

24 janvier 2007

LE PESSIMISME À L'ÉGARD DU BILLET VERT EST INJUSTIFIÉ : LA DEVISE MAINTIENDRA SON DYNAMISME CONTRE L'EURO ET LE YEN

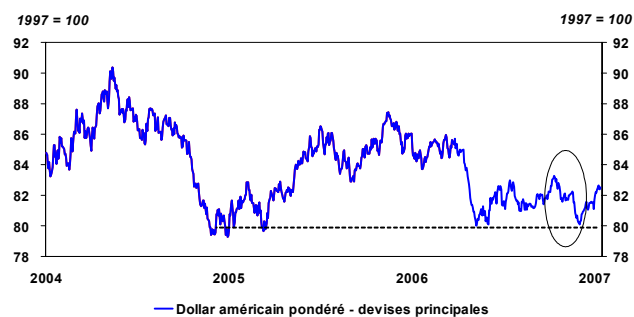
Introduction

À la fin de 2006, des rumeurs de diversification de portefeuille de réserves de certaines banques centrales d'outre-mer, et plus particulièrement de la Chine, ont eu un impact marqué sur le dollar américain, incitant plusieurs intervenants de marché à se demander si la devise était de retour sur une tendance baissière.

Dans ce *Point de vue économique*, nous montrons d'abord que les préoccupations des marchés à l'égard d'une diversification potentielle du portefeuille de devises de la Chine sont injustifiées. Il apparaît, entre autres, que les achats de la Banque populaire sont déjà bien diversifiés. Puis, nous montrons que la situation relative de l'économie américaine vis-à-vis de celle des pays les plus industrialisés ainsi que les anticipations des taux d'intérêt demeurent à l'avantage du dollar américain.

Certes, à près de 6,8 % du PIB, au troisième trimestre de 2006, le déficit au compte courant américain n'a rien de rassurant, mais le contexte actuel laisse croire que le billet vert maintiendra le cap contre les principales devises encore quelque temps.

Graphique 1
Le pessimisme de la fin de 2006 à l'égard du billet vert était justifié



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Rumeurs de diversification : panique passagère sur les marchés

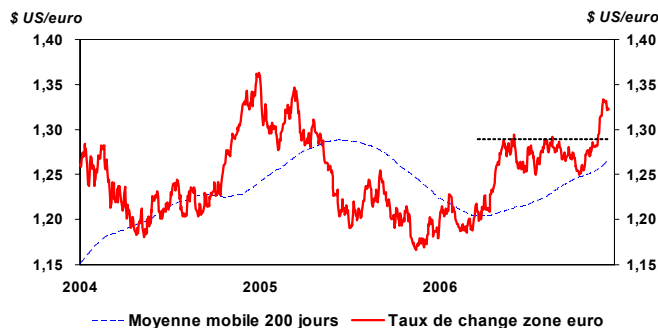
À la fin de 2006, certaines allocutions des dirigeants monétaires de la Banque populaire de Chine (BPdC) ont semé un certain vent de panique sur les marchés financiers. Le dollar américain a écopé, poussant l'ensemble des principales devises à la hausse.

Plus particulièrement, le 9 novembre, le gouverneur de la BPdC, Zhou Xiaochuan, a émis :

« China has a clear plan to diversify its \$1 trillion foreign exchange reserves and is considering various options to do so ».

Plus tard, le 17 novembre, c'est un commentaire de l'un des membres de la politique monétaire de la BPdC, Fan Gang, à l'effet que le poids élevé du dollar américain dans la dénomination des réserves des pays asiatiques les rendait vulnérables à une dépréciation marquée du billet vert. Un autre coup dur pour ce dernier, suffisamment dur pour instaurer momentanément un vent de pessimisme à l'égard du billet vert.

