

# FLASH MARCHÉS

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 février 2012 - N°138

### **Balance courante, création monétaire et taux de change**

*Le taux de change d'un pays dépend de sa balance courante, et des flux de capitaux spontanés entre ce pays et le Reste du Monde. Si un pays a un excédent de sa balance courante, il doit avoir une monnaie qui s'apprécie, sauf si :*

- *le pays perd des capitaux, parce qu'il a soit des taux d'intérêt très bas, soit une création monétaire rapide et conduisant à des sorties de capitaux ; il y a évidemment un lien entre ces flux de capitaux internationaux et le degré d'aversion pour le risque ;*
- *la Banque Centrale intervient par l'accumulation de réserves de change pour éviter l'appréciation du change.*

*On pense souvent que la création monétaire affaiblit le taux de change : ceci n'est vrai que si elle conduit à des sorties de capitaux, c'est-à-dire à la conversion de la monnaie du pays en devises. Nous appliquons ce raisonnement à la zone euro, au Japon, à la Suisse et à la Chine.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

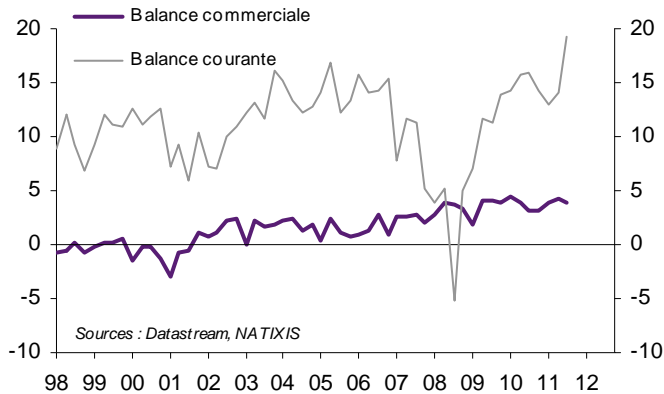
**Patrick ARTUS**

Quelques pays ont (ou vont avoir) un excédent structurel de leur balance courante

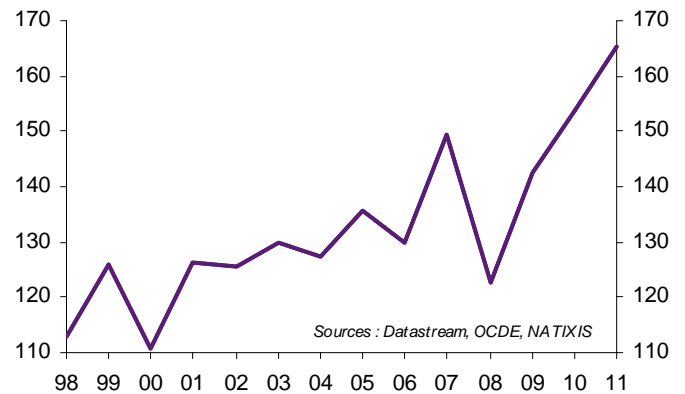
Nous regardons les situations de la zone euro, du Japon, de la Suisse, de la Chine :

- la Suisse a un excédent courant structurel (graphique 1a) en raison de son excédent extérieur, de la taille de ses actifs extérieurs, d'où les revenus reçus du reste du Monde (graphique 1b) et de la faible hausse des coûts salariaux (graphique 1c).

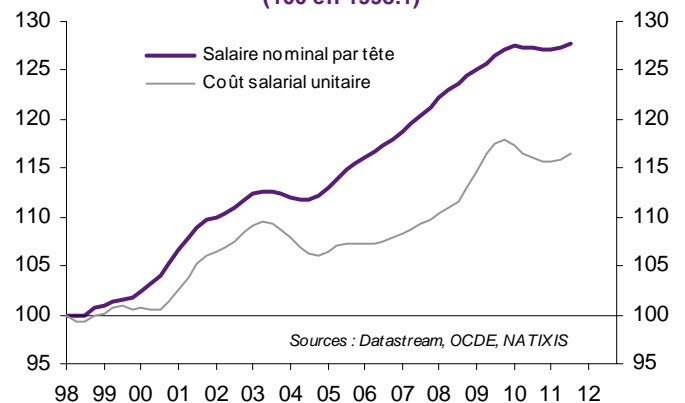
Graphique 1a  
Suisse : commerce extérieur  
(en % du PIB valeur)



Graphique 1b  
Suisse : actifs nets extérieurs\* (en % du PIB)

