de change.

C'est le message que son second président M. J. C. Trichet avait transmis aux marchés lors des premières interventions de la BCE dans le cadre de la politique monétaire de la zone euro.

Les problèmes de change sont pourtant restés des préoccupations essentielles depuis la mise en place de la Banque Centrale européenne, alors que la FED, de son côté, ne se prive pas de chercher à faire baisser le dollar pour soutenir l'activité des entreprises américaines. Aujourd'hui les autorités politiques de divers pays européens – France en tête mais également, dans une moindre mesure, l'Italie ou l'Espagne - s'inquiètent du niveau de l'Euro et demandent à la BCE de prendre des mesures de nature à faire baisser le taux de change de la monnaie européenne vis-à-vis des partenaires commerciaux de la zone euro.

Les plaideurs d'une baisse du taux de change de l'Euro ont-ils pour autant un dossier solide ? N'est-ce pas une solution de facilité que de demander la dévaluation de l'Euro ? A moins que ce ne soit le besoin de copier ce que les autres grandes zones commerciales, zone dollar, zone yen, zone yuan, pour ne citer que les plus importantes, ont mis en place pour exporter leurs difficultés chez leurs partenaires commerciaux.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

La balance commerciale de la zone euro ne semble plus spécialement tributaire du niveau de l'Euro.

L'Euro a été introduit en 1999. Dans une première phase 1999-2002, l'Euro a baissé de 1.20 dollar à 0.85 dollar, pris dans l'environnement récessif de la période 2001/2002.

Après les hésitations des premières années de mise en place de la monnaie unique, la première grande période de hausse s'est étalée entre 2002 et 2008, sous la conduite de l'intransigent président J.C. Trichet. Le taux de change de l'euro est alors passé de 0.85 \$ à presque 1.60 \$. Cette nette hausse (+90%) s'est appuyée sur le cycle économique haussier géré avec beaucoup de rigueur côté européen, beaucoup plus de laxisme côté américain, de sorte que la force de l'euro a été accompagnée par la faiblesse intrinsèque du dollar, confirmée par la hausse de la livre sterling qui a atteint en 2006/2007 le taux de 2 dollars pour une livre. Le parcours haussier de l'euro s'est sublimé dans l'euphorie de 2007, et s'est prolongé début 2008 lorsque le dollar a payé l'effet « subprime », avant de redevenir la valeur refuge qu'il a toujours été en période difficile. A partir de 2008 en effet, l'Euro est entré dans une phase baissière accentuée par le rebond du dollar dans son rôle de monnaie refuge, avant de subir les effets de la crise « existentielle » de la zone euro.

Pendant la première partie de la hausse de l'euro du printemps 2002 à fin 2004, la balance commerciale de la zone euro établie avec les partenaires commerciaux hors de la zone euro s'est relativement bien comportée. En effet pendant que la monnaie européenne s'appréciait de quelque 60 % de 0.85 dollar à 1.36 dollar, les excédents commerciaux de la zone euro ont atteint puis se sont maintenus en moyenne autour de 5 milliards de dollars par mois.

En revanche, entre l'été 2004 et l'été 2008 alors que l'euro s'appréciait encore de quelque 20 %, la balance commerciale s'est dégradée passant même quelques mois en territoire négatif en 2006 puis en 2008, année où la dégradation était surtout due à la crise financière.

Pendant la période suivant la crise des « subprimes », de mi-2008 à mi-2012, l'euro est entré dans une phase baissière malgré trois rebonds spectaculaires autour de 1.50 dollar pour un euro en 2009, 2010 et 2011. D'abord victime des arbitrages vers le dollar pendant la crise financière, la monnaie unique a ensuite connu sa propre crise due à l'incapacité de certains pays de la zone euro d'assurer le remboursement de la part de

leur dette publique arrivant à échéance en 2010 et 2011. A ce titre, la Grèce, l'Irlande et le Portugal ont demandé l'appui de la zone euro, pour quelque 500 milliards d'euros. Enfin, en raison de la crise immobilière, les banques espagnoles tributaires du sur investissement immobilier dans le pays ont, à leur tour, sollicité les mécanismes européens de stabilité créés à cet effet. En dépit de l'accumulation de dettes des pays aidés mais aussi de la plupart des autres pays de la zone euro, la tendance baissière s'est retournée à la hausse au cours de l'été 2012, à la suite de l'intervention du président de la BCE assurant les marchés de mettre tout en œuvre pour « sauver » l'Euro.

