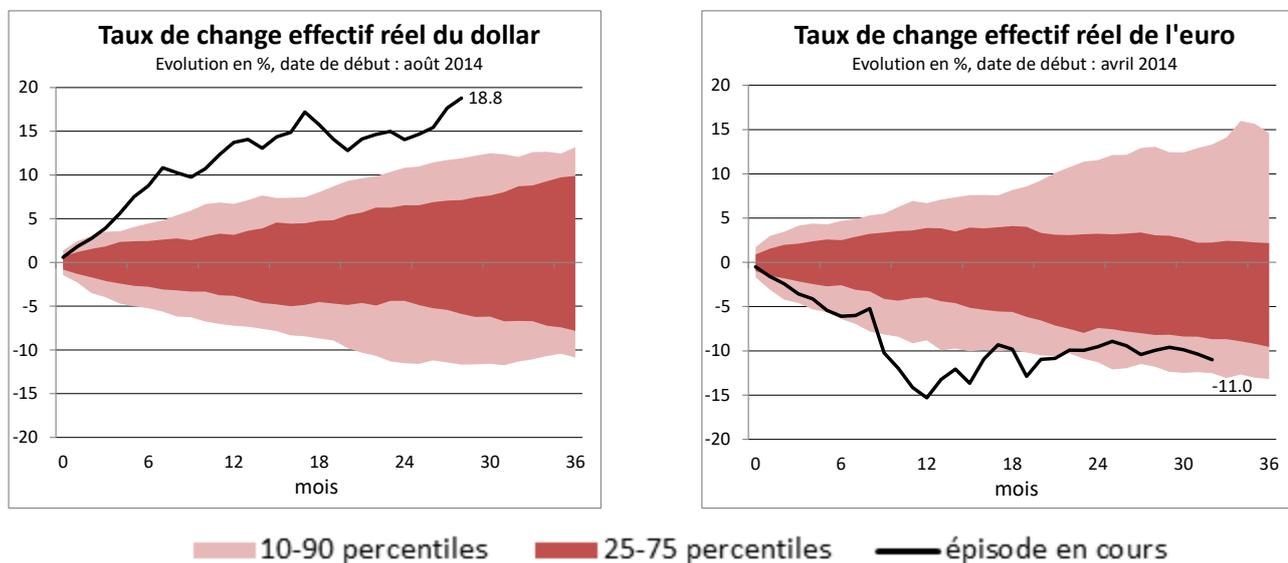


Impact de taux de change en ZE et aux États-Unis

Sophie Haincourt

Selon nos estimations, l'appréciation du dollar depuis mi-2014 aurait coûté 0,2 point de croissance à l'économie américaine. Sur la même période, la dépréciation de l'euro aurait contribué à la croissance de la zone euro à hauteur de 0,5 point. En revanche, l'appréciation de l'euro depuis mi-2015 aurait réduit la croissance de la ZE de 0,2 point de pourcentage. Cela est dû au taux d'ouverture élevé et à l'exposition importante aux pays émergents.

Graphique 1 : Appréciation du dollar depuis mi-2014 : un point haut historique



Source : Calculs de l'auteur basés sur les données BRI (61 monnaies) et le WEO d'octobre 2015. Les graphiques reproduisent les fouchettes d'évolutions passées des taux de change effectifs réels (ajusté de l'IPC) du dollar et de l'euro, calculées sur des périodes ininterrompues de hausse (baisse) de 36 mois. Dernière observation : décembre 2016.

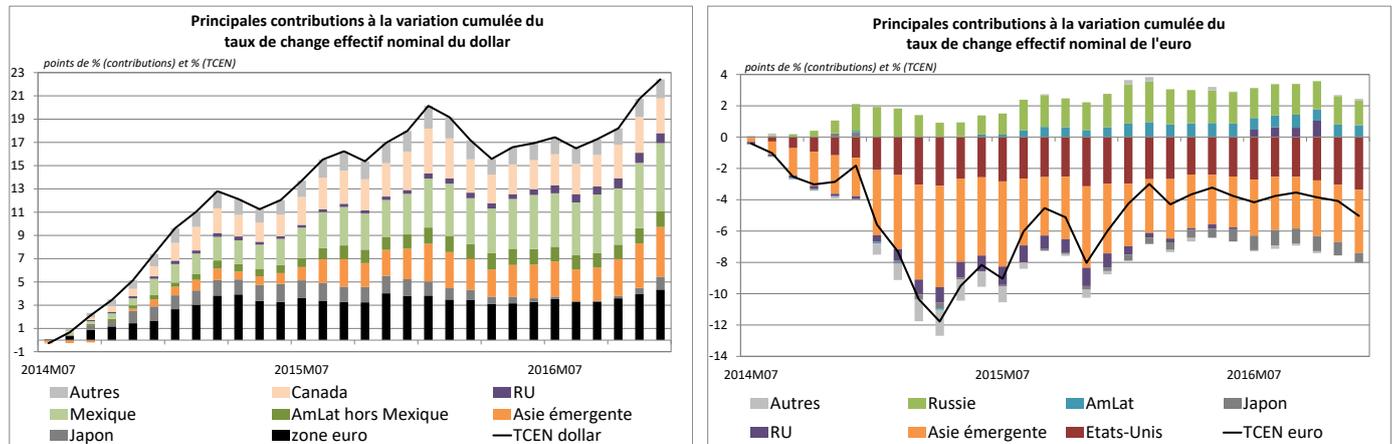
Les évolutions de taux de change (TC) ont été particulièrement marquées depuis mi-2014. En termes effectifs réels, le dollar américain s'est apprécié de près de 20% depuis août 2014, tandis que l'euro a perdu 10% de sa valeur depuis avril 2014. Le graphique 1 (volet de gauche) montre que l'appréciation du dollar a largement dépassée les marges de fluctuations observées par le passé.