Graphique 2
L'euro a le plus profité du pessimisme renouvelé à l'égard du billet vert



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Tél. : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

Martin Lefebvre

Économiste

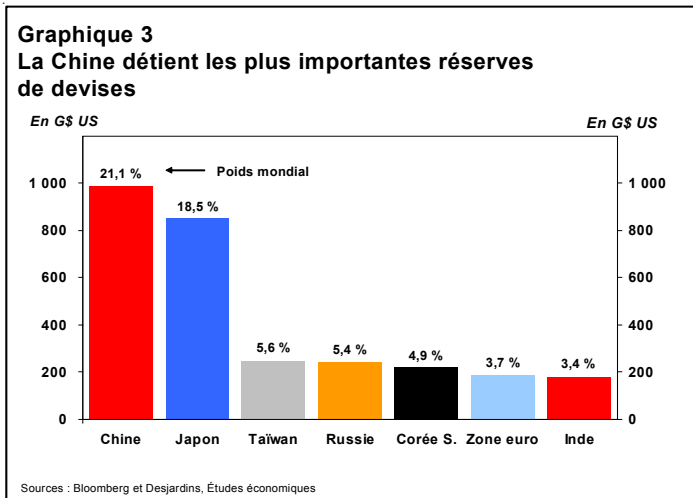
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Ainsi, l'euro, qui a franchi une importante barrière de résistance (1,30 \$ US), a poursuivi son ascension jusqu'à près de 1,34 \$ US au début de décembre. La livre sterling est montée à près de 1,98 \$ US, un record de 1992, et le yen, une monnaie cyclique, s'est apprécié en dépit du ralentissement de l'économie américaine en cours.

La situation s'est en partie rétablie par la suite, mais la question demeure : avec plus de 1 000 G\$ US de devises en réserves, dont près de 70 % en dollars américains (selon certaines estimations), doit-on s'inquiéter d'un réalignment du portefeuille chinois?

Réaction injustifiée

Avec un stock de devises internationales évalué à près de un billion de dollars américains, la Chine représente le plus grand détenteur de devises au monde (graphique 3). On peut ainsi facilement comprendre les préoccupations des marchés quant à la façon dont la Chine entend disposer de ses réserves, mais, dans les faits, la réaction est injustifiée. Les quelques points suivants peuvent nous aider à y voir plus clair.



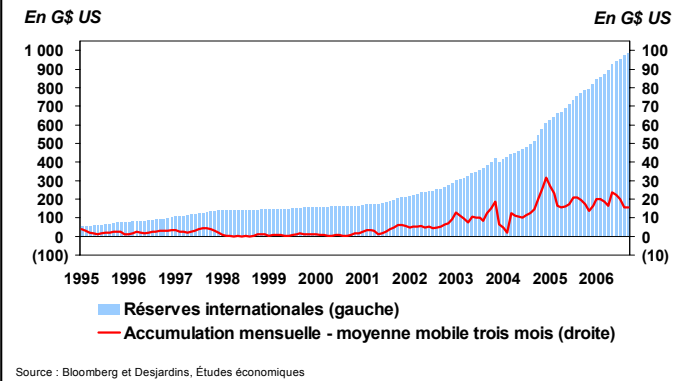
D'abord, il faut mettre les choses en perspective. La déclaration du gouverneur de la BPdC a été saisie hors contexte, en biais à une conférence de la Banque centrale européenne à Francfort. Par ailleurs, la citation complète montre plutôt que la Chine a, depuis longtemps, un plan concret de diversification :

« All central banks are trying to diversify. We have had a very clear diversification plan for several years. We are considering lots of instruments (for diversification). »

La composition des réserves de la Chine reste secrètement gardée, mais on peut facilement démontrer le point du gouverneur Xiaochuan. Nous ne revenons pas ici sur l'obligation comptable qu'a la Chine à amasser des réserves (point que

nous avons abordé en profondeur précédemment¹), mais mentionnons que l'explosion du surplus commercial, jumelée aux entrées massives d'investissements directs étrangers, fait que la BPdC, dans un contexte de rigidité de son taux de change, n'a pas d'autre choix que d'accumuler des devises (graphique 4).

