Les Rencontres de Lisbonne

Les entreprises face à la volatilité des cours de change, quelles stratégies possibles?

16 septembre 2008

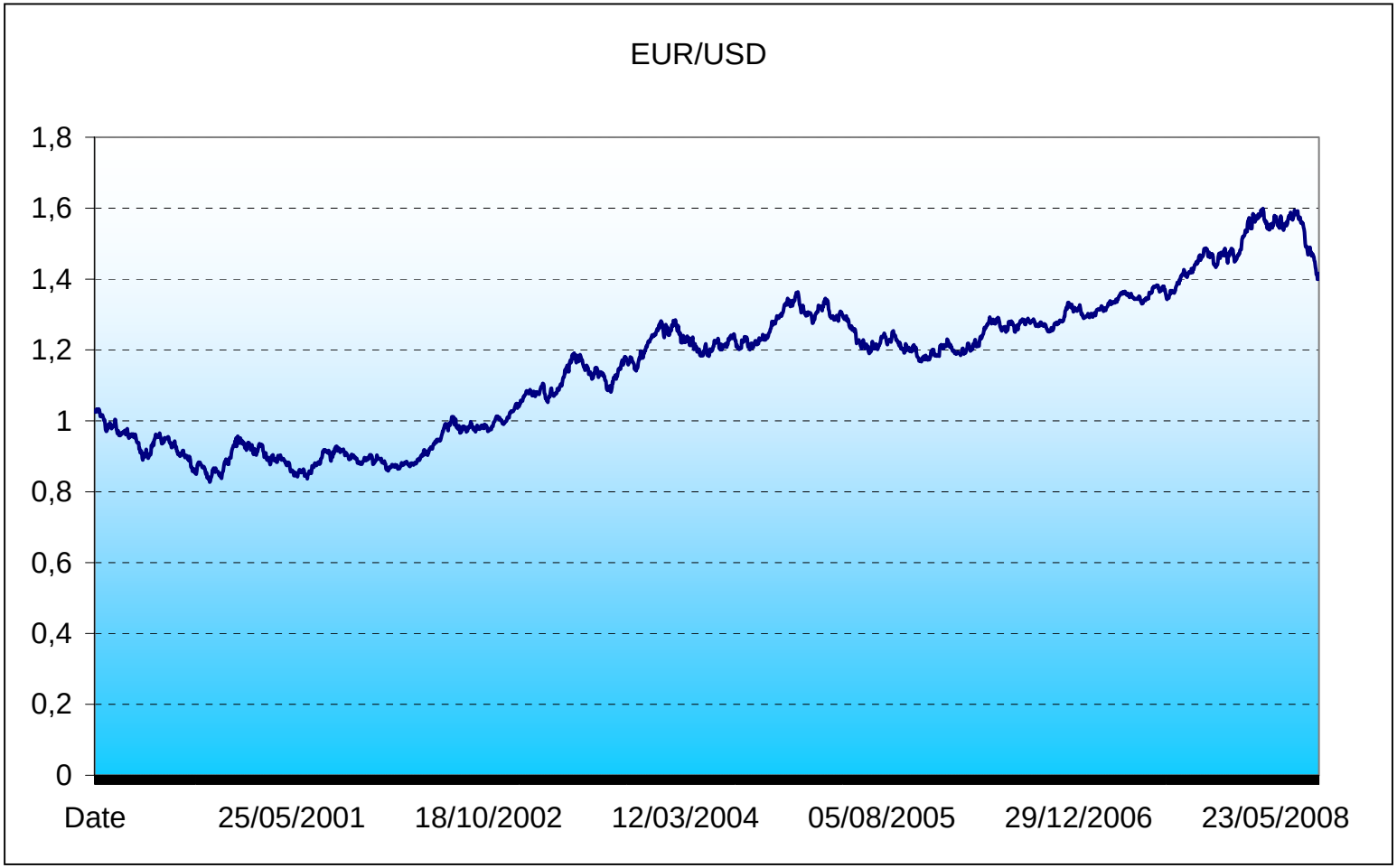
Benoît COUGNAUD

Consultant en gestion des risques,

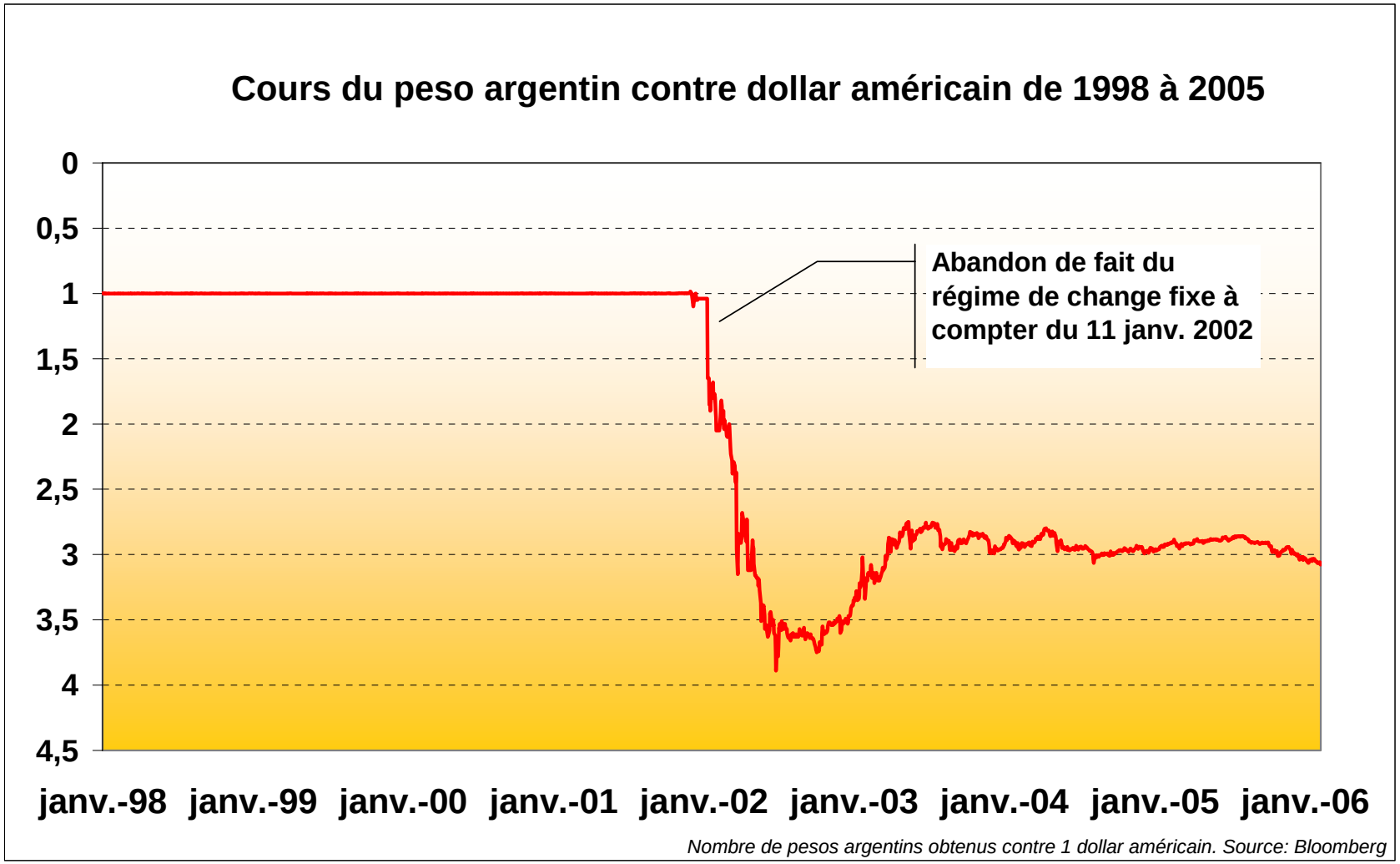
Maître de conférence à Sciences-Po Paris et l'ESSEC

bcougnaud@dimensionrisk.com

Quelles stratégies possibles? (1/2)



Quelles stratégies possibles? (2/2)



Nombre de pesos argentins obtenus contre 1 dollar américain. Source: Bloomberg

« Les entreprises face à la volatilité des taux de change : quelles stratégies de couverture possibles ? »

Analyse personnelle de la conjoncture
sur les principales parités liées à l'euro

Table ronde du 16 septembre 2008 – Institut de l'entreprise

Alix Bakhos
Allocataire d'actifs
BNP Paribas Assurance

1 – La situation macro-économique en zone euro

1.1 Une croissance robuste du PIB au premier trimestre 2008 en zone euro

- Une croissance de 0.7% en rythme trimestriel au 1er trimestre.
- Un hivers doux favorable au bâtiment en Allemagne.
- Une poursuite de la baisse structurelle du chômage en France.
- Un moral des industriels Allemands (IFO) qui a bien résisté au 1er trimestre de l'année.