Le TC est un déterminant important de la position extérieure des pays, ainsi que de l'activité et l'inflation. Ce billet analyse l'impact des chocs de change sur la croissance en ZE et aux EU, en distinguant les causes sous-jacentes aux fluctuations de change.

L'appréciation du dollar depuis mi-2014 largement expliquée par le décalage de cycle

Afin d'identifier les facteurs sous-jacents à l'évolution du dollar et de l'euro, nous décomposons l'évolution du TCEN du dollar et de l'euro par les contributions des monnaies des pays partenaires commerciaux :

Graphique 2 : Des chocs de change variés entre dollar et euro



Source : Calculs de l'auteur basés sur les données BRI (61 monnaies) – données à décembre 2016

Selon ces données, le dollar et l'euro auraient connu deux phases distinctes depuis mi-2014 :

- Jusque début 2015, l'appréciation du dollar s'est effectuée essentiellement vis-à-vis de l'euro, du Yen et du dollar canadien, en lien avec les écarts de cycles économiques et monétaires (volet de gauche). La part croissante des monnaies émergentes, notamment du peso mexicain, indiquerait également une fuite vers le dollar en lien avec la baisse des prix des matières premières et la révision à la baisse des perspectives de croissance des pays producteurs. Symétriquement, la dépréciation de l'euro a été initialement générée par la divergence des anticipations de politique monétaire des deux côtés de l'Atlantique (volet de droite). La contribution importante de l'Asie émergente s'explique par l'arrimage du renminbi au dollar.
- À partir du 2^{ème} trimestre 2015, la faiblesse persistante des prix des matières premières et de la croissance des pays émergents ont accentué la fuite vers le dollar, mais également vers l'euro. Mais la fin de période voit à nouveau les divergences de cycle monétaire jouer un rôle dans les évolutions de change, poussant le dollar à la hausse.

'Bonnes' vs 'mauvaises' appréciations de taux de change

Si l'impact macroéconomique des chocs de change a fait l'objet de nombreuses études (parmi les plus récentes, celles portant sur le pass-through entre taux de change et prix du commerce extérieur – voir par exemple <https://publications.banque-france.fr/en/economic-and-financial-publications-working-papers/global-trade-flows-revisiting-exchange-rate-elasticities>), les facteurs à l'origine des mouvements de change sont souvent négligés, à quelques exceptions près (voir Forbes <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/839.aspx>). De même, à l'aide du modèle NiGEM (National Institute Global Econometric Model, modèle structurel de l'économie mondiale développé par le National Institute of Economic and Social Research), Kirby et Meaning (<http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/002795011423000115>) montrent que les différences de pass-through du change sur l'économie sont dues aux caractéristiques structurelles d'une économie, mais également aux facteurs à l'origine des fluctuations de change.

Suivant l'approche de Kirby et Meaning, dans le modèle NiGEM nous appliquons deux chocs de nature différente ayant pour conséquence une appréciation de 5% du taux de change effectif nominal (TCEN) du dollar et de l'euro : une baisse de la prime de risque sur les deux monnaies ; une hausse des taux directeurs dans les deux pays.

Selon nos estimations, la baisse des primes de risque aurait été neutre pour la croissance en ZE alors qu'elle aurait eu un impact légèrement positif pour l'économie américaine. Les chocs de change liés à des hausses de taux directeurs sont clairement plus coûteux en termes de croissance. Dans notre scénario, les taux des Fed Funds et l'Euribor à 3 mois augmentent de 70pb. La hausse des taux d'intérêt se transmet de façon rapide et forte à l'investissement et in fine à l'activité aux EU comme en ZE.

Sur la base de ces observations, est élaboré un scénario où le dollar et l'euro connaissent trois types de chocs : monétaire, prime de risque, ainsi qu'un choc négatif de demande en Chine, Brésil, Russie, Turquie et Afrique du Sud, où la demande domestique recule de 2% par rapport au scénario central. Les chocs sont calibrés de façon à reproduire les fluctuations observées des deux monnaies depuis mi-2014, tout en prenant en compte la source de ces mouvements de change.

ZE plus sensible aux chocs de change que les États-Unis

Selon nos estimations, l'appréciation d'environ 20% du dollar depuis mi-2014 aurait ponctionné de 0,2 pt la croissance américaine (voir graphique 3). Cependant, la transmission de l'appréciation du dollar à l'économie américaine a évolué selon la nature du choc de change :

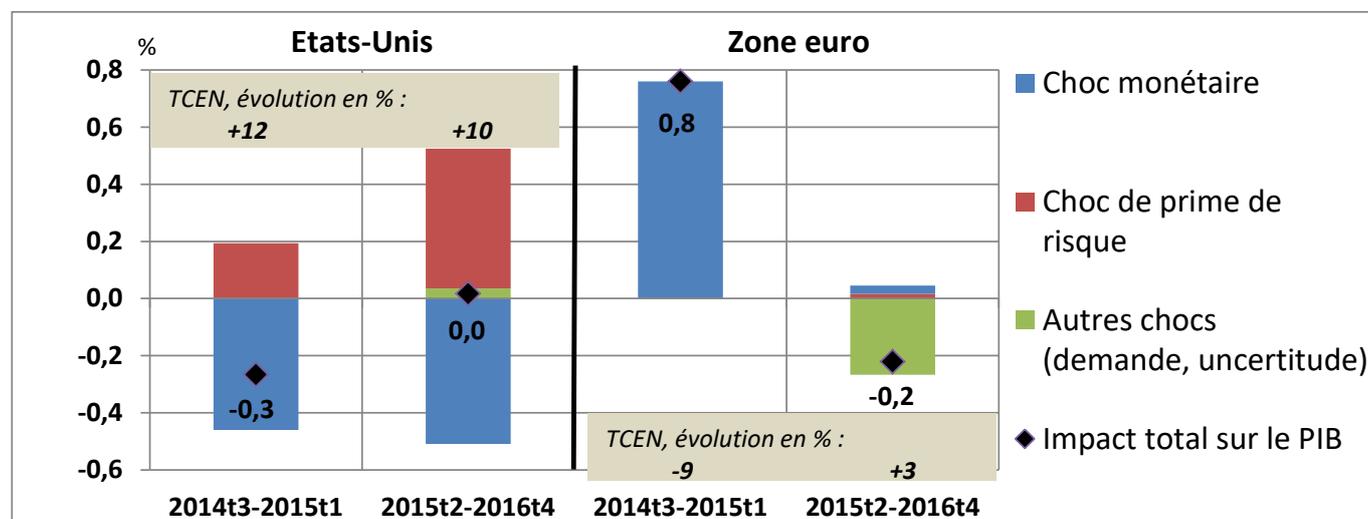
- Un impact négatif sur le PIB durant la 1^{ère} phase d'appréciation du dollar, le choc monétaire (lié aux écarts de croissance avec ses partenaires) n'étant que partiellement atténué par la baisse de la prime de risque sur la monnaie ;
- Un impact initialement positif sur le PIB au cours de la 2^{nde} phase d'appréciation du dollar, en lien avec la baisse de la prime de risque sur la monnaie. Mais la hausse des anticipations de croissance et de taux d'intérêt à la suite de l'élection de Donald Trump ont modifié la nature de l'appréciation du dollar, liée aujourd'hui aux divergences de politiques monétaires entre les EU et ses partenaires commerciaux ce qui, comme montré supra, pourrait être plus nocif pour la croissance américaine.

La ZE, quant à elle, a bénéficié de la dépréciation de l'euro jusqu'au 1^{er} trimestre 2015 mais le retournement de tendance depuis mi-2015 aurait coûté 0,2 pt de % à la croissance de la ZE. Si le dollar et l'euro ont subi le même choc négatif de demande étrangère à partir en 2015, l'impact estimé est proportionnellement plus prononcé pour la ZE que pour les EU. Une ouverture plus élevée de l'économie européenne, ainsi qu'une exposition plus importante aux pays émergents, pourrait expliquer ces résultats. En conséquence, une baisse de la compétitivité-prix pourrait s'avérer plus douloureuse pour la ZE que pour les EU.

Ces résultats doivent cependant être interprétés avec prudence car ils reposent sur les élasticités et paramètres estimés du modèle. De même, ces résultats peuvent varier selon les conditions économiques au moment du choc de change. De fait, la dépréciation d'une monnaie aura d'autant plus d'impact qu'elle survient en phase de sous-utilisation des capacités de production. Enfin, l'identification des sources sous-jacentes aux évolutions du dollar et de l'euro est ici simplement basée sur

l'observation des contributions aux mouvements des deux monnaies, et non sur un modèle de détermination des taux de change.

Graphique 3: ZE plus sensible que les EU à une appréciation de change



Source: Calculs de l'auteur issus du modèle NiGEM