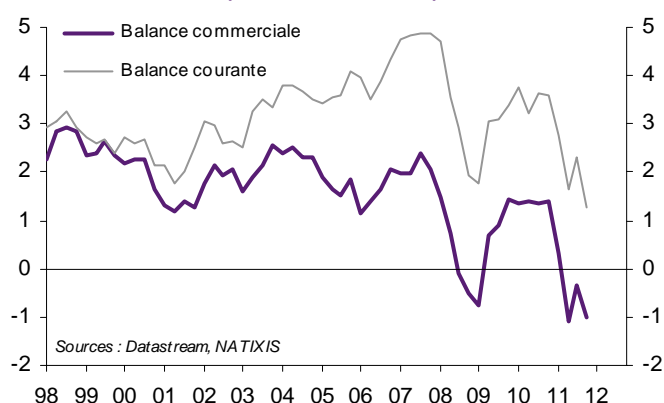


Graphique 1c  
Suisse : salaire et coût salarial unitaire  
(100 en 1998:1)

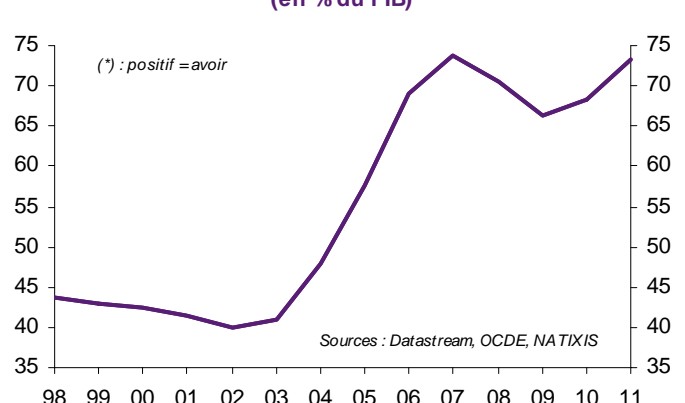


- le Japon a aussi un excédent courant structurel (graphique 2a), qui subsiste malgré la disparition de l'excédent commercial après le tsunami grâce à la taille des actifs extérieurs (graphique 2b).

Graphique 2a  
Japon : commerce extérieur  
(en % du PIB valeur)

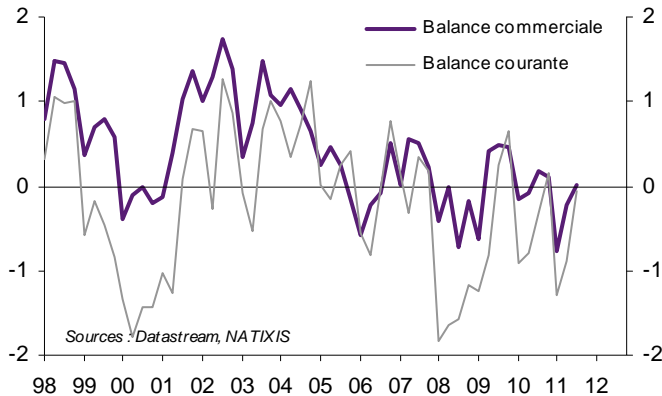


Graphique 2b  
Japon : actifs ou dettes nets extérieurs\*  
(en % du PIB)

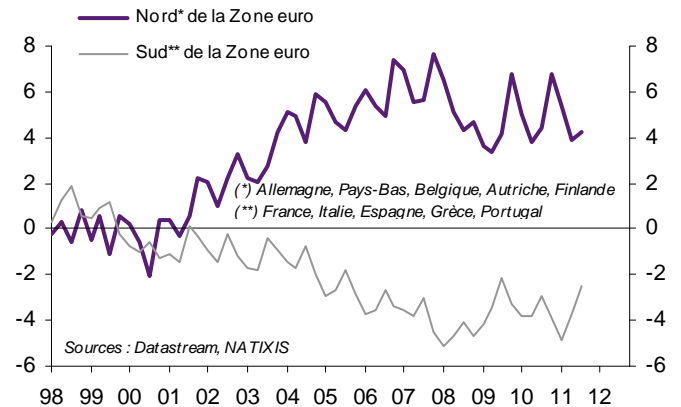


- la zone euro devrait avoir dans le futur un excédent structurel de sa balance courante (graphique 3a), puisque les pays du Nord de la zone euro ont un excédent d'épargne, tandis que les pays du Sud de la zone euro qui avaient une insuffisance structurelle d'épargne sont en train de faire disparaître leur déficit extérieur (graphique 3b), avec les politiques budgétaires restrictives (graphique 3c), la baisse du taux d'investissement (graphique 3d).

