

## LES TRIBULATIONS DE LA PARITÉ EURO/DOLLAR\*

Département analyse et prévision

Les premières années d'existence officielle de l'euro n'ont pas été un long fleuve tranquille. Alors qu'une appréciation était légitimement attendue, l'euro s'est au contraire régulièrement déprécié vis-à-vis du dollar, de son introduction en janvier 1999 jusqu'à la fin 2001. La dégradation du déficit courant américain à cette époque et la baisse plus importante outre-Atlantique du rendement des actions étaient pourtant largement défavorables au billet vert. Le dollar aurait alors puisé sa force dans les anticipations de croissance potentielle plus forte associées à la « nouvelle économie ». Et de telles anticipations ne sont pas prises en compte (ou de manière incomplète) dans une modélisation traditionnelle du taux de change.

Il faudra attendre encore deux ans à partir de l'éclatement de la bulle Internet début 2000 pour que cette appréciation anormale du dollar vis-à-vis de l'euro prenne fin. Du début 2002 jusque début 2004, l'euro s'est apprécié parce que le dollar s'est déprécié. Tiré vers le bas par le poids du déficit courant et la nature exceptionnellement accommodante de la politique monétaire américaine, le dollar a alors perdu environ un tiers de sa valeur vis-à-vis de l'euro. Mais une analyse plus fine de cette période particulière montre aussi que les marchés ont continué de prendre des libertés dans leur interprétation des indicateurs conjoncturels et des déterminants de la parité, par exemple en sanctionnant le dynamisme de la croissance et des gains de productivité américains. En même temps a pris forme, depuis le début 2003, une évolution encourageante pour un retour à un comportement plus rationnel des marchés : l'écart entre le niveau observé de la parité euro/dollar et celui déduit de la théorie s'est progressivement refermé.

Ce constat, fait au printemps 2004, laissait espérer que les marchés réapprécient à l'avenir à leur juste valeur les fondamentaux de l'économie américaine relativement à ceux de l'économie européenne, et permettait de justifier une appréciation progressive du dollar vis-à-vis de l'euro (jusqu'à 1,15 dollar pour 1 euro fin 2005 contre 1,25 dollar début 2004). Si les évolutions observées depuis confirment globalement ce scénario (avec un euro à environ 1,22 dollar à la mi-2004), il

reste soumis à de nombreux aléas. Une telle appréciation de la devise américaine repose en effet sur une certitude (une remontée plus forte des taux d'intérêt aux États-Unis que dans la zone euro) mais aussi sur des hypothèses fortes (une résorption progressive du déficit courant alimentée par une réduction du déficit budgétaire et une hausse du taux d'épargne des ménages). Les conditions d'un arrêt des interventions des banques centrales asiatiques sont aussi un facteur de risque.

Si elle reste incertaine, une appréciation du dollar aurait bien des avantages pour le reste du monde : elle réglerait *a priori* la question de la soutenabilité des interventions et elle soulagerait la croissance européenne d'un poids encombrant. Autant celle-ci avait profité de la faiblesse initiale de l'euro, autant elle a souffert de son appréciation récente (à hauteur de 0,7 point de croissance en moins en 2003) et continuerait d'en pâtir en 2004 (1 point de croissance en moins). Ce n'est qu'en 2005 que les évolutions passées et attendues du taux de change pourraient contribuer positivement à la croissance.

### Des déterminants habituels du taux de change

Parmi les déterminants traditionnels du taux de change, on retient le plus souvent : la position extérieure nette, les évolutions budgétaires, les termes de l'échange, les différentiels d'inflation, de gains de productivité, de taux d'intérêt, de croissance et de rendement des actions. Ces déterminants jouent à des horizons temporels divers. Il est à chaque fois précisé avec quel signe ils interviennent dans la relation reliant le niveau de la parité euro/dollar à ses déterminants, ci-après estimée.

\* Cette Lettre reprend les principaux éléments de l'analyse faite par le Département analyse et prévision, présentée dans les études spéciales « Euro/dollar : l'épreuve des faits » et « Combien nous coûte l'appréciation de l'euro ? » du dossier « Perspectives 2004-2005 : Un monde presque parfait », *Revue de l'OFCE*, n° 89, avril 2004. Ont contribué à ces études Hélène Baudchon, Odile Chagny, Guillaume Chevillon, Gaël Dupont, Eric Heyer, Sabine Le Bayon, Christine Riffart et Danielle Schweisguth.

