

TAUX DE CHANGE: MER CALME *

Département analyse et prévision de l'OFCE

En dépit d'un besoin de financement croissant en 2005 aux États-Unis et d'une moindre croissance de la liquidité internationale, le taux de change du dollar s'est apprécié en 2005 face à l'euro, la livre et le yen, rompant ainsi avec le mouvement baissier qui s'était installé depuis trois ans. L'attrait des placements outre-Atlantique a pris le dessus sur la prise de risque liée à la montée des déséquilibres. Des perspectives de profits élevés liés à une forte croissance (3,5 % en 2005) et un différentiel de taux d'intérêt avec la zone euro largement en faveur des États-Unis ont été autant d'arguments susceptibles de mobiliser les capitaux étrangers privés sur des placements en dollar. Ces arguments ont en plus été relayés par des incitations fiscales exceptionnelles favorisant le rapatriement des bénéficiaires des filiales américaines travaillant à l'étranger. L'activité des banques centrales sur le marché des changes s'est en contrepartie assagie, fruit de l'arrêt des interventions de la Banque du Japon.

En 2006, la dégradation du solde courant américain et surtout le retournement de la conjoncture économique dans la zone euro combiné à un nouveau cycle de hausse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) devraient bouleverser les anticipations des investisseurs et modifier les arbitrages en faveur de l'euro et du yen. Le soutien de la Bank of China se maintiendra néanmoins. Le dollar se déprécierait donc à nouveau en 2006 et se stabiliserait en 2007. Il s'échangerait à 1,3 dollar pour 1 euro, après 1,2 dollar pour 1 euro au premier trimestre 2006 et à 107 yen pour 1 dollar, après 117 yen pour 1 dollar début 2006.

* Cette partie a été rédigée par Christine Riffart.

Après trois années de baisse, le dollar s'est sensiblement redressé en 2005 face à l'euro, la livre sterling et le yen. Cette appréciation s'est consolidée au fil des mois avant de s'interrompre en fin d'année (graphique 1). Depuis décembre, les parités restent stables autour de 1 euro pour 1,20 dollar et 117 yen pour un dollar. Mais la levée progressive des facteurs qui ont soutenu le dollar en 2005 alors que le besoin de financement de l'économie américain continue de se creuser, devrait fragiliser la monnaie nord américaine en 2006 au profit de l'euro et du yen. Le taux de change avec l'euro devrait revenir à 1,3 dollar pour 1 euro d'ici à la fin 2006, contre 1,24 au premier trimestre 2005. En 2007, les parités devraient rester stables.

1. Taux de change des principales monnaies face au dollar



Source : Datastream.

Une confiance réitérée en 2005

Après une hausse sur un an comprise entre 10 et 15 % selon les monnaies fin 2005, le dollar retrouvait son niveau de fin 2003 par rapport à l'euro et à la livre et de mi 2003 par rapport au yen. Pour autant, l'appréciation ne s'est pas faite contre toutes les monnaies. Le dollar a notamment baissé par rapport au peso mexicain et au dollar canadien et plus largement à un certain nombre de monnaies de pays émergents d'Asie et d'Amérique latine. Au total, le taux de change

effectif nominal du dollar s'est stabilisé en 2005 après trois années de baisse continue (graphique 2). L'euro quant à lui s'est apprécié vis-à-vis du yen et déprécié vis-à-vis de la livre. En terme effectif, il reste au même niveau depuis presque trois ans. Enfin, le yen enregistre comme en 2001 un fort recul de son pouvoir d'achat par rapport à l'ensemble de ses partenaires commerciaux.

2. Taux de change effectifs nominaux



Source : PIE-OCDE.