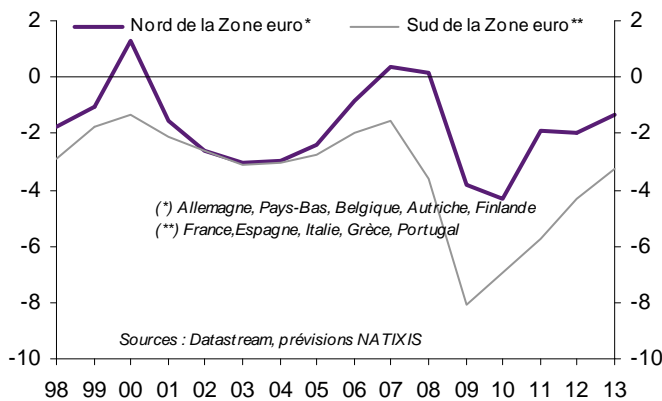
**Graphique 3a**  
Zone euro : commerce extérieur  
(en % du PIB valeur)



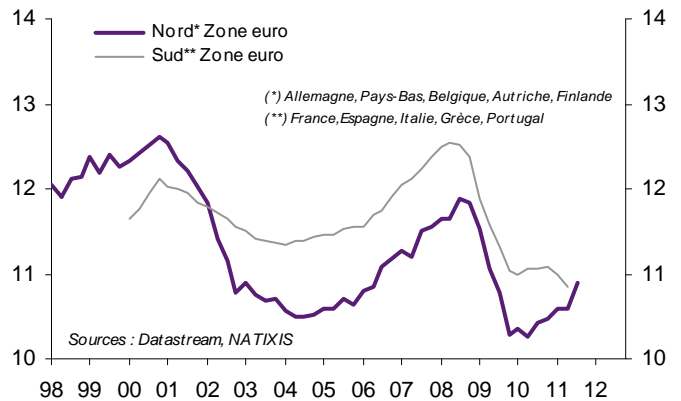
**Graphique 3b**  
Zone euro : balance courante (en % du PIB)



**Graphique 3c**  
Déficit public (en % du PIB)

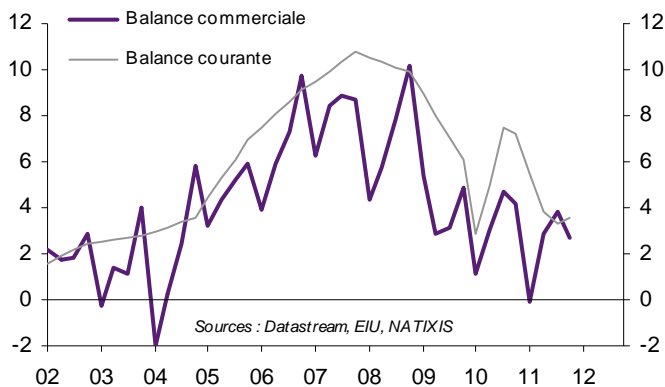


**Graphique 3d**  
Investissement total des entreprises  
(valeur, en % du PIB)

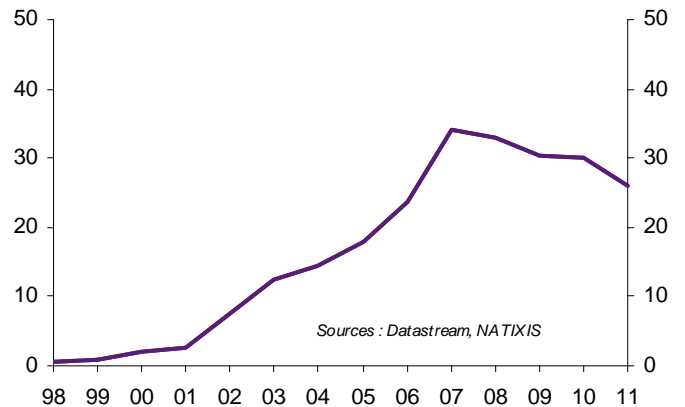


- la Chine enfin, a un excédent de sa balance courante due à son excédent commercial même s'il décline (graphique 4a) et à l'accumulation d'actifs extérieurs (graphique 4b).

**Graphique 4a**  
Chine : commerce extérieur  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 4b**  
Avoirs extérieurs nets (en % du PIB)

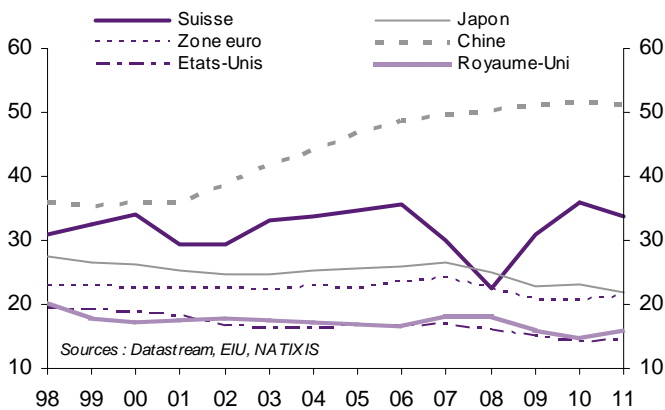


Ces quatre pays ont en plus en commun d'avoir un **taux d'épargne de la Nation élevé par rapport aux Etats-Unis, au Royaume-Uni par exemple (graphique 5)** favorable bien sûr à l'apparition d'un excédent extérieur structurel.