À long terme, le taux de change d'équilibre est souvent défini comme le taux de change garantissant la stabilité sur longue période de la position extérieure nette (en pourcentage du PIB) ; lui correspond donc un certain solde courant, dit soutenable car compatible avec la stabilité de la position extérieure. On s'attend à une relation inverse entre le taux de change d'équilibre et le solde courant (c'est-à-dire à un signe négatif du coefficient devant le solde courant dans la relation de cointégration). Le solde courant soutenable n'est pas obligatoirement équilibré. Par exemple, une économie qui a une croissance de sa productivité durablement plus forte qu'ailleurs attirera facilement des capitaux longs pour financer son déficit courant et éviter ainsi une dépréciation de sa monnaie. Le taux de change réel d'équilibre de long terme de cette économie sera *grosso modo* le taux de change qui équilibre le solde courant augmenté des flux d'investissements directs (IDE). Lorsque les investissements de portefeuille répondent à des objectifs d'économie réelle, ils soutiennent aussi le taux de change réel de long terme. Mais s'il s'agit d'optimisation des rendements, ils ne font que le modifier à court terme.

Les évolutions budgétaires jouent aussi à long terme sur le taux de change. Une détérioration du solde public, non compensée par une hausse de l'épargne privée, se traduit par une dégradation du solde courant, et pèse de ce fait sur le taux de change réel de long terme. À plus court terme toutefois, une dégradation du solde budgétaire peut pousser à la hausse le taux de change par le biais d'une hausse des taux d'intérêt réels et de la demande. Si l'on s'attend donc plutôt à une relation inverse entre le taux de change et le solde public, un signe positif ne doit pas non plus surprendre.

Le différentiel d'inflation entre les États-Unis et la zone euro est insuffisant pour justifier la présence de cette variable dans la relation de cointégration. Par ailleurs, l'absence du différentiel de gains de productivité, malgré un fort potentiel explicatif, s'explique par la difficulté d'avoir une mesure comparable de la productivité. Les chocs durables sur les termes de l'échange agissent sur le taux de change réel via la balance commerciale.

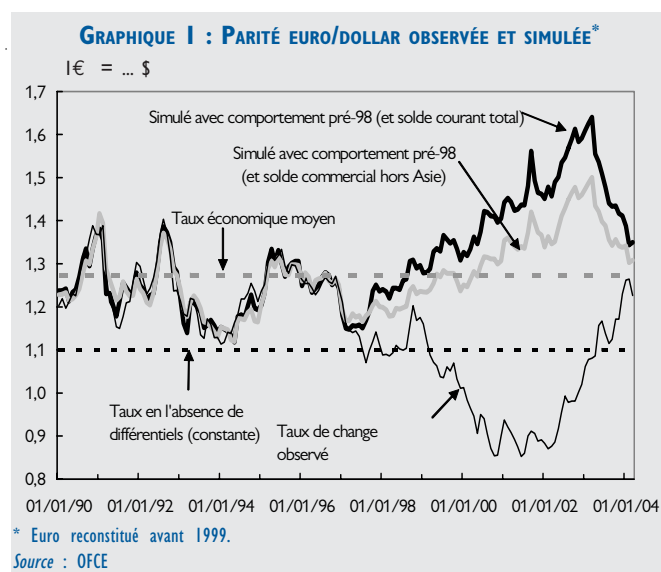
Les différentiels de taux d'intérêt réels, de croissance et de performances des marchés d'actions agissent plutôt à moyen terme. Selon le principe de la parité des taux d'intérêt non couverte, le taux de change se fixe à un niveau tel que la variation anticipée du taux de change soit égale au différentiel de taux d'intérêt. Si celui-ci augmente, on s'attend donc à une appréciation de la monnaie du pays à l'origine de la hausse (c'est-à-dire à un signe négatif du coefficient dans le cas, qui est le notre, d'une cotation à l'incertain). Le différentiel de taux d'intérêt observé peut refléter plus qu'un simple arbitrage de rendements d'actifs entre différents pays, par exemple la position de chaque pays dans son cycle d'activité ainsi que leurs perspectives de croissance dans les évolutions du taux de change (et un coefficient négatif attendu). Des perspectives économiques favorables vont de pair avec une hausse de la Bourse (d'où un signe négatif attendu du coefficient devant le différentiel de rendement financier, ici mesuré par l'inverse du PER).