Ce faisant, sur la base des seuls engagements de la BCE, sans intervention effective, l'Euro affiche une hausse régulière depuis l'été 2012 (+15%). Le retournement est à ce point solide que les opérateurs de marché demandent que désormais la BCE favorise la baisse de la monnaie unique afin de faciliter les exportations des pays de la zone.

Pour autant, la balance commerciale de la zone euro vis-à-vis de ses partenaires hors zone euro s'est retournée à la hausse et ne s'est jamais aussi bien portée que depuis la mi-2012 avec des excédents record de 10 à 12 milliards d'euros, atteignant à plusieurs reprises quelque 15 milliards d'euros par mois.

En somme, la relation entre la hausse de l'Euro et la faiblesse de la balance commerciale de la zone Euro n'est pas établie. Bien au contraire.

Balance commerciale de la zone euro (en bleu) et taux de change euro/dollar (en noir)



Un faux débat pour obtenir le même cadeau que celui accordé aux marchés américain, britannique ou japonais ?

Il se trouve que l'amélioration de la balance commerciale de la zone euro est essentiellement alimentée par la progression des exportations, même si, sur la fin de période, la baisse des importations renforce le solde positif de la balance commerciale.

En somme, aujourd'hui, **à priori**, la parité euro dollar ne pénalise pas la balance commerciale de la zone euro. Il y a plusieurs explications à ce phénomène.

La première explication réside dans les termes de l'échange.

La force de l'euro qui ne pénalise pas, outre mesure, les exportations abaisse par ailleurs le coût des importations. En fin de période les montants d'exportations continuent de progresser de manière atténuée alors que les importations régressent légèrement, sans doute en raison de la faiblesse de la conjoncture mais surtout à cause de l'amélioration des termes de l'échange.

Les allemands qui publient régulièrement un indicateur des termes de l'échange, ont démontré au cours des années 70/80 que la force du DM n'empêchait pas l'amélioration des comptes courants.

Termes de l'échange en Allemagne
(Base 100 en 2010)



Bien évidemment, la bonne tenue des exportations tient à la capacité d'adaptation de l'économie à la force de la monnaie, alors que la hausse de la monnaie permet mécaniquement d'obtenir des importations à meilleur coût. **En Allemagne**, le rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation donne les termes de l'échange qui évoluent dans le temps. **Sur base 100 en 2005** le rapport reste au niveau de 100 après avoir atteint des pics en 2003 et 2009 et des points bas en 2008 et 2012. Aujourd'hui plusieurs pays de la zone euro savent profiter de la situation pour redresser leur balance courante notamment, outre l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie.

Le cas de l'Italie est particulièrement intéressant. Ce pays a toujours été sensible aux taux de change et a souvent profité de sa liberté de dévaluer pour améliorer sa compétitivité. Depuis que l'Italie est dans la zone euro, elle s'est souvent plainte des taux de change trop élevés de l'Euro et a certainement souffert de l'impossibilité de dévaluer. **Pourtant, les exportations** hors zone euro **affichent** un taux de croissance non négligeable entre 2004 et 2008 et depuis la sortie de la crise financière, en 2009. Tout au plus pourrait on s'inquiéter de la stagnation des exportations depuis le sauvetage de l'Euro par M. Draghi mi 2012. Mais la stagnation des exportations hors zone euro s'effectue au niveau le plus élevé observé au cours de ces quinze dernières années.

La balance commerciale européenne est donc défendue par l'Allemagne (excédent mensuel de l'ordre de 14 milliards d'euros), l'Italie (excédent 2.6 milliards d'euros) ou les Pays-Bas (excédent de 2.7 milliards d'euros). Ces excédents compensent les déficits notamment ceux de la France (environ 5 milliards d'euros mensuels) pour **étayer** une balance globalement positive qui se situe au plus haut de ces quinze dernières années **autour de 15 milliards d'euros d'excédents mensuels**.