Graphique 4
L'accumulation des réserves de la Chine s'est faite à un rythme fulgurant



Cela étant dit, une simple comparaison des réserves de la Chine et des achats de titres de dette américains montre bien le fait que la Chine a un plan concret de diversification de portefeuille depuis plusieurs années.

La Chine : un important acheteur de titres du Trésor... mais pas uniquement!

L'accumulation des réserves de la part de la Chine s'est considérablement accélérée à partir de la fin de 2000, mais ses achats de titres du Trésor américain n'ont pas suivi la cadence. En fait, des 219 G\$ US de devises accumulés de septembre 2005 à septembre 2006, seulement 37,9 G\$ US représentaient des titres du Trésor américain (graphique 5).

Il y a deux explications possibles derrière cet écart. Il en ressort que : 1) les achats de titres de dettes américains de la part de la Chine ne se limitent pas aux titres du Trésor et 2) le portefeuille de devises de la Chine est déjà bien diversifié. En décortiquant les achats nets de valeurs mobilières américaines de la part de la Chine, on s'aperçoit que la BPdC est aussi friande de titres d'agences et de sociétés (graphique 6). Or, que la Chine favorise les achats de titres du Trésor au détriment des titres de dette d'agences ou de sociétés, ou vice-versa, a peu d'impact sur le dollar américain.

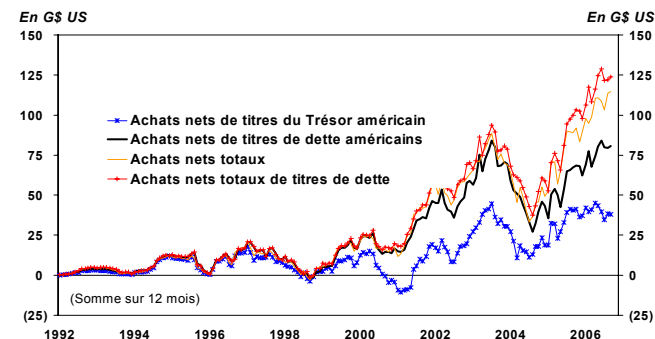
¹ Voir le *Point de vue économique* de mai 2005, « La monnaie chinoise doit-elle être réévaluée? »

Graphique 5
Les achats nets de titres du Trésor représentent une faible part des devises de la Chine



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

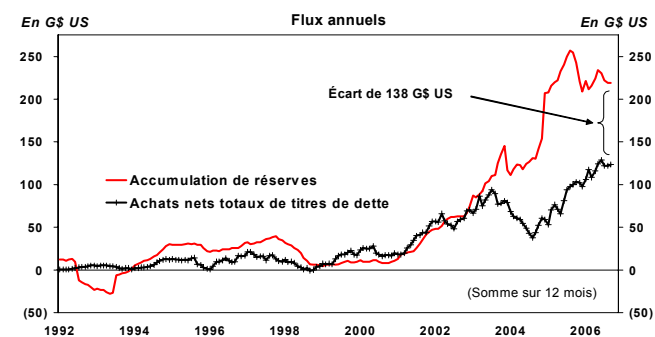
Graphique 6
Le portefeuille de la Chine est déjà bien diversifié entre les classes d'actifs américains



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les achats confondus des titres de dette du Trésor, des agences et des sociétés américaines ont semblé conformes à l'accumulation des devises de la Chine jusqu'à la mi-2003, mais l'écart s'est depuis fortement accentué (graphique 7). On peut supposer que la BPdC garde une partie de ses réserves

Graphique 7
Les achats totaux nets de titres de dette américains peinent à justifier l'accumulation des devises de la Chine

