

L'EURO FORT EST-IL APPRÉCIÉ ? *

Département analyse et prévision de l'OFCE

Depuis fin 2000, l'euro suit une nette tendance à l'appréciation, battant record sur record par rapport au dollar. Cette étude vise à évaluer l'impact de l'appréciation de l'euro sur les économies française et européennes. Le niveau de la monnaie unique ne pouvant se résumer à son change par rapport au dollar, nous étudions dans un premier temps les mouvements de l'euro par rapport aux principales monnaies étrangères. Nous montrons les difficultés des théories traditionnelles du taux de change à expliquer totalement l'appréciation du taux de change effectif réel de l'euro. À l'aide d'une maquette simplifiée en économie ouverte, nous montrons ensuite qu'une appréciation de 7 % de l'euro par rapport au dollar entraîne une baisse de 0,45 % du PIB français. Les gains procurés par la baisse des prix d'importations ne permettent donc pas de compenser l'impact négatif du change sur les exportations via une perte de compétitivité. Ce modèle ne permet cependant pas de prendre en compte les autres effets induits par l'appréciation de l'euro, tels que les comportements de marge des entreprises par exemple. Nous détaillons donc l'évolution de la compétitivité dans la zone euro au cours de la période d'appréciation de la monnaie, ainsi que la dégradation enregistrée des échanges.

* Ont contribué à cette étude spéciale: Christophe Blot, Marion Cochard, Frédéric Reynès.