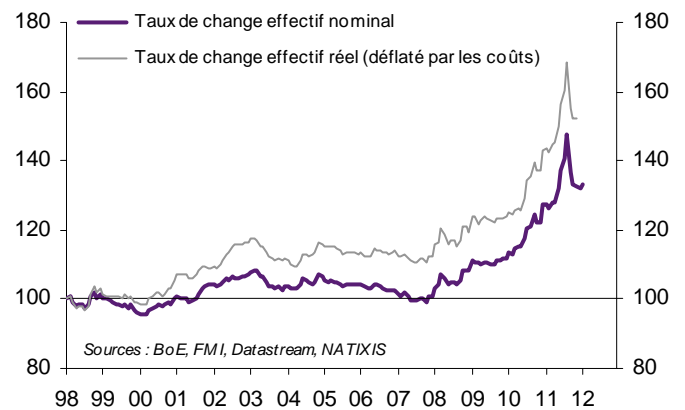
**Excédent de la balance courante et appréciation du taux de change**

On s'attend a priori à ce qu'un pays qui a un excédent extérieur chronique de sa balance courante connaisse une appréciation de son taux de change. On observe, dans les cas de la Suisse, du Japon, de la zone euro, de la Chine (graphiques 6a/b/c/d) une appréciation en Suisse seulement depuis 2008, au Japon seulement depuis 2007, dans la zone euro de 2002 à 2009, en Chine, depuis 2005.

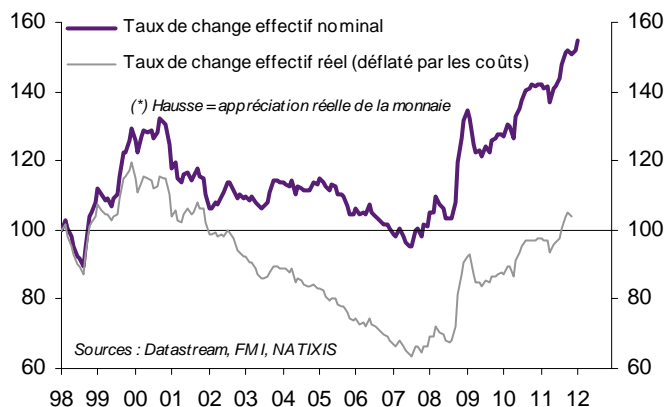
**Graphique 5**  
Taux d'épargne de la Nation (en % du PIB)



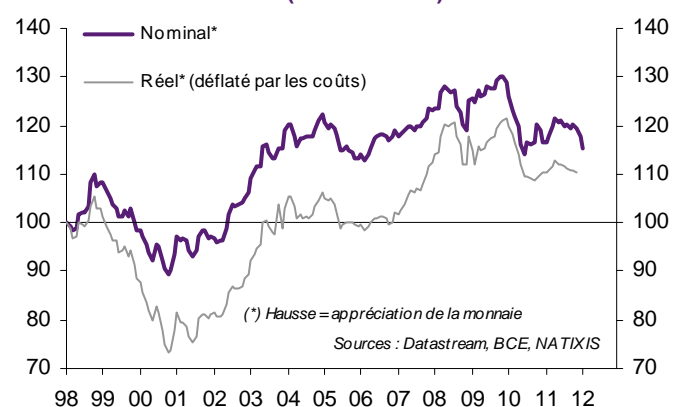
**Graphique 6a**  
Suisse : taux de change effectif (100 en 1998:1)



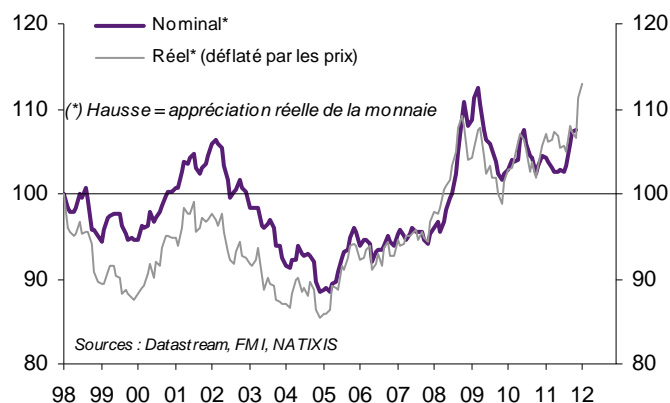
**Graphique 6b**  
Japon : taux de change effectif\* (100 en 1998:1)