1.2 L'horizon s'assombrit et les nuages sont nombreux

- L'économie européenne va être confrontée à des facteurs défavorables comme la cherté de l'euro, l'envolée des prix des denrées alimentaires et du pétrole, les conditions plus restrictives du crédit et les premiers effets du retournement du marché immobilier.
- La production manufacturière devrait ralentir dans un avenir proche.
- Morosité dans les services.
- Chute sensible de la confiance des ménages dans tous les pays.
- Décélération de la croissance de l'emploi.
- Une Banque Centrale Européenne qui reste plus en alerte sur l'inflation que sur la croissance économique en dépit des signes d'affaiblissement.

2 – Les tendances sur l'EUR / USD

2.1 États-Unis : Le dilemme de la FED

- Une croissance légèrement positive en début d'année soutenue par les échanges extérieurs et par l'utilisation de toutes les armes (monétaire, budgétaire, change) pour soutenir l'activité.
- La confiance des ménages à son plus bas niveau depuis 1980.
- La consommation qui résiste malgré tout : la question est de savoir si cette résistance due en grande partie aux chèques fiscaux est temporaire ou pas.
- Des entreprises qui subissent le resserrement des conditions financière mais qui bénéficient de la faiblesse du dollar.

➔ Bien que la situation ne soit pas très différente des deux côtés de l'Atlantique (mise à part le fait que les États-Unis sont en avance dans le cycle) c'est aujourd'hui la différence de politique monétaire entre la BCE (décidée à lutter contre l'inflation) et la FED (soucieuse d'éviter à l'économie d'entrer en récession surtout en année électorale) qui explique en grande partie l'envolée de l'Euro face au billet vert.

2.2 Une situation graphique incertaine

- L'apparition d'une figure en « M » signal annonciateur d'un retournement.
- Un rebond est possible sur le support haussier de long terme.

2.3 Conclusion : vers un retournement haussier du dollar ?

Les analyses macro-économiques et chartistes laissent entrevoir un début de retournement dans le sens d'une hausse du dollar face à l'euro. Nos anticipations se basent sur une reprise progressive du dollar et donc sur une baisse de l'euro qui repassera sous la barre des 1.40 $ pour un euro à horizon 1 an. Si la Banque Centrale Européenne était amenée à se préoccuper davantage de la croissance que de l'inflation, alors le repli de l'Euro pourrait être plus brutal et revenir plus ou moins rapidement vers le seuil des 1.30 $. Rappelons que le niveau d'équilibre de l'Euro / Dollar se situe à 1.15 $ – 1.20 $ pour 1 € (parité conforme à la PPA et à la parité dite fondamentale, mais aussi à la moyenne historique de long terme).