À court terme, les anticipations jouent un rôle essentiel dans la détermination du taux de change car la demande d'actifs financiers dépend de la rentabilité anticipée des placements. Et en théorie, les fluctuations de change dépendent des anticipations de taux de

change, ce qui est largement circulaire. *In fine*, ces anticipations dépendent elles-mêmes des fondamentaux de l'économie. L'imprévisibilité à court terme des taux de change vient de ce que l'attention des marchés peut se focaliser sur des variables différentes (déficit courant, déficit public, croissance, chômage, inflation...). Un faisceau de fondamentaux équivalents peut alors avoir des conséquences distinctes sur les évolutions des taux de change.

## De leur mesure à la réalité

Cette théorie traditionnelle du taux de change a été mise à l'épreuve de la réalité. Le niveau de la parité euro/dollar de long terme a été ainsi estimé en fonction de cinq déterminants fondamentaux : le solde courant américain<sup>1</sup> et les différentiels (entre les États-Unis et la zone euro) de taux d'intérêt longs, de croissance, de solde budgétaire et de rendement des actions (mesuré par l'inverse du PER). Cette relation de cointégration a été estimée sur la période 1990-1997. On a ensuite simulé, à partir de 1998 et sur la base des coefficients précédemment estimés, le niveau de la parité euro/dollar que cette relation aurait impliqué. On obtient ainsi un niveau « théorique » de la parité, c'est-à-dire répondant, conformément à la théorie, au jeu des déterminants traditionnels du taux de change (comme cela a été le cas entre 1990 et 1997). La déconnexion entre le modèle et la réalité est frappante (graphique 1). Elle tient à une inversion du signe des coefficients de la relation de cointégration, à l'exception notable de celui devant le différentiel de taux d'intérêt (tableau).



### LES DÉTERMINANTS TRADITIONNELS DE LA PARITÉ EURO/DOLLAR

|   | Coefficients estimés |           |
|---|----------------------|-----------|
|   | 1990-1997            | 1998-2003 |
| Constante   | 1,10                 | 1,08      |
| Solde commercial hors Asie (en points de PIB)       | - 0,07               | + 0,08    |
| Flux entrants d'IDE (en points de PIB)              | - 0,09               | n.s.      |
| Différentiel de taux d'intérêt à long terme         | - 0,02               | - 0,04    |
| Différentiel de croissance                          | - 0,01               | + 0,07    |
| Différentiel de solde budgétaire (en points de PIB) | + 0,02               | n.s.      |
| Différentiel de rendement financier                 | - 0,07               | n.s.      |

Lecture du tableau : Entre 1990 et 1997, une augmentation des taux longs américains de 100 points de base (ou une baisse des taux longs européens de 100 points de base) entraînait une appréciation du dollar de 2 centimes d'euro.

Source : OFCE.

Le changement de comportement des marchés est manifeste. La raison économique de ce changement l'est beaucoup moins, d'autant plus qu'avant 1998 le modèle reproduit remarquablement bien la réalité<sup>2</sup>. La montée en puissance de la « nouvelle économie » a vraisemblablement une bonne part de responsabilité dans le comportement peu rationnel des marchés, mais il n'est pas évident de le vérifier empiriquement. Une amélioration possible du modèle est de raisonner non plus avec le déficit courant américain total, mais avec une mesure plus étroite de ce qu'il revient aux seuls Européens de financer (par l'intermédiaire d'un solde commercial corrigé du déficit bilatéral avec l'Asie), et d'ajouter aux déterminants les flux entrants d'IDE (comme mesure de l'attractivité des États-Unis). Selon cette équation, la baisse simulée du dollar vis-à-vis de l'euro est alors plus modérée (1 euro valant 1,5 dollar en mars 2003, cf courbe grisée sur le graphique) que dans le cas où le déficit courant est retenu (1 euro valant alors 1,64 dollar à la même date, cf courbe noire). L'écart entre le taux de change théorique et le taux observé est ainsi quelque peu réduit.