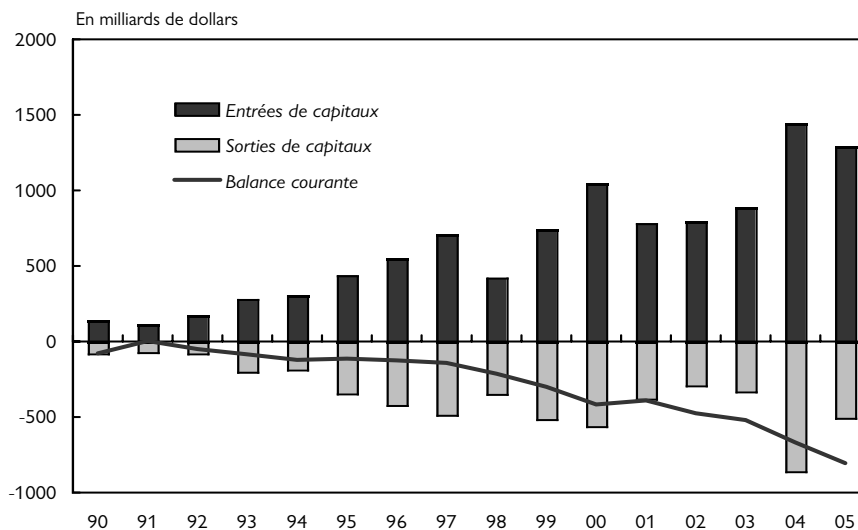
L'appréciation du dollar s'est pourtant faite dans un contexte de hausse du besoin de financement extérieur des États-Unis et de croissance moindre des liquidités internationales. La balance courante est passée de 668 milliards de dollars en 2004 à 805 milliards de dollars en 2005. Mais l'attractivité des placements aux États-Unis a pris le dessus sur la prise de risque liée à la montée des déséquilibres. Ainsi, on observe un financement basé sur :

- un montant toujours très élevé des entrées de capitaux privés étrangers : 1 072 milliards de dollars en 2005, après 1 045 milliards en 2004 ;

- moins d'achats officiels de titres par les banques centrales qui passent de 394,7 milliards de dollars à 220,7 milliards ;

- et une forte contraction des sorties de capitaux des États-Unis, qui passent de 852,7 milliards de dollars à 477,7 milliards (graphique 3).

3. Transactions internationales aux États-Unis

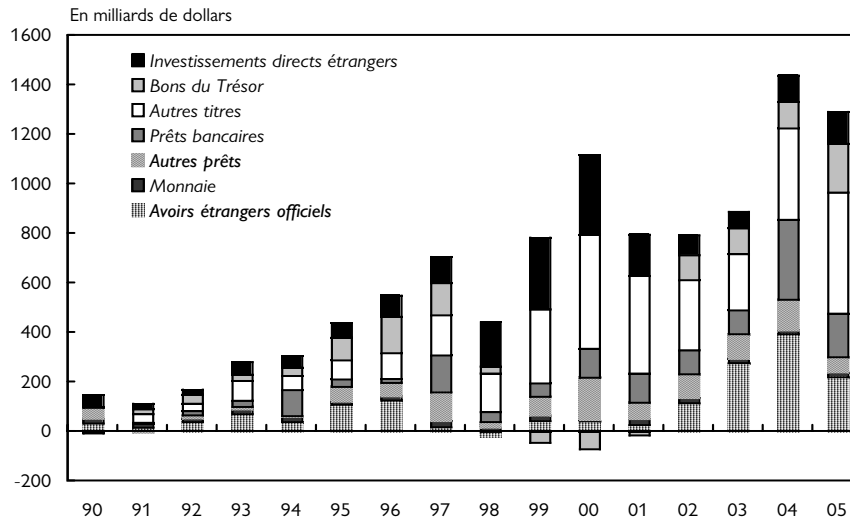


Source : BEA.

La hausse de la part des capitaux privés dans le financement du déficit courant souligne le retour de la confiance dans l'économie américaine. Il faut dire que les atouts ne manquent pas pour stimuler le retour des investissements privés. La croissance outre-Atlantique reste très vigoureuse (3,5 % de croissance en 2005) surtout au regard de ce qui se passe dans la zone euro (1,4 % seulement). Et surtout elle offre des perspectives de rendements particulièrement intéressantes. Le différentiel de taux d'intérêt sur les titres à court et long termes qui s'est installé depuis le début 2005 n'a cessé d'augmenter tout au long de l'année en faveur des États-Unis. La hausse des *feds fund* depuis mi-2004 conjuguée au maintien des taux directeurs de la BCE à des niveaux de 2 % jusqu'en novembre dernier aboutissent à un écart de taux de 2 points en fin d'année. Concernant les taux longs, là aussi l'écart n'a cessé de se creuser avec la baisse des taux de la zone euro et la hausse des taux américains en fin de période. Il atteint 1 point au quatrième trimestre avec la zone euro contre 0,4 point un an plus tôt.