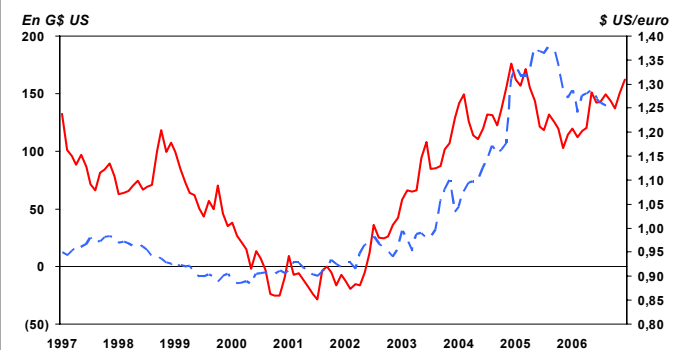


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

en dollars américains liquides pour des fins de transactions commerciales, mais, à 138 G\$ US, l'écart semble trop important.

Cela implique nécessairement que le portefeuille de la BPdC est aussi composé d'autres monnaies importantes, telles que l'euro et le yen. Une façon simple de le vérifier est de prendre la différence entre le flux annuel de devises et les achats nets de titres de dette américains, et de la comparer avec l'évolution des principales monnaies au cours des dernières années. On s'aperçoit alors que la Chine est aussi un important acheteur d'euros (graphique 8).

Graphique 8
Le portefeuille de devises de la BPdC contient probablement d'importantes sommes d'euros



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

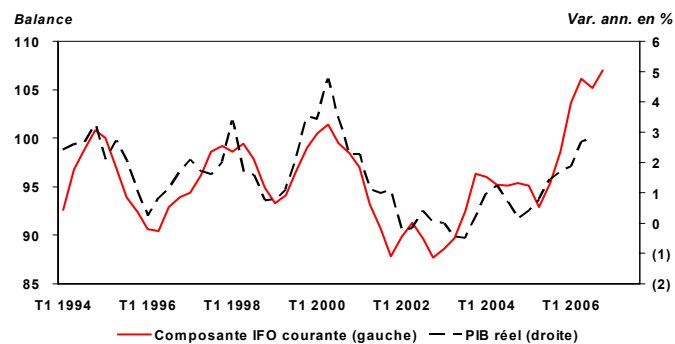
Cela dit, il est peu probable que la BPdC cherche à modifier de façon marquée la composition de son portefeuille. D'abord, pourquoi voudrait-elle déstabiliser l'économie de son plus important partenaire commercial? Puis, les besoins en billets verts de la Chine sont tels (transactions commerciales avec les États-Unis, achats de matières premières libellées en dollars américains...) qu'elle doit maintenir une forte proportion de ses réserves en dollars américains.

En dépit du dynamisme économique actuel, la zone euro n'est pas au bout de ses peines

En parallèle aux rumeurs de diversification, l'amélioration continue du contexte économique eurolandais, et plus particulièrement de l'Allemagne, a incité les investisseurs internationaux à favoriser les monnaies européennes au cours des derniers mois de 2006. L'indice IFO allemand a atteint en décembre son plus haut niveau depuis l'introduction de l'indice en 1991, ce qui laisse présager une forte accélération de la croissance économique en zone euro au dernier trimestre de 2006 et au début de 2007 (graphique 9).

Toutefois, les indicateurs précurseurs montrent que la croissance est appelée à ralentir par la suite. Le ralentissement est maintenant bien enclenché aux États-Unis, et la zone euro,

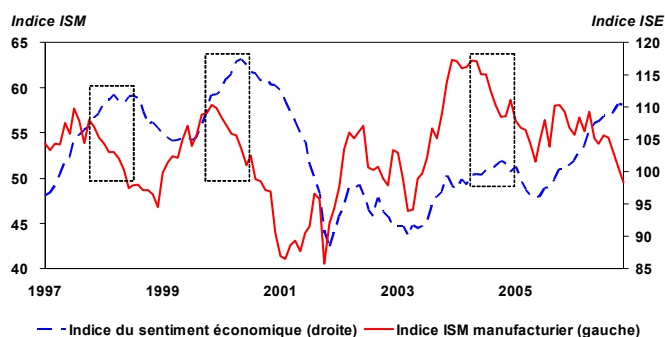
Graphique 9
L'indice IFO allemand est compatible
avec une forte croissance économique



Sources : IFO, Bundesbank et Desjardins, Études économiques

qui montre un décalage d'environ six mois sur l'économie américaine, devrait lui emboîter le pas plus tard en 2007 (graphique 10).