Selon cette simulation, le dollar aurait donc dû se déprécier de 10 centimes d'euro entre janvier 1999 et janvier 2002 (passant de 1,23 dollar à 1,34 dollar pour 1 euro), et il s'est au contraire apprécié de près de 30 centimes d'euro (passant de 1,16 dollar à 0,88 dollar pour 1 euro). Il faut attendre février 2002 pour qu'un semblant de normalité émerge, c'est-à-dire que, comme le suggère la théorie, le dollar se déprécie (l'écart entre le taux simulé et le taux observé ne s'agrandit plus). Et début 2003 pour que l'écart commence enfin à se refermer.

La première grande phase de baisse du dollar (février 2002-juin 2003) reflétait bien les préoccupations des marchés quant au niveau élevé du déficit courant américain. Celui-ci s'était en effet peu réduit en 2001 avec la récession avant de plonger davantage en 2002. Associée à la remise en cause de la « nouvelle économie », la soutenabilité de ce déficit a été mise en doute, d'autant plus que le déficit public se creusait également. À partir de septembre 2003 et jusque début 2004, une deuxième phase de dépréciation du dollar s'est engagée, mais pour des raisons différentes. Les marchés ont semble-t-il négligé la modeste amélioration du déficit courant américain entre le premier et le quatrième trimestre 2003, se focalisant sur les faiblesses du marché du travail américain. L'accentuation du différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro n'était paradoxalement pas un facteur favorable au dollar, car elle était interprétée comme la cause du déficit courant américain et non comme une amélioration des perspectives de rendement. Le dynamisme persistant des gains de productivité était, de même, perçu comme garant d'une inflation basse, et donc d'un bas niveau des taux d'intérêt, et non comme caution d'une croissance potentielle plus élevée. Le différentiel négatif de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro était ainsi le seul déterminant poussant le dollar à la baisse, conformément à la théorie. Au cours du premier trimestre 2004, l'orientation du taux de change a été moins claire. Les anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire européenne, d'un resserrement aux États-Unis et d'interventions coordonnées poussaient l'euro à la baisse, mais l'attentisme des autorités monétaires le faisait remonter.

2. Les préparatifs au lancement de l'euro et les diverses spéculations quant aux monnaies participantes ont pu temporairement jouer de mi-97 à mi-98, contribuant à ce que le taux de change du futur euro (reconstitué) réponde moins bien par le passé à ses déterminants habituels.

Depuis que le marché du travail américain donne des signes d'amélioration, le marché des changes réagit plus logiquement aux informations conjoncturelles, poussant le dollar à la hausse quand elles sont bonnes<sup>3</sup>.

## Des risques contrôlés

Théorie et réalité vont donc de nouveau plutôt dans le même sens. De plus, la dépréciation observée du dollar l'a ramené vers son « niveau économique moyen » (estimé à 1,27 dollar pour 1 euro sur la base des valeurs moyennes des fondamentaux de 1990 à 2003). Pourvu que cet équilibre retrouvé perdure, la voie pour une appréciation du dollar est ouverte. Mais elle n'est pas sans embûches. Deux risques pèsent encore sur les développements futurs de la devise américaine : le niveau élevé du déficit courant américain et les modifications potentielles des politiques d'intervention des banques centrales asiatiques. Mais ils sont pondérés, pour le premier, par le statut particulier des États-Unis, et, pour le second, par l'intérêt mutuel qui lie les différentes parties en présence.

Les États-Unis bénéficient du statut de grande économie, relativement fermée, financièrement la plus développée, dont la monnaie sert à la fois de monnaie de transaction et de réserve internationale. Ce statut leur permet de ne guère se soucier du niveau élevé de leur déficit courant (4,8 % du PIB en 2003). Il serait le simple miroir du déficit de croissance de l'Europe et du Japon. Il est surtout un rouage important du fonctionnement du système financier international. Ceci a limité (en 2002 et 2003) et limite toujours le risque d'un décrochage du dollar et/ou d'un ajustement brutal du déficit courant américain.