En somme, M. Draghi a peut-être de bonnes raisons de se préoccuper des risques de déflation notamment de la déflation « importée » par la baisse des prix à l'importation due à l'amélioration des termes de l'échange. Toutefois cette déflation a aussi ses vertus. Elle permet notamment aux entreprises de maintenir plus aisément leurs marges brutes grâce à la baisse relative des prix des produits importés. En revanche le président de la BCE a peu de raisons de s'inquiéter de la compétitivité globale de la zone euro vu les résultats du commerce extérieur obtenus notamment depuis l'été 2012. Sur ce point il pourrait se contenter d'inciter les pays qui ne sont pas au niveau de productivité de la moyenne de la zone à rattraper leur retard.

L'Europe n'est pas le Japon.

La politique mise en place par le Japon au cours des derniers trimestres est souvent citée en exemple par les opérateurs de marché qui rêvent de voir mise en place une politique monétaire très **accommodante, voire laxiste**.

A coup sûr, elle alimenterait les flux vers les marchés financiers.

Il est moins sûr que le volume du crédit en profiterait et, surtout, qu'elle provoquerait une baisse de l'euro facilitant les exportations européennes et augmentant mécaniquement les bénéfices réalisés par les sociétés. En tout cas c'est ce que les marchés croient.

C'est ce qu'ils attendaient aussi de la politique de M. Abe et qu'ils avaient joué dès les premières mesures prises à travers la hausse du Nikkeï et la baisse du yen. Malgré l'échec de cette politique, les opérateurs espèrent toujours la voir réussir et surtout appliquée à l'Europe par la BCE.

Il y a quelques années, la BOJ aurait pu se comparer à la BCE ou, du moins, à son ancêtre la Bundesbank. Malheureusement, au cours des dernières années, l'écart s'est creusé entre l'Allemagne et le Japon. L'Allemagne a retrouvé son modèle de croissance basé sur les exportations et des termes de l'échange favorables. Le Japon n'a pas réussi à rétablir le fonctionnement de son modèle également basé sur l'exportation et des termes de l'échange favorables.

Au contraire, le Japon de M. Abe cherche à rétablir sa compétitivité par la dégradation des termes de l'échange à travers une forte baisse de sa monnaie. La dégradation des termes de l'échange a entraîné l'augmentation immédiate du déficit extérieur alors que les exportations ne profitaient pas de la baisse du yen. La structure de l'économie japonaise utilisatrice d'énergie et de matières premières importées, ne s'est pas du tout adaptée à la baisse du yen. Pire, après 2 ans de baisse du yen les exportations japonaises ne manifestent aucune amélioration significative alors que la forte augmentation en valeur des importations, due au change, a entraîné l'effondrement de la balance commerciale.

Evolution du taux de change yen/dollar et balance commerciale japonaise



Pourquoi dès lors envisager la même politique pour l'Europe ?

Quatre des cinq pays les plus importants de la zone Euro ont redressé leurs comptes extérieurs et se trouvent aujourd'hui en excédent ou proches de retrouver l'équilibre. Il s'agit de l'Allemagne, de l'Italie, de l'Espagne et des Pays-Bas qui dégagent à eux quatre, plus de 20 milliards d'excédents mensuels sur les pays hors de la zone euro.

Seule la France n'est pas au rendez-vous. Par ailleurs l'Italie qui vient de changer de stratégie n'a pas encore fait la preuve que son nouveau modèle économique est plus efficace que les modèles basés sur la rigueur. Pour le moment M. Renzi est soutenu en Italie et hors d'Italie car il fait naître l'espoir que plus de croissance facilitera le rétablissement des comptes du pays. Pour l'instant les principaux succès de l'Italie sont dus à la rigueur : excédents extérieurs, déficit en dessous de 3% du PIB, arrêt du recul de la croissance ...

Dès lors, peut-on envisager que la politique monétaire de la zone euro soit modifiée au seul bénéfice de l'économie française qui n'a pas mis en place les réformes de structures qu'impose l'Euro fort, ou de l'économie italienne dont le nouveau modèle qui cherche à contourner les effets de l'Euro fort, n'a pas encore fait ses preuves ? Peut-on envisager que l'Allemagne qui a à peine retrouvé le niveau des termes de l'échange de 2005 accepte de les dégrader de nouveau à travers une baisse de l'Euro ?