Graphique 10
Le cycle économique eurolandais est décalé d'environ
six mois sur les États-Unis

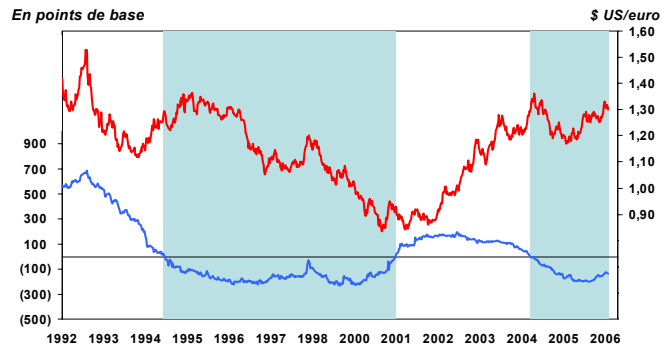


Sources : Commission européenne, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

La BCE semble un peu moins déterminée à resserrer sa politique monétaire de façon graduelle, mais des signes concrets de faiblesse devront faire surface avant qu'elle ne mette définitivement un terme au présent cycle de resserrement. Ainsi, il est probable qu'elle ira d'un autre tour de vis au début de 2007, probablement en mars. Cette nouvelle est toutefois pleinement anticipée par les marchés et est largement reflétée dans le niveau actuel de l'euro.

À l'opposé, les marchés financiers semblent moins catégoriques quant aux baisses de taux des fonds fédéraux anticipées à la fin de 2006. Conséquemment, l'écart des taux d'intérêt va demeurer en faveur des États-Unis au cours des prochains mois, une situation qui, par le passé, a permis de limiter les possibilités de gains de l'euro à court terme (graphique 11).

Graphique 11
L'écart des taux d'intérêt reste favorable à une stabilisation
du dollar américain



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

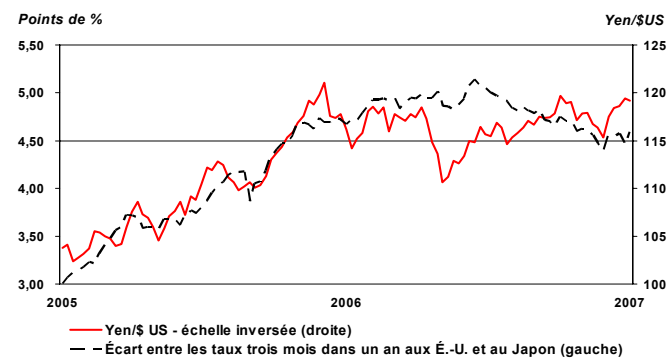
Le ralentissement américain joue contre le yen, une monnaie cyclique

Au Japon, il est prévu que l'activité se poursuivra à un rythme modéré au cours des deux prochaines années. En particulier, la forte utilisation des capacités de production et l'augmentation des profits signalent que les dépenses d'investissement continueront de soutenir la croissance. De plus, la hausse de l'emploi à temps plein et la stabilisation des salaires devraient favoriser la consommation. Cependant, après quatre années de croissance annuelle continue, la plus longue reprise de l'histoire d'après guerre du Japon, la progression de l'économie devrait ralentir plus près de son niveau potentiel, soit aux alentours de 2,0 %, en 2007 et en 2008.

Du côté des prix, la croissance économique plus vigoureuse des dernières années a permis à l'inflation, mesurée par l'IPC de référence de la Banque du Japon (l'indice qui exclut les aliments frais), de passer en territoire positif, mais il n'est pas clair que le pays est bel et bien sorti de la déflation.