Dans cet environnement, les investisseurs privés ont confirmé leur intérêt pour les États-Unis. Les achats de titres de dette publique ont atteint le record de 196,8 milliards de dollar en 2005 après 107 milliards l'année précédente, et les achats de titres privés sont passés de 369,8 milliards à 489 milliards. Les investissements directs étrangers ont eux aussi légèrement augmenté par rapport à 2004 mais restent très en deçà des investissements de portefeuille (graphique 4).

4. Entrées de capitaux aux États-Unis

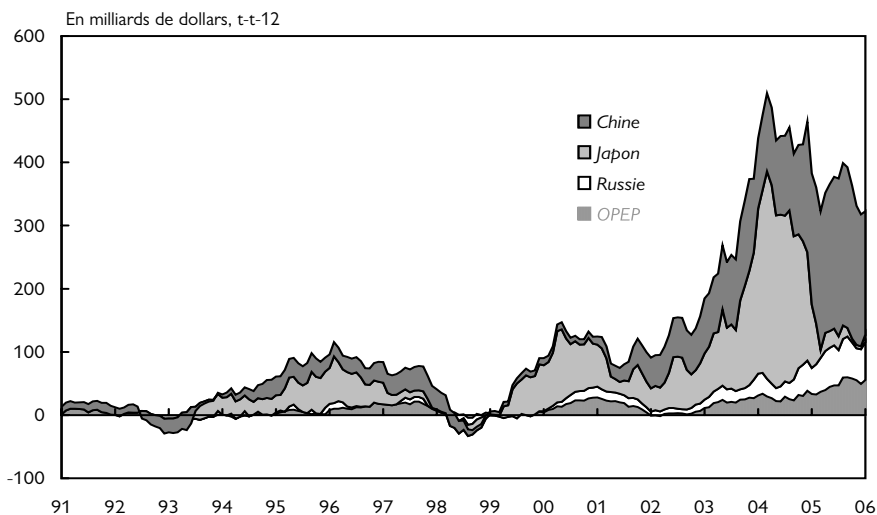


Source: BEA.

Simultanément, on observe en 2005 un retrait des achats officiels de titres publics. Les réserves de change officielles détenues dans les banques centrales et qui avaient largement concouru à soutenir le dollar en 2004 ont augmenté fortement en 2005, notamment en Chine, mais moins vite qu'en 2004 (graphique 5). L'assouplissement du régime de change chinois*, qui s'est traduit par une appréciation de 3 % du yuan par rapport au dollar entre juillet 2005, date de la réforme, et mars 2006, n'a pas eu d'incidence sur l'ampleur des interventions de la *Bank of China* sur le marché des changes. Les réserves officielles ont crû de 230 milliards de dollars en 2005, après 134 milliards en 2004. Ces variations sont à relier au niveau exceptionnellement élevé du solde courant qui atteint 125 milliards de dollars en 2005, après un record à 68,7 milliards en 2004, et des entrées nettes de capitaux étrangers qui restent soutenues. Les pays exportateurs de pétrole ont eux aussi accru leurs réserves de change du fait de la hausse des recettes pétrolières. Mais c'est surtout l'arrêt des interventions officielles japonaises qui imprime sa marque sur les achats officiels de titres publics américains. De janvier 2003 à mars 2004, face aux pressions baissières du dollar et aux conséquences négatives sur la compétitivité des entreprises japonaises dans la région, les autorités nippones étaient intervenues massivement pour acheter des dollars et freiner l'appréciation du yen.

* Le régime de change chinois est passé d'un régime de change fixe par rapport au dollar à un système d'ancrage du yuan à un panier de devises dont le contenu est tenu secret. La marge de fluctuation de la monnaie chinoise par rapport à son cours pivot vis-à-vis du dollar demeure à +/- 0,3 %. Pour les autres monnaies, la marge passe à +/- 3 %. Lors du changement de régime, le yuan avait été réévalué de 2 % vis-à-vis du dollar.

5. Variations des réserves officielles de change



Source : FMI.

Les réserves de change de la BoJ avaient alors augmenté de 257 milliards de dollars. En 2005 par contre, le raffermissement du dollar a allégé la pression sur le yen, et rendu inutile les achats de dollars. Les réserves de change n'ont pas varié en 2005.