**Graphique 6c**  
Zone euro : taux de change effectif nominal et réel (100 en 1998:1)



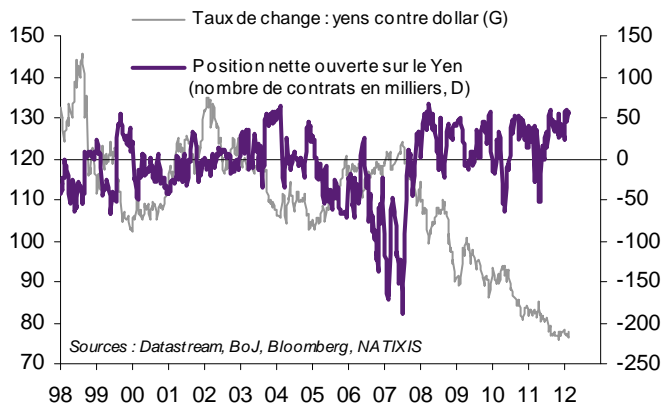
**Graphique 6d**  
**Chine : taux de change effectif\* (100 en 1998:1)**



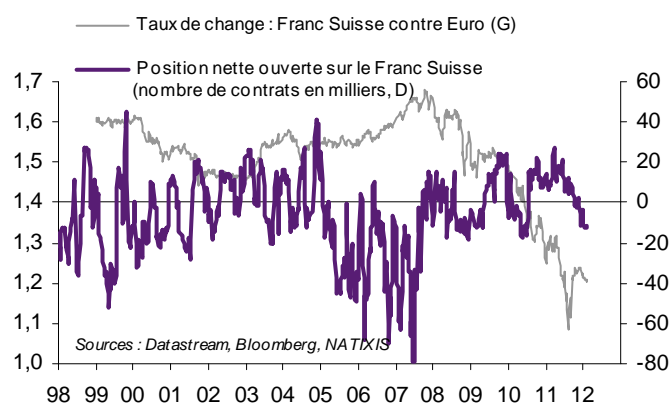
Pour qu'un pays ayant un excédent de sa balance courante n'ait pas une monnaie qui s'apprécie, il faut qu'il y ait des sorties de capitaux spontanés qui dépassent la taille de l'excédent de la balance courante, ce qui peut résulter :

- de ce que le pays a des taux d'intérêt très bas, en particulier si ceci génère des carry-trades financés par endettement dans la monnaie du pays, comme on l'a vu avant la crise au Japon et en Suisse (graphiques 7a/b/c).
- de ce qu'un excès de création monétaire dans le pays conduit à des sorties de capitaux (nous y reviendrons ci-dessous) ;
- de la hausse de l'aversion pour le risque si le pays est considéré comme risqué, ce qui se produit depuis la faillite de Lehman et surtout depuis l'été 2011 en ce qui concerne la zone euro (graphique 8) ;
- des interventions de change des Banques Centrales : l'accumulation des réserves de change (graphique 9), au Japon, de 2000 à 2003, en 2011 ; depuis 2001 en Chine, depuis 2009-2010 en Suisse correspond bien à des sorties de capitaux par la Banque Centrale et a évité (ou limité) l'appréciation du taux de change.

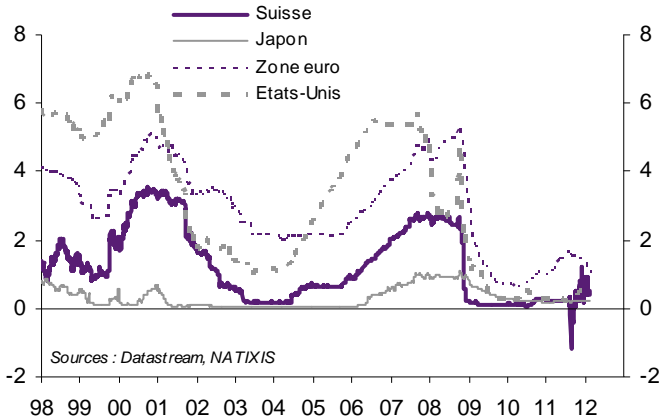
**Graphique 7a**  
**Japon : position nette ouverte sur le yen et taux de change**