Conclusion : Le « Quantitative Easing » est-il bien adapté à la zone euro ?

Avant que la BCE accepte la mise en place de moyens « non conventionnels » pour sa politique monétaire, il semble que l'intérêt de ces moyens doive être justifié. Aujourd'hui ce sujet constitue le principal support de la thèse des adversaires de la rigueur qui voient dans le principal moyen non conventionnel, le QE (quantitative Easing) ou rachat de titres aux banques pour des sommes très importantes, le seul moyen de relancer la croissance, en s'appuyant sur les résultats obtenus par les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et plus récemment le Japon.

Or ces résultats sont très critiquables.

La reprise américaine, comme celle de la Grande-Bretagne sont dues, pour l'essentiel, aux effets mécaniques de la sortie de récession. Preuve en est que la zone euro et divers pays de l'union européenne connaissent à leur tour une reprise faible mais réelle de la croissance. Pour la zone euro, qui n'a pas été inondée de liquidités, le redémarrage des activités s'explique par le retournement mécanique du cycle, en dépit de l'impact négatif des mesures de rigueur. A l'opposé, le Japon qui n'a pris aucune mesure de rigueur pour réduire son endettement catastrophique mais a inondé son économie de liquidités, n'affiche qu'une croissance anémique. Après la chute libre du PIB en 2009, entre -3% et -9% en glissement annuel, la sortie de récession s'est traduite par des taux de croissance de 1.5% à 4%, avant de replonger sur les suites de l'accident nucléaire de 2011 autour de 3% de baisse en glissement annuel. Entre 2012 et 2014, la reprise de l'économie japonaise s'est limitée à des moyennes de taux de 0.3% en glissement annuel en dépit du QE considérable mis en place par la BOJ (Banque du Japon).

Il n'y a rien de très convaincant dans les statistiques japonaises qui ont accompagné depuis plus de 2 ans la mise en place d'un QE, pourtant massif.

A cette incertitude sur les effets du QE s'ajoutent deux obstacles. Le manque de visibilité sur le modèle italien et le modèle français.

Le modèle italien est encore trop récent pour être jugé, d'autant qu'il est à contre-courant du modèle imposé par la « Troïka » des organismes de renflouement des pays européens en difficulté.

En France, la structure des échanges extérieurs montre que le déficit de la balance commerciale est pour plus de 50 % réalisé à l'intérieur de la zone euro. En somme, une baisse de l'Euro n'aurait aucun effet sur plus de la moitié des exportations françaises. Par ailleurs, les effets d'une baisse orchestrée de l'Euro seraient d'autant plus limités que le second poste du déficit commercial français est dû aux échanges avec l'Asie (40%) dont les différentes monnaies se sont affaiblies ces derniers temps dans le sillage du Yuan.

Une fois de plus les marchés se préoccupent peu de savoir si les conditions d'une croissance à long terme sont en train de s'établir. Ils préfèrent être inondés de liquidités même si celles-ci ne jouent pratiquement aucun rôle dans la croissance des pays concernés. Pourtant, contrairement au Japon, l'Allemagne a montré que seule la rigueur pour rétablir les grands équilibres est payante à terme et peut être valorisée par les marchés. Toutes les mesures immédiates sans effets sur les structures devraient au contraire pénaliser les marchés.

Aujourd'hui les investisseurs jouent l'Europe car ils s'attendent à ce que la politique de la « planche à billets » y soit enfin adoptée. Ils feraient mieux de valoriser les efforts entrepris pour modifier les structures qui y sont peu à peu mis en place, en capitalisant le long terme au lieu de jouer à court terme l'afflux de liquidités et une hypothétique dévaluation de l'Euro.

Que retenir ?

- ▶ Des possibilités pour faire baisser l'Euro limitées
- ▶ L'Euro fort : un problème surtout pour la France
- ▶ Le QE : beaucoup d'incertitudes et des risques, peu de résultats tangibles

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Jean Borjeix
Associé Gérant



Aurélien Blandin
Gérant