Cela dit, la tendance générale de l'inflation est à la hausse et les perspectives de croissance restent compatibles avec l'objectif d'une croissance modérée de l'économie nipponne. Par conséquent, il est probable que la Banque du Japon cherchera à retirer graduellement le degré d'assouplissement de sa politique monétaire en 2007. À notre avis, la publication des comptes nationaux pourrait être le prélude à la prochaine hausse de taux. S'il s'avère que les résultats sont conformes aux attentes, la Banque du Japon pourrait être incitée à relever son taux directeur de 25 points de base, à 0,50 % en février. Le yen aura tout de même de la difficulté à s'apprécier. D'abord, la hausse de février est largement anticipée par les marchés et semble déjà bien reflétée dans le cours de la devise nipponne. Or, comme rien n'indique que la Banque du Japon accélérera le rythme de son resserrement monétaire à court et à moyen terme, l'écart des taux d'intérêt entre le Japon et les États-Unis demeurera trop élevé pour favoriser une appréciation de la devise nipponne (graphique 12).

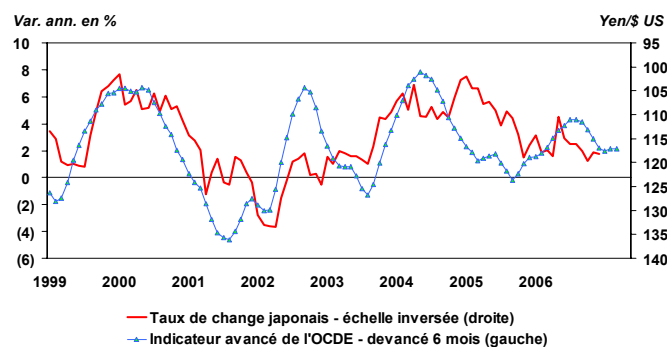
Graphique 12
L'écart des taux d'intérêt reste trop prononcé en faveur des États-Unis pour favoriser le yen



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Puis, la faiblesse structurelle du yen va se poursuivre. Il faut dire que le ralentissement de l'économie mondiale devrait entraîner le yen, une monnaie très cyclique, à la baisse (graphique 13).

Graphique 13
Le ralentissement économique mondial devrait limiter les possibilités de gains du yen



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Conclusion

À notre avis, les préoccupations des marchés à l'égard des rumeurs de diversification des portefeuilles de réserves de certaines banques centrales sont peu fondées. Dans ces conditions, il est peu probable qu'elles forcent une dépréciation additionnelle du dollar américain pondéré contre les devises des principaux partenaires commerciaux des États-Unis.

Cela dit, il n'est pas exclu que le dollar américain connaisse des soubresauts, à court terme, en raison des anticipations des taux d'intérêt. Pour le moment, le report des baisses de taux anticipées des fonds fédéraux américains fait que l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro, mais aussi le Japon, reste favorable au dollar américain. Mais il est

possible, d'une part, que la BCE aille plus loin que prévu dans son resserrement monétaire et, d'autre part, que le ralentissement du marché immobilier américain force la Réserve fédérale à abaisser ses taux plus rapidement qu'attendu.

À plus long terme, les préoccupations des investisseurs internationaux face à l'ampleur sans précédent du déficit au compte courant américain risquent de replonger le billet vert sur une tendance baissière. Mais, là encore, toute dépréciation du dollar américain effectif sera modérée. Nous reviendrons plus en profondeur sur la problématique liée au déficit au compte courant américain dans une étude subséquente, mais, pour l'instant, il est à parier que les politiques mercantilistes des pays asiatiques feront en sorte que la détérioration du déficit au compte courant ne rime pas avec dégringolade du billet vert. D'ailleurs, l'atteinte d'un déficit record au cours des dernières années n'a pas empêché le dollar américain de se stabiliser.

Martin Lefebvre
Économiste

514 281-2317

martin.lefebvre@desjardins.com