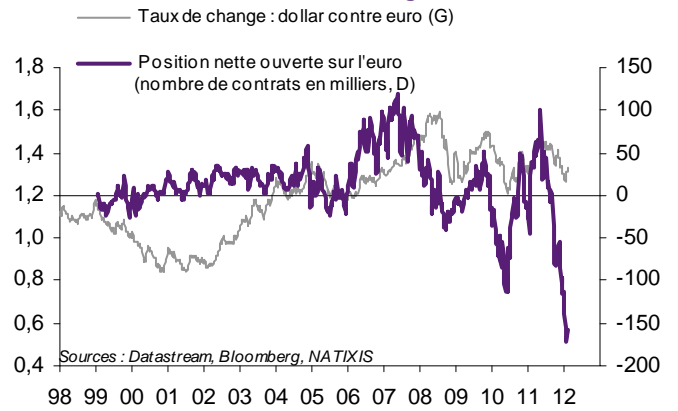
**Graphique 7b**  
**Position nette ouverte sur le Franc Suisse et taux de change**



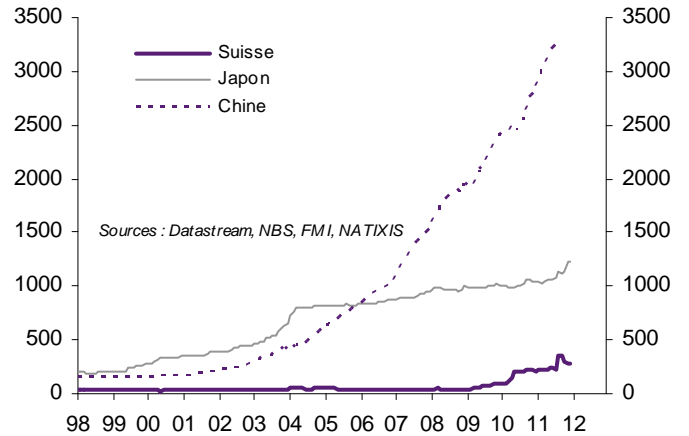
**Graphique 7c**  
Taux d'intérêt à 3 mois



**Graphique 8**  
Zone euro : position nette ouverte sur l'Euro et taux de change

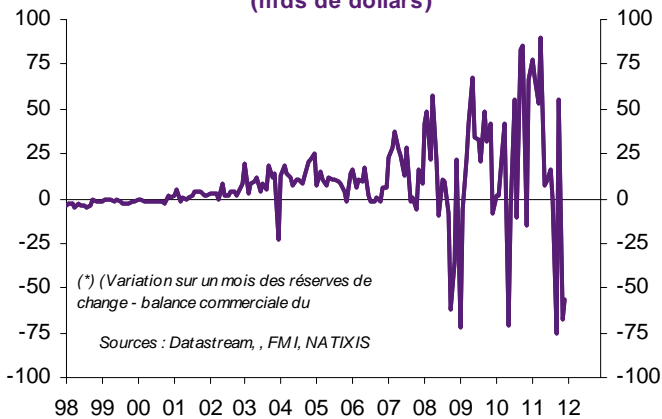


**Graphique 9**  
Réserves de change (en Mds de \$)

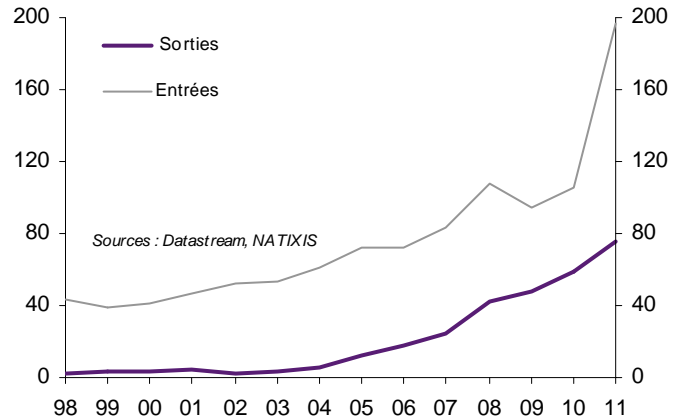


**En Chine**, l'accumulation des réserves de change doit aussi compenser **des entrées de capitaux** depuis 2002, mais depuis le début de 2011, on voit apparaître **des sorties de capitaux en Chine**, dues à la fois à la hausse de l'aversion pour le risque émergent et à l'accroissement des investissements directs à l'étranger des entreprises chinoises (**graphiques 10a/b**).