Mais surtout, peut être encore plus que les entrées de capitaux étrangers, le dollar a bénéficié d'une moindre baisse des sorties de capitaux américains en 2005. Les créances des banques américaines ont baissé en 2005, après une année exceptionnellement forte en 2004. Mais surtout le rapatriement des bénéfices réalisés par les filiales d'entreprises multinationales américaines travaillant à l'étranger, et encouragés par des mesures fiscales exceptionnelles, a fortement augmenté en 2005 (encadré).

L'impact de l'*American Jobs creation Act* sur les mouvements des capitaux aux États-Unis

Le 22 octobre 2004, le Président G.W. Bush promulguait l'*American Jobs creation Act* dans le but de se mettre en règle vis-à-vis de l'OMC. Ce faisant, il abrogeait notamment la loi sur l'exclusion du revenu extraterritorial du régime fiscal américain (*Extraterritorial Income Exclusion Act* de 2000) dont bénéficiaient les entreprises multinationales américaines jusqu'alors.

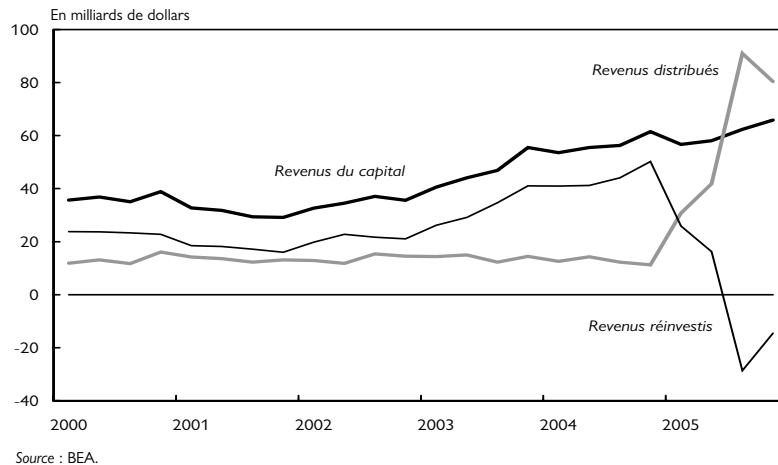
Cette loi prévoit une déduction de 85 % sur les dividendes espèces (*cash dividends*) au-delà d'un certain montant de base, si le dividende est réinvesti aux États-Unis dans le cadre d'un régime de réinvestissement dûment approuvé. La déduction ne vaut que pour une seule année fiscale, soit celle en cours au moment de la promulgation de la loi (2004-2005), soit la suivante (2005-2006).

Ces fortes incitations fiscales destinées à réinvestir aux États-Unis les revenus tirés de l'étranger ont donné lieu à d'importants rapatriements de bénéfices en 2005 que l'on retrouve au niveau de la balance des paiements.

Ainsi, dans le compte des opérations courantes, le montant global des revenus tirés de l'activité des filiales implantées à l'étranger n'est globalement pas affecté. Mais un changement dans la composition de ce montant est observé puisque les revenus rapatriés ont fortement augmenté (ils sont passés de 50,4 milliards de dollars à 244 milliards) alors que les profits réinvestis à l'étranger diminuaient de presque autant (graphique).

Cette baisse des profits réinvestis se retrouve dans le compte des opérations financières, au poste « investissements directs des entreprises américaines à l'étranger ». Ainsi, sur la baisse de 375 milliards de dollars des sorties de capitaux entre 2004 et 2005, plus de la moitié (194 plus précisément) serait liée à cette mesure.