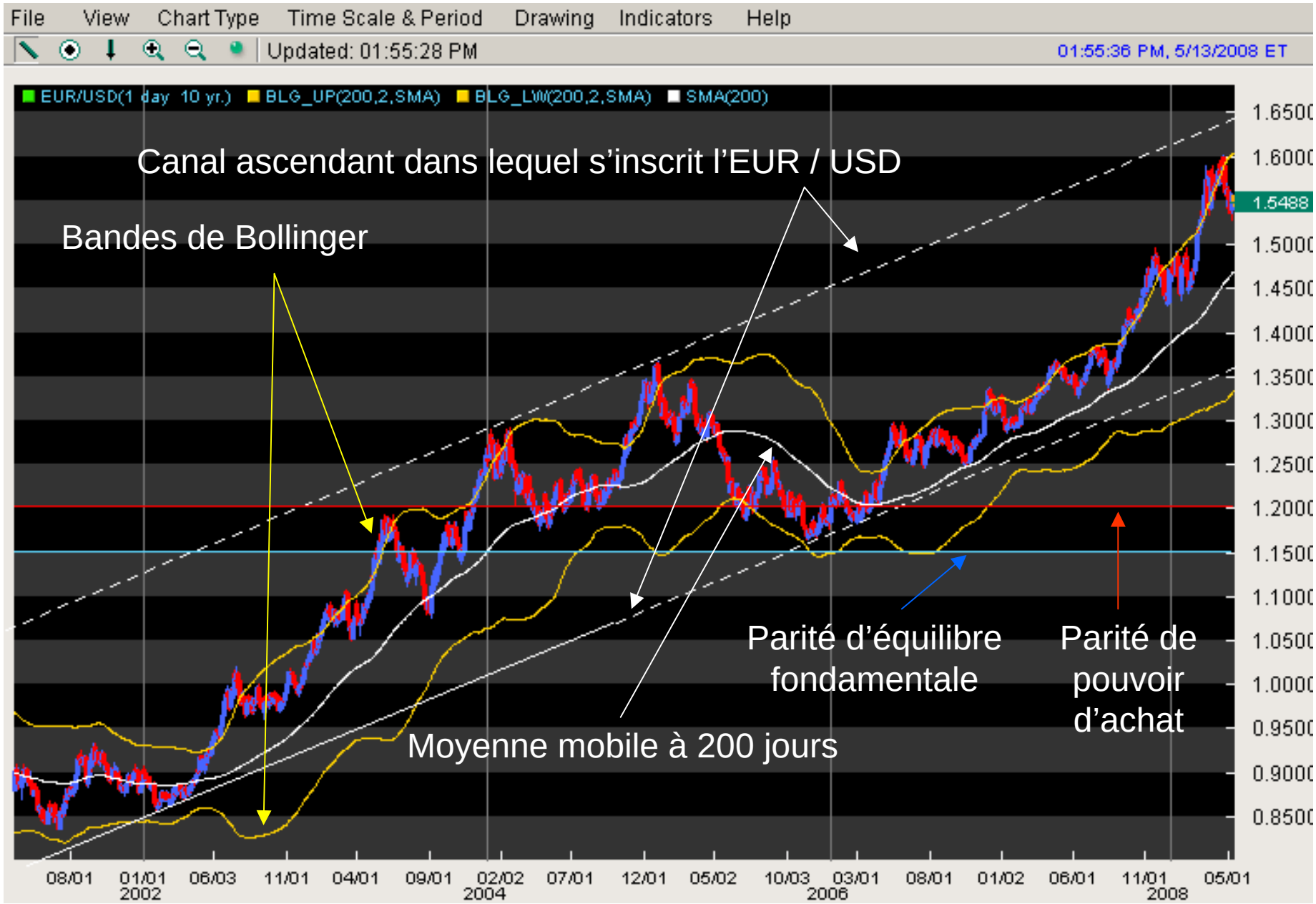
Les limites de nos anticipations résident en trois points :

- Sur le plan chartiste, un retour au dessus des 1.50 $ pourrait reporter le scénario de retournement à la baisse de l'euro.

- Sur le plan économique, rien n'est certain pour que la BCE infléchisse son discours dogmatique concernant l'inflation, surtout si le cours du baril remonte à nouveau.

- Au niveau des banques centrales, il ne faut pas non plus sous-estimer le processus de fond de diversification des réserves de changes des banques centrales asiatiques qui joue en faveur de monnaies comme l'euro, le franc suisse ou la livre sterling au détriment du dollar.

Compte tenu de tous ces éléments, il vaut mieux pour des entreprises avec des avoirs en dollars ne pas se couvrir à long terme car, d'un point de vue macro-économique, la probabilité de baisse de l'euro face au dollar est bien réelle alors que la monnaie unique à presque doublé face au dollar, et ce en à peine 7 ans, en passant de 0.83 $ à 1.60 $ (cf graphique ci-dessous). **A court terme on peut en revanche envisager de se couvrir via des options**.


