

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

3 Juillet 2012 – N° 467

Quel ajustement des taux de change si l'euro explose ?

De plus en plus d'institutions financières et d'entreprises multinationales désirent couvrir le risque de change lié à la possible explosion de l'euro. Que doit par exemple faire une entreprise du Nord de la zone euro si elle a des filiales, des centres de production, dans le Sud de la zone euro ? Pour couvrir ce risque de change, il faudrait d'abord connaître l'évolution des taux de change des différents pays les uns vis-à-vis des autres en cas d'explosion de l'euro. On pourrait alors, pour l'entreprise d'un pays, compenser les pertes sur les actifs dans un pays dont la monnaie se déprécie par des gains sur les actifs d'un autre pays dont la monnaie s'apprécie par rapport à celle du pays de l'entreprise. Nous proposons une méthode d'évaluation basée sur le signe et la taille des comptes Target 2. Les résultats de cette évaluation simple sont donnés à la fin de cet article.

Si l'Espagne connaissait une dépréciation de 20% par rapport à la parité antérieure de l'euro, il y aurait dépréciation de 30% pour la Grèce et le Portugal, de 12% pour l'Italie ; stabilité pour la France ; appréciation de 20% environ pour l'Allemagne et les Pays-Bas.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

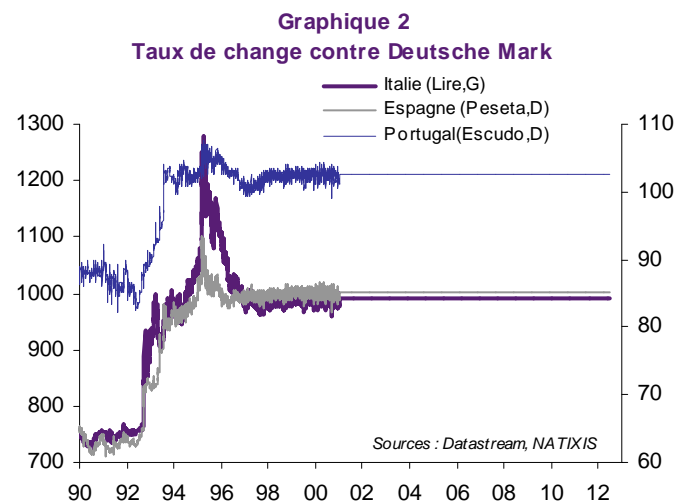
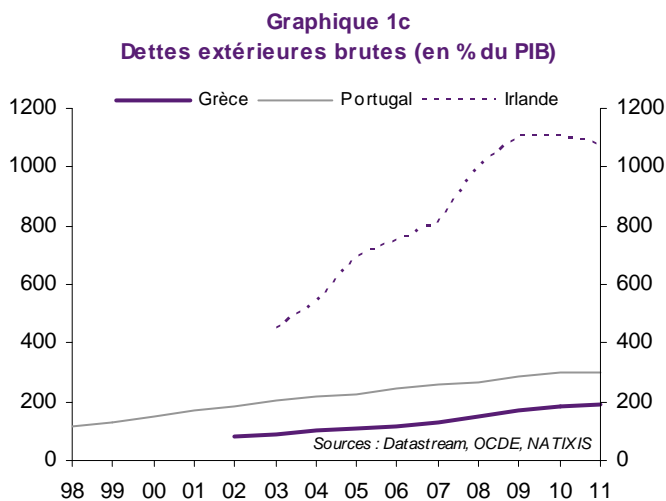
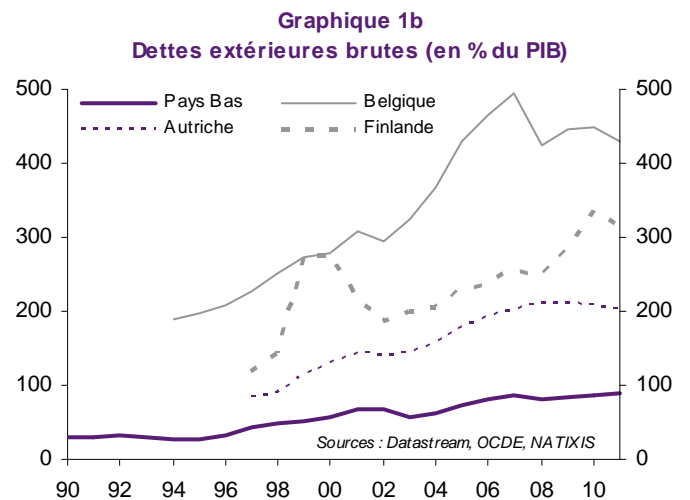
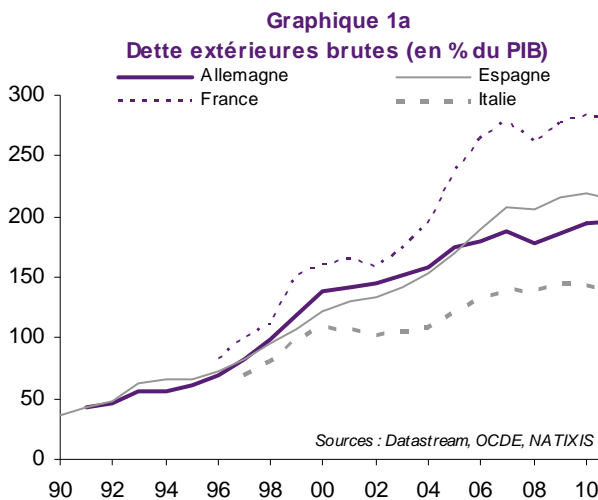
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Plus ou moins values en capital en cas d'explosion de l'euro