Le dollar a profité d'un autre soutien, celui des interventions du Japon et d'autres pays d'Asie sur le marché des changes. Si l'on rapporte le total des entrées nettes de capitaux officiels au total du déficit en 2003, environ 40 % du déficit américain est ainsi automatiquement financé. Si l'on regarde la variation totale des réserves de change des principales banques centrales asiatiques (environ 400 milliards de dollars sur un an fin 2003, dont plus de 80 % sont imputables à la Chine et au Japon), c'est 80 % du besoin de financement des États-Unis qui est couvert. *A priori*, si les banques centrales asiatiques mettaient un terme à leurs achats de dollars, la devise américaine se déprécierait par rapport à l'euro du fait d'une réduction de la demande de dollars sur le marché des changes. L'incertitude porte plus sur les conditions de cet arrêt. Or, il est peu probable qu'il soit brutal et inopiné. Outre une forte instabilité sur le marché des changes, il en découlerait une chute du dollar et donc une dépréciation importante des avoirs accumulés. L'intérêt des pays asiatiques, comme des États-Unis, est dans une dépréciation contrôlée du dollar, voire dans son appréciation, car elle permettrait de mettre naturellement fin à une politique d'intervention à terme coûteuse, et faciliterait la diversification des réserves acquises à ce jour.

## Des effets de l'appréciation de l'euro

Du fait de la mise en place de l'UEM au 1<sup>er</sup> janvier 1999, qui a mis fin aux contraintes liées à la défense de l'ancrage des monnaies au deutschemark au sein du SME, les variations de change ont moins d'impact sur les économies de la zone.

3. En revanche, la flambée des prix du pétrole et les tensions géopolitiques sont, comme il y a un peu plus d'un an, défavorables au dollar.

L'élasticité du PIB de la zone euro au taux de change euro/dollar a en effet été réduite d'environ un tiers depuis 2000. Compte tenu de l'appréciation continue de la devise européenne en 2002 et 2003, la réduction de cette élasticité est bénéfique pour la croissance de la zone euro : l'incidence négative de l'appréciation aurait été plus forte avant l'introduction de la monnaie commune. De plus, si l'euro s'est apprécié de 45 % vis-à-vis du dollar entre février 2002 et février 2004, mesurée en taux de change effectif (c'est-à-dire vis-à-vis de l'ensemble des partenaires commerciaux), l'appréciation est de bien moindre ampleur.

Une estimation des effets des variations de change (encadré) indique que l'appréciation de l'euro aurait eu un impact légèrement bénéfique en 2002 sur la croissance de la zone euro, mais aurait entraîné une perte de croissance de 0,7 point de PIB en 2003 (graphique 2). Selon notre prévision de change en 2004, l'impact serait maximal cette année, avec une croissance amputée de 1 point de PIB.

### Une succession de courbes en J inversées

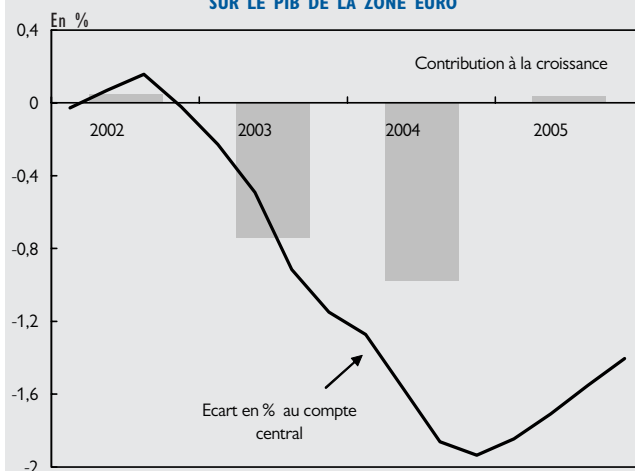
Le mécanisme de la « courbe en J » caractérise les effets de la dépréciation d'une devise à un instant donné sur le solde courant : négatifs à court terme et bénéfiques par la suite. De manière symétrique, une appréciation (comme dans le cas de la devise européenne) se traduit par une amélioration immédiate de la balance courante, résultant d'un effet « prix » (la baisse instantanée du prix des importations exprimé en monnaie nationale). Ensuite, l'effet « quantité » intervient : le nouveau taux de change rend les prix nationaux moins compétitifs en monnaie étrangère ; les volumes exportés diminuent. Les exportateurs sont donc contraints de réduire leurs marges pour limiter leurs pertes de parts de marché. Cependant, comme le prix des importations demeure plus faible et que celles-ci augmentent donc en volume, le solde de la balance courante se dégrade. Il suit au cours du temps une courbe en J inversée. À plus long terme, la baisse du prix des importations entraîne un ralentissement de l'inflation domestique : la compétitivité nationale en est renforcée et le solde courant s'améliore. Lors d'une appréciation continue, le cumul des impacts sur l'économie entraîne dans un premier temps une succession d'effets positifs à court terme qui peuvent compenser, un temps, l'enchaînement à la baisse.