File
View
Chart Type
Time Scale & Period
Drawing
Indicators
Help
Updated: 01:55:28 PM
01:55:36 PM, 5/13/2008 ET
EUR/USD(1 day 10 yr.)
BLG_UP(200,2,SMA)
BLG_LW(200,2,SMA)
SMA(200)
Canal ascendant dans lequel s'inscrit l'EUR / USD
Bandes de Bollinger
Parité d'équilibre fondamentale
Parité de pouvoir d'achat
Moyenne mobile à 200 jours
1.6500
1.6000
1.5488
1.5000
1.4500
1.4000
1.3500
1.3000
1.2500
1.2000
1.1500
1.1000
1.0500
1.0000
0.9500
0.9000
0.8500
08/01
01/01 2002
06/03
11/01
04/01
09/01
02/02 2004
07/01
12/01
05/02
10/03
03/01 2006
08/01
01/02
06/01
11/01 2008
05/01

3 – Les tendances sur l'EUR / GBP

3.1 Royaume-Uni : Stagflation modérée

- La croissance marque le pas au 1er semestre 2008. En revanche, les sociétés exportatrices affichent toujours le même dynamisme notamment en raison de la récente dépréciation de la livre face aux principales devises et notamment face au Yen (débouclement des positions de Carry Trade en raison des mouvements de panique sur les marchés) et à l'Euro (par dé-corrélation avec le dollar).

- Le ralentissement de l'activité s'explique par la baisse de la demande intérieure.

- Une croissance au point mort au 2nd semestre.

- Les prix de l'immobilier résidentiel pourraient reculer de 30% dans les deux prochaines années.

- Le principal risque pour l'économie est le détachement des anticipations inflationnistes : l'inflation dépassera probablement la barre de 4% au second semestre 2008 après avoir grimpé à 3.8% en juin en raison de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires.

3.2 Une analyse chartiste laisse apparaître une figure de consolidation

➢ La figure ci-contre montre que l'euro sort d'une très forte phase d'appréciation face à la Livre Sterling qui ne s'était plus vue depuis … 1992 à l'époque où Georges Soros avait massivement spéculé contre la devise Britannique.

➢ La figure en biseau qui se dessine depuis le printemps laisse entrevoir une phase de consolidation de l'euro face à la livre.

- ✓ Si l'euro passe le cap des 0.81 £, il pourrait d'un point de vu chartiste aller tester la résistance historique de 0.85 £.
- ✓ Inversement, si l'euro descend sous les 0.78 £, ou pourrait voir apparaître une figure de retournement à l'image de ce qui se produit avec le dollar.

3.3 Conclusion : vers une poursuite de la consolidation

➢ Les analyses macro-économiques et chartistes ci-dessus laissent entrevoir un début de consolidation de l'euro face à la livre sterling.

➢ Néanmoins à la différence de l'Euro / Dollar, il existe un potentiel de dépréciation de la livre face à l'euro en raison notamment du fait que le Royaume-Uni est beaucoup plus dépendant de l'immobilier et du secteur financier que la zone Euro et les États-Unis.

➢ Afin de se couvrir contre une éventuelle dépréciation de la livre sterling face à l'euro, tout en tirant bénéfice d'une appréciation éventuelle, **nous conseillons de se couvrir au moyen d'options et/ou de barrières**.

4 – Les tendances sur l'EUR / CHF

4.1 Suisse : des tensions inflationnistes qui dépriment la consommation

- Une inflation annuelle à 2.9% soit son plus haut niveau depuis 15 ans.
- Une hausse annuelle des prix à l'importation à 3.9% - du jamais vu depuis 19 ans.
- Un ralentissement notable de la croissance en perspective (+1.4% contre 2% il y a 6 mois).
- Une remontée du taux de chômage qui devrait approcher 4% en 2009.

4.2 Une évolution de long terme contenue dans un range très étroit

- Contrairement à la plupart des autres devises le couple EUR / CHF évolue dans un range étroit.
- Une forte corrélation avec les marchés actions.
- Le Franc Suisse : Une monnaie de Carry Trade Européenne.

4.3 Conclusion : quelques incertitudes sur le court terme

Étant donné les incertitudes quand à l'évolution de l'Euro face au Franc Suisse, il serait préférable de **se couvrir au moyen d'options d'achat sur l'Euro ou des tunnels** qui permettent à la fois de se protéger contre la hausse de l'euro face au Franc Suisse tout en bénéficiant du Carry Trade qui est et restera en faveur de l'Euro (on imagine mal des taux en Zone euro inférieurs à ceux de la Suisse).