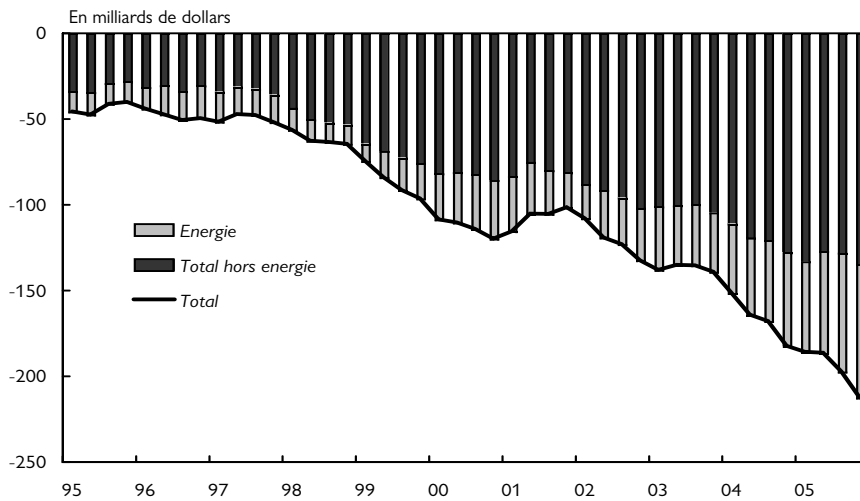
Décomposition des revenus du capital



Un basculement probable sur le marché des changes en 2006

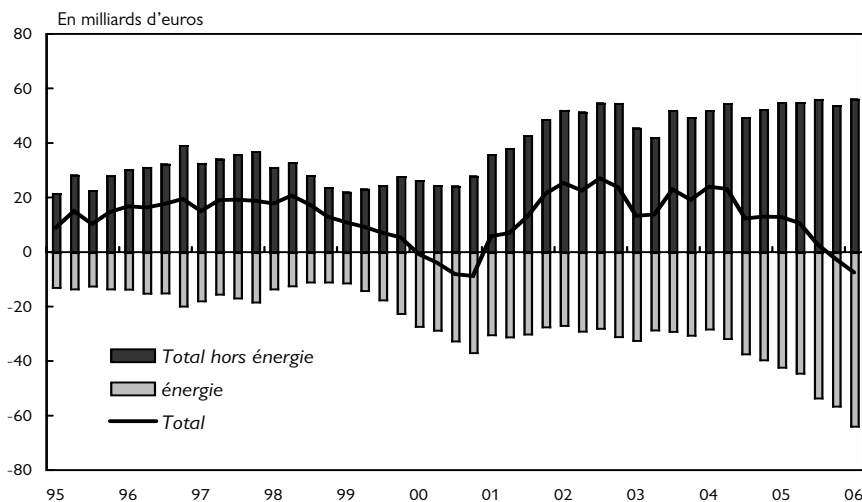
Un retournement de tendance sur le marché des changes est amorcé en fin d'année 2005. La forte hausse du besoin de financement aux États-Unis liée à la dégradation des soldes commerciaux hors énergie et surtout énergie au quatrième trimestre (225 milliards de dollars, soit 7 % du PIB) rappelle la forte vulnérabilité des comptes extérieurs à la croissance et l'importante dépendance énergétique (graphiques 6 et 7). Alors que la zone euro dégage un excédent commercial hors énergie, les États-Unis eux ne cessent d'accroître leur déséquilibre. Le déficit courant qui s'était réduit au troisième trimestre se creuse à nouveau, dépassant ainsi tous ses records.

6. Solde commercial des États-Unis



Source : BEA.

7. Solde commercial de la zone euro



Source : Eurostat.

En 2006 et 2007, l'environnement économique et financier devrait devenir nettement moins favorable au dollar :

— le déficit courant des États-Unis devrait se creuser davantage en 2006 malgré la stabilisation des prix du pétrole, et ne se réduire qu'en 2007. Les déséquilibres extérieurs devraient perdurer face à l'ensemble des partenaires commerciaux (graphique 8), notamment par rapport à

la Chine. Les autorités chinoises devraient cependant continuer de soutenir le dollar par des interventions massives sur le marché des changes et financer le déficit courant américain par des apports de capitaux. Les autorités nippones par contre, devraient comme en 2005 ne pas intervenir sur le marché des changes;

— la croissance américaine devrait rester forte en 2006 mais la reprise au sein de la zone euro réduirait l'écart de croissance ;

— alors que les marchés anticipent la fin prochaine du cycle de hausse des taux américains, le resserrement monétaire dans la zone euro commencé en décembre dernier devrait se poursuivre et réduire progressivement le différentiel en faveur des États-Unis;

— enfin, les incitations fiscales pour le rapatriement des bénéfices des entreprises américaines devraient cesser de jouer en 2006 et 2007.

L'euro, la livre et le yen pourraient alors s'apprécier en 2006 à hauteur de ce qu'ils ont perdu en 2005 face à la devise nord-américaine. Le dollar pourrait s'échanger à 1,3 dollar pour 1 euro début 2007 et y rester jusqu'à la fin de l'année. Il atteindrait 107 yen pour 1 dollar en 2007.

8. Soldes commerciaux bilatéraux des États-Unis