**Graphique 10a**  
Chine : flux de capitaux\* mensuels annualisés (mlds de dollars)



**Graphique 10b**  
Chine : investissement direct (Mds de \$)

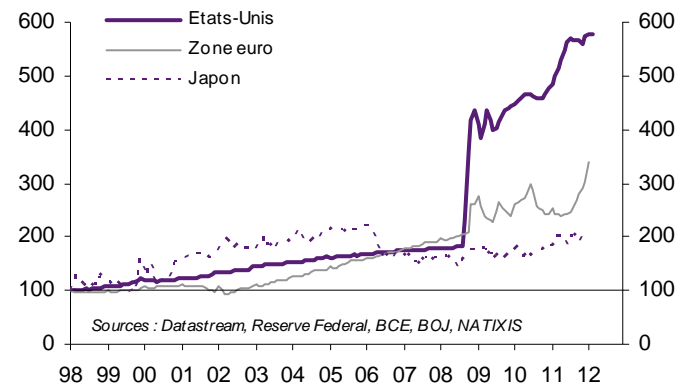


## Création monétaire et taux de change

On pense souvent qu'une création monétaire rapide conduit à un affaiblissement des taux de change. Cette idée a été appliquée au cas des **Etats-Unis** avec le QE1 et le QE2, à la zone euro dans la période récente avec les LTRO, au **Royaume-Uni** avec le programme d'achats de gilts (**graphique 11**).

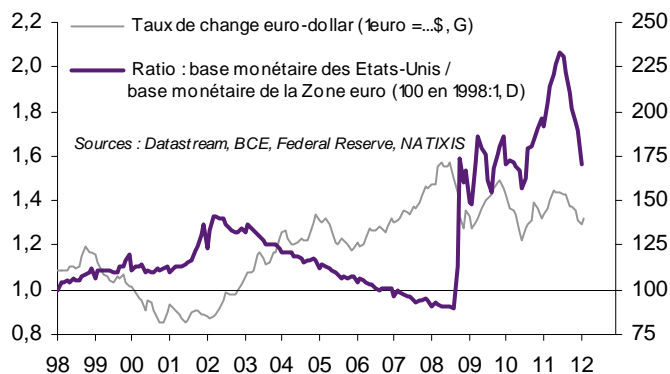
Un pays où l'offre de monnaie augmente relativement rapidement a-t-il une monnaie qui se déprécie ?

**Graphique 11**  
Base monétaire  
(en monnaie locale, 100 en 1998:1)

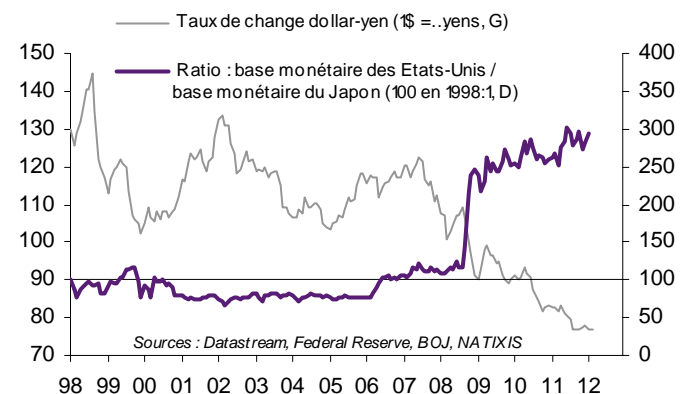


**Ceci n'est pas confirmé par les faits** : quand le ratio base monétaire US/base monétaire de la zone euro augmente, jusqu'en 2009 le dollar s'apprécie, depuis 2010 il se déprécie (**graphique 12a**) ; quand le ratio base monétaire US/base monétaire du Japon augmente fortement en 2008, le yen s'apprécie déjà depuis 1 an (**graphique 12b**). Il faut faire attention à l'idée qu'il y a un lien stable entre création monétaire et taux de change :

**Graphique 12a**  
Taux de change euro-dollar et ratio entre les bases monétaires des États-Unis et de la Zone euro



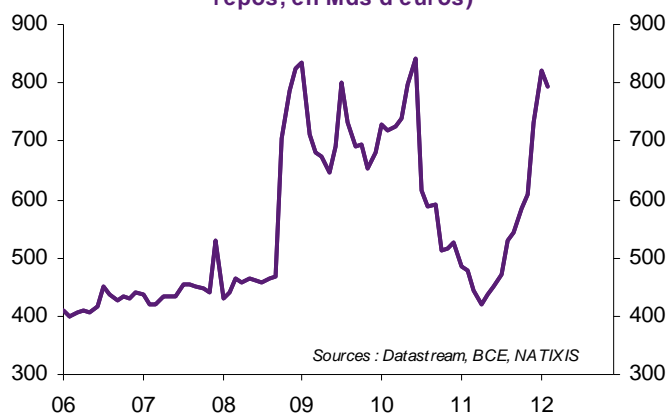
**Graphique 12b**  
Taux de change dollar-yen et ratio entre les bases monétaires des États-Unis et du Japon