La taille des actifs et des dettes extérieures des pays de la zone euro a considérablement augmenté depuis la création de l'euro. Il faut regarder les actifs et les dettes extérieurs bruts, qui représentent bien la détention croisée d'actifs entre les pays.

A titre d'illustration, les graphiques 1 a/b/c montrent les dettes extérieures brutes des pays de la zone euro, y compris pour les pays qui ont un actif extérieur net positif (Allemagne, Pays-Bas...).

Lors de l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-1993 (graphique 2), les actifs et les dettes extérieurs étaient de très petite taille, et les effets patrimoniaux des variations des taux de change étaient très petits.



Aujourd'hui, l'explosion de l'euro ferait apparaître de très grosses pertes ou de très gros gains en capital. Les investisseurs financiers et les entreprises multinationales commencent à vouloir se couvrir contre ce risque : s'ils détiennent des actifs dans un pays dont la monnaie se déprécierait par rapport à celle de leur pays d'origine, ils pourraient couvrir le risque par la détention d'actifs dans un pays dont la monnaie s'apprécierait par rapport à celle de leur pays d'origine.

Mais pour mettre en place ce type de couverture il faudrait connaître l'évolution de différentes devises en cas d'explosion de l'euro.

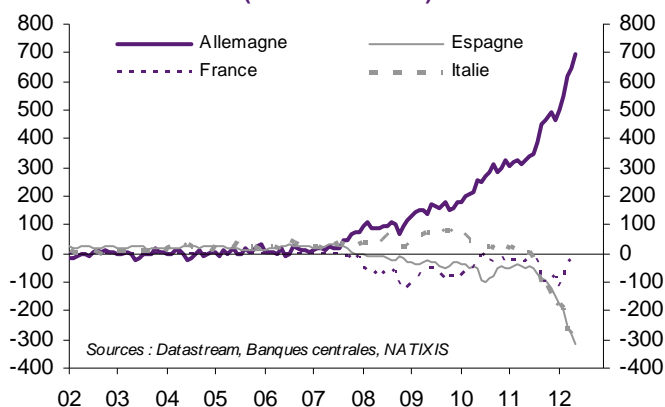
L'utilisation des comptes Target 2

On sait que **les positions Target 2 des différentes Banques Centrales Nationales sont l'équivalent de réserves de change** : si les investisseurs privés en Allemagne ne veulent plus prêter à l'Espagne, la Banque Centrale d'Allemagne est obligée de se substituer aux prêteurs privés, et **d'accumuler des actifs espagnols dans ses réserves de change** (sa position Target 2 par rapport à l'Espagne) **pour maintenir la stabilité du taux de change entre l'Allemagne et l'Espagne.**

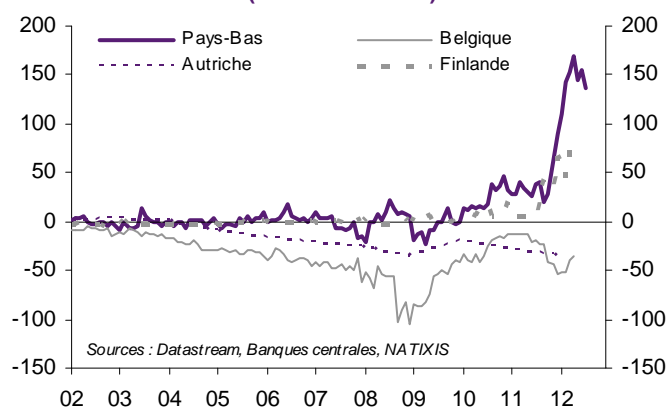
La taille des comptes Target 2 (graphiques 3 a/b/c, 4 a/b/c) permet donc de mesurer les tailles relatives de l'ajustement de change entre les différents pays qui se réaliserait en cas d'explosion de l'euro.

L'Allemagne, la Finlande et les Pays-Bas sont fortement créditeurs en Target 2 ; l'Espagne, l'Italie, la Grèce, le Portugal, l'Irlande sont fortement débiteurs.