En dépit de la hausse du taux de change effectif de l'euro, il n'y a pas eu de nette amélioration des termes de l'échange<sup>4</sup> extra-zone du début 2002 à la fin 2003. Cette quasi-stabilité résulte de deux effets. La forte hausse du prix du pétrole en dollar (+ 2,8 % en 2002 puis + 15,1 % en 2003) n'a pas été visible dans la zone euro sur les chiffres d'inflation, puisque son cours a baissé en euros (- 2,8 % et - 3,4 % en 2002 et 2003), mais elle a freiné la baisse du prix des importations. Par ailleurs, alors que les prix à l'exportation intra-zone restaient stables, la contraction des prix des exportations extra-zone en euros, visible dès 2002, s'est accentuée en 2003 en raison du comportement de marge des entreprises.

4. Ratio des prix d'exportation sur les prix d'importation.

Cette baisse du prix des exportations extra-zone a certes permis une moindre dégradation de leur compétitivité-prix mais elle n'a pas suffi à compenser les effets négatifs de l'appréciation de l'euro. Dans la plupart des pays de la zone, les exportateurs ont en effet subi de fortes pertes de parts de marché en 2002 et 2003. Avec un faible dynamisme du commerce mondial et une appréciation du taux de change effectif de l'euro, les échanges extérieurs de la zone euro ont contribué très négativement à la croissance en 2003. Tous les pays n'ont cependant pas ressenti ces effets avec la même ampleur. Ainsi, malgré une dégradation de la compétitivité-prix moins marquée en France qu'en Allemagne, les parts de marché des exportateurs français se sont réduites, alors que celles de leurs concurrents allemands progressaient légèrement. Ces écarts de performance à l'exportation résultent principalement de l'orientation géographique des échanges et de la spécialisation des appareils productifs. La zone euro représente le premier débouché commercial de la France (50 % des exportations de marchandises) et de l'Allemagne (43 % des exportations). Mais l'Hexagone pâtit du maintien d'un fort engagement en Europe de l'Ouest et de sa moindre ouverture vers les zones dont les importations ont été dynamiques sur la période 2000-2003 : les PECO et la Chine. La France a aussi souffert de sa spécialisation produits : la part des biens de consommation — plus sensibles aux variations de prix — y est plus importante qu'en Allemagne, davantage spécialisée en biens d'équipement.

GRAPHIQUE 2 : IMPACT DE L'APPRECIATION DE L'EURO SUR LE PIB DE LA ZONE EURO



Sources : INSEE, calculs OFCE.

L'effet cumulé de l'appréciation de l'euro sur la zone euro de 2002 à 2004 atteindrait donc - 1,7 point de PIB. L'impact du taux de change euro/dollar ne redeviendrait positif qu'en 2005, grâce à la réappréciation du dollar et à des gains de compétitivité issus de l'appréciation passée de l'euro. Le comportement de marge des entreprises observé en 2003 a certes limité les pertes de parts de marché, mais cette stratégie risque d'atteindre ses limites. En effet, en pesant sur les profits des entreprises, la contrainte de marges risque d'impliquer un effort d'ajustement sur les coûts non négligeable dans un proche avenir.