5 – Les tendances sur l'EUR / JPY

5.1 Japon : Un dynamisme en trompe-l'œil au premier trimestre 2008

Le Japon présente une situation similaire sur bien des points avec la Zone Euro avec un très bon T1 mais aussi avec des orages qui s'accumulent pour la suite. Des différences existent cependant, comme :

- ✓ L'absence de bulle immobilière au Japon, contrairement à de nombreux pays de la zone Euro (Espagne, Irlande, France, …).
- ✓ Une plus grande dépendance vis-à-vis des matières première, puisque le Japon importe bien plus de matières agricoles et énergétiques.
- ✓ Des marges monétaires restreintes, puisque avec des taux à 0.5%, la Banque du Japon aura peu de marges de manœuvres pour baisser ses taux (contrairement à la BCE).

5.2 Une analyse chartiste favorable à l'Euro

Comme le montre le graphique ci-contre, la configuration chartiste est très mauvaise pour le Yen et donc très favorable à l'Euro. En effet, en dépit des accès de fièvre sur les marchés actions en raison de la crise du *Subprime* (qui sont favorables au Yen par essence une monnaie de Carry Trade), l'Euro a pu préserver ses deux supports principaux qui sont d'une part le support majeur et psychologique des 150 Yens pour 1 Euro et d'autre part le support haussier oblique initié lors du début du rallye haussier face à l'euro (à partir du milieu de l'année 2000).

5.3 Conclusion : de très fortes incertitudes sur le court terme

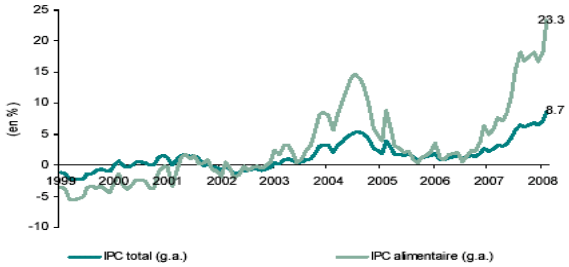
- Étant donné les similitudes sur le plan macro-économique entre le Japon et la Zone Euro auxquelles s'ajoute une configuration chartiste très négative pour le Yen, il serait préférable pour une entreprise exportatrice amenée à recevoir des cash flows en Yens de se couvrir contre une éventuelle poursuite de la dépréciation de la devise nipponne, et ce tant que les 2 supports graphiques ci-dessus ne sont pas cassés.

- On pourrait par exemple se couvrir en **achetant des forwards EUR / JPY** qui présentent l'avantage de pouvoir bénéficier d'un Carry Trade positif et qui ne sont pas prêts de s'inverser au vu des écarts considérables qui existent entre les taux directeurs de la BCE et de la BoJ.

6 – Les perspectives d'évolution du Yuan Chinois par rapport à l'EUR et au USD

6.1 Des conditions monétaire ne pouvant que devenir plus restrictives

➢ Une base monétaire qui poursuit son trend ascendant



➢ Des prix à la consommation qui s'envolent entraînant un dérapage de l'inflation

6.2 Vers une accélération de l'appréciation du Yuan face au dollar

➢ Face à l'augmentation de la base monétaire et aux pressions inflationnistes, un arsenal de mesure à été employé pour endiguer cette dérive, comme par exemple:

✓ Le blocage par le gouvernement des prix sur l'énergie pendant plusieurs mois en grande partie responsable de la chute de la bourse de Shanghai.

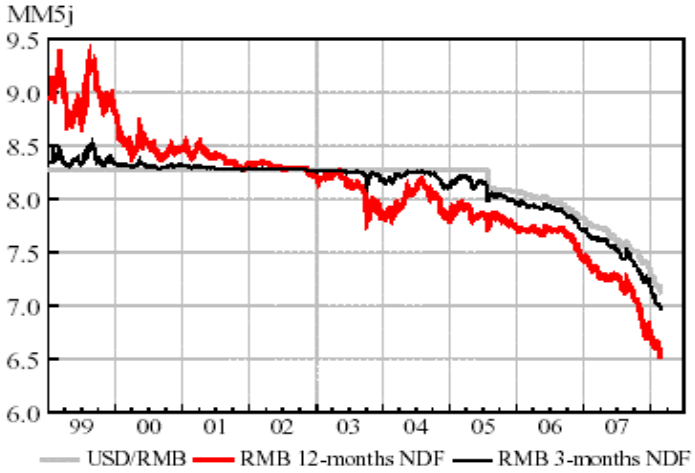
✓ La demande de la Banque centrale de Chine aux banques de relever leurs taux de réserves obligatoires à un record de 17,5%.

✓ L'adoption d'un tas de mesures pour dissuader les banques de prêter dans un certain nombre de secteurs comme par exemple l'immobilier à Shanghai.

➢ Ces mesures se sont révélées insuffisantes et vont obliger les Chinois à avoir recourir aux armes monétaires via :

✓ Une accélération de la hausse des taux.

✓ Une accélération de l'appréciation du RMB (peggé sur le dollar) face au dollar qui a déjà commencée lorsque l'on regarde le graphique ci-contre.



6.3 Conclusion : Un Yuan qui ne peut que s'apprécier face à l'Euro

Compte tenu de ce qui a été dit plus haut, avec en particulier :

- Le retournement de l'Euro / Dollar en faveur du billet vert.
- De la poursuite de l'appréciation du Yuan par rapport au dollar,

Le Yuan ne peut (logiquement) que s'apprécier face à la monnaie unique.

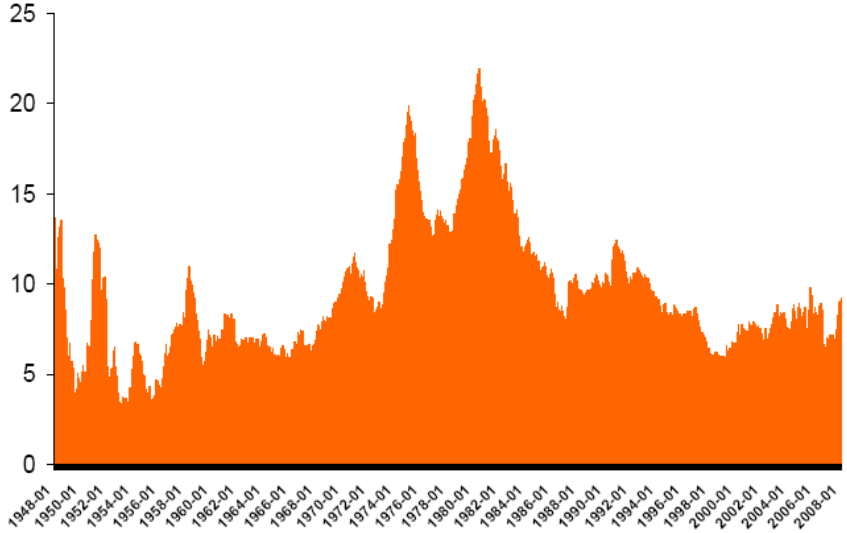
Aussi il vaut mieux pour les entreprises ayant des avoirs en Chine **ne pas se couvrir contre le risque de change.**

A l'heure actuelle les risques portent davantage sur les véhicules d'investissements en Chine (Immobilier à Shangaï, actions Chinoises, …) que sur le taux de change.

7 – Vers une appréciation des monnaies des pétro-monarchies

- Les pays du Golfe sont victime de fortes pressions inflationnistes en raison :
  - ✓ Du recours important aux importations qui se traduit par une remontée de l'inflation importée.
  - ✓ De l'abondance des liquidités qui se traduit par une hausse du prix des actifs réels et financiers

- Les chocs pétroliers n'ont plus le même effet sur l'économie américaine qu'autrefois
  - ✓ La hausse des prix du pétrole n'est plus inflationniste pour les États-Unis, mais récessive comme le montre le *miserary index*.
  - ✓ Contrairement au passé, des phases de prix du pétrole élevé entraînent des baisses de taux aux États-Unis se traduisant par une baisse du dollar et donc une hausse des prix dans les pays dont la monnaie est liée au dollar.



- Cette situation est difficilement tenable pour les pays du Golfe : de ce fait une plus grande flexibilité est nécessaire qui va entraîné une appréciation des devises des pays du Golfe face au Dollar et donc face à l'Euro.

➔ En tout état de cause, un abandon bien géré du peg associé à une appréciation du change constituerait un facteur positif pour un investisseur étranger.