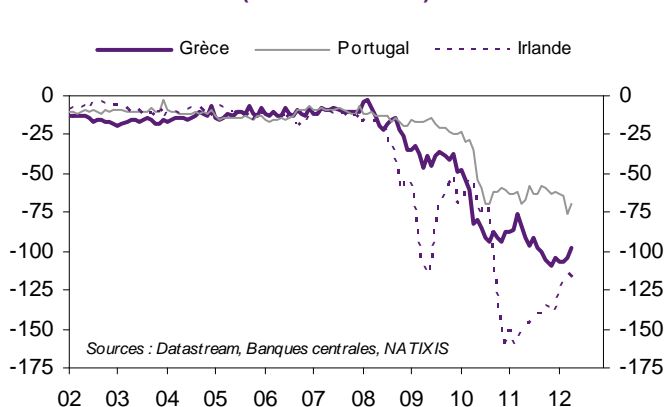
Graphique 3a
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)



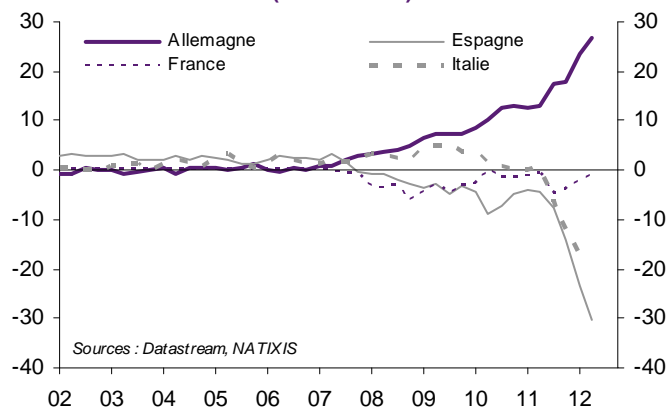
Graphique 3b
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)



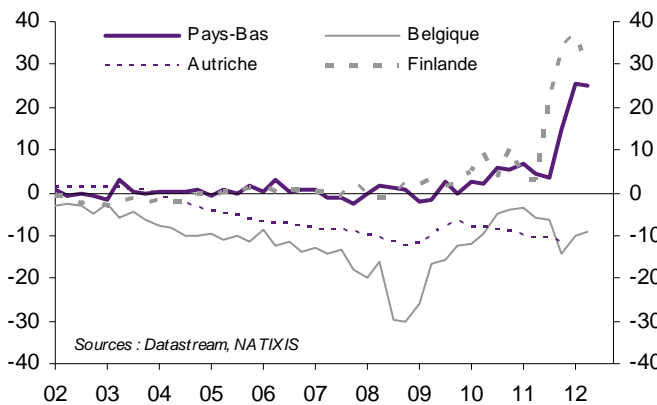
Graphique 3c
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en Mds d'euros)



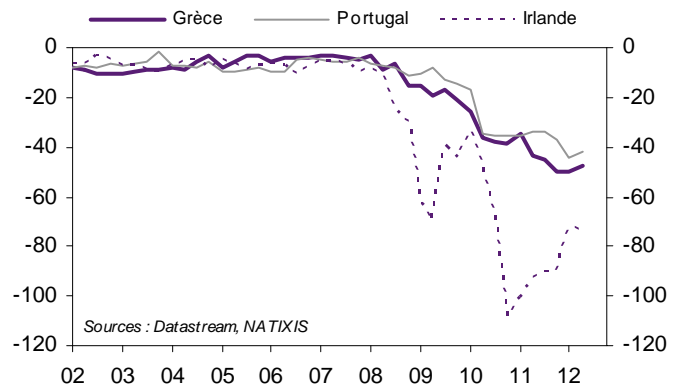
Graphique 4a
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en % du PIB)



Graphique 4b
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en % du PIB)



Graphique 4c
Solde Target 2 de la Banque Nationale
(en % du PIB)



Synthèse : quelle structure de déformation des taux de change des pays de la zone euro si l'euro expose ?

Partant de ce qui précède, nous estimons la structure de déformation des taux de change en cas d'explosion de l'euro. **Le taux de change de référence est le taux de change de chaque pays vis-à-vis de l'euro juste avant l'explosion.**

Calibrons le calcul sur une dépréciation de 20% de l'Espagne vis-à-vis de l'ancien euro.

On aurait alors, toujours par rapport à la parité antérieure à l'explosion vis-à-vis de l'euro :

Allemagne + 18%
Espagne - 20%
France - 2%
Italie - 12%
Pays-Bas + 16%
Belgique - 6%
Autriche - 8%
Finlande + 20%
Grèce - 30%
Portugal - 28%
Irlande - 49%

Les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande auraient une appréciation de 20% environ vis-à-vis de l'euro antérieur ; la Grèce, le Portugal et l'Irlande une dépréciation de 30% ou plus, l'Italie de 12%.