- si la création monétaire alimente des sorties de capitaux, alors il y a effectivement conversion de la monnaie du pays en devises et dépréciation du taux de change du pays. Ceci a été le cas de 2002 à 2004 en ce qui concerne les Etats-Unis, mais pas en 2008-2009 ;
- mais si la création monétaire ne génère pas de conversion de la monnaie du pays en devises, elle ne fait pas apparaître de dépréciation du change. Si les LTRO de la BCE alimentent des achats de dettes publiques de la zone euro par les banques de la zone euro, il n'y a aucune raison que l'euro se déprécie. C'est probablement ce qu'on voit depuis la fin de 2011 (graphiques 13a/b).

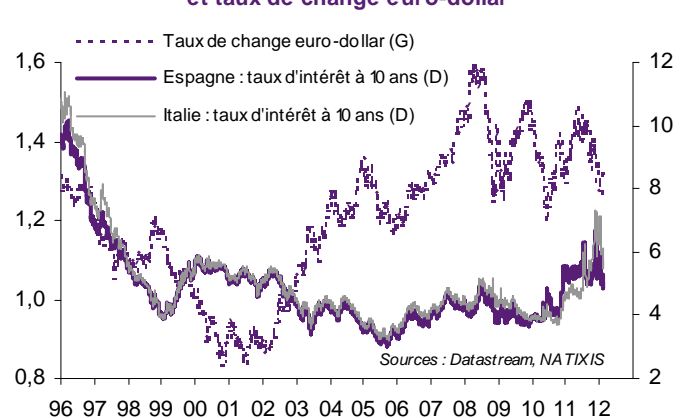
Graphique 13a

BCE: encours de repos (toutes formes de repos, en Mds d'euros)



Graphique 13b

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux de change euro-dollar



**Synthèse : quelles perspectives pour les taux de change des pays à excédent courant ?**

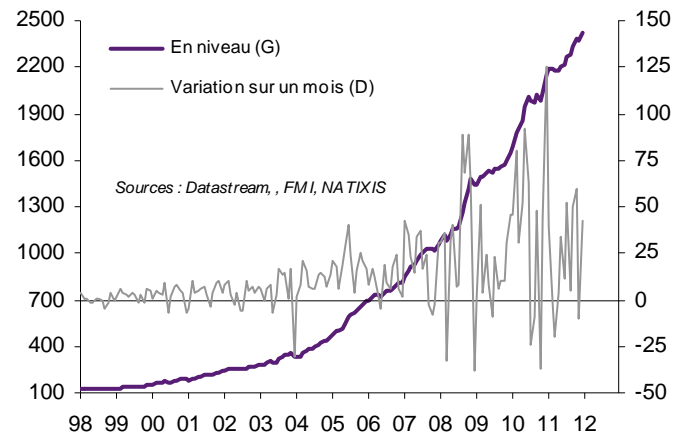
Notre grille d'analyse est donc la suivante : un pays qui a un excédent structurel de sa balance courante a une monnaie qui s'apprécie sauf si il connaît des sorties de capitaux (carry-trades, aversion pour le risque du pays, intervention de la Banque Centrale).

Une création monétaire rapide ne conduit à une dépréciation du taux de change que si elle entraîne la conversion de la monnaie du pays en devises. Ceci conduit aux prévisions suivantes :

- le Japon et la Suisse ne connaîtront un affaiblissement de leur taux de change que si le yen et le franc suisse servent à nouveau de monnaie d'emprunt. Ceci nécessiterait une baisse de l'aversion générale pour le risque incitant les investisseurs à utiliser à nouveau les carry-trades sur les monnaies à taux d'intérêt faibles pour acheter des actifs risqués ;
- l'euro devrait s'apprécier avec le passage à un excédent courant de la zone euro (dû à la réduction des déficits extérieurs des pays du Sud de la zone euro) et avec la diminution de l'aversion pour le risque de la zone euro. La création monétaire par la BCE avec les LTRO ne conduit pas à une dépréciation de l'euro tant que les banques utilisent cette offre d'euros pour réaliser des financements en euros (par exemple pour acheter des titres publics) et non pour acheter des actifs en devises ;
- le RMB pourrait arrêter de s'apprécier avec l'importance des sorties de capitaux depuis la Chine, ce que montre aussi le fait que les réserves de change de la Chine n'augmentent plus (graphique 14).



Graphique 14  
Chine : réserves de change (en Mds d'euros)



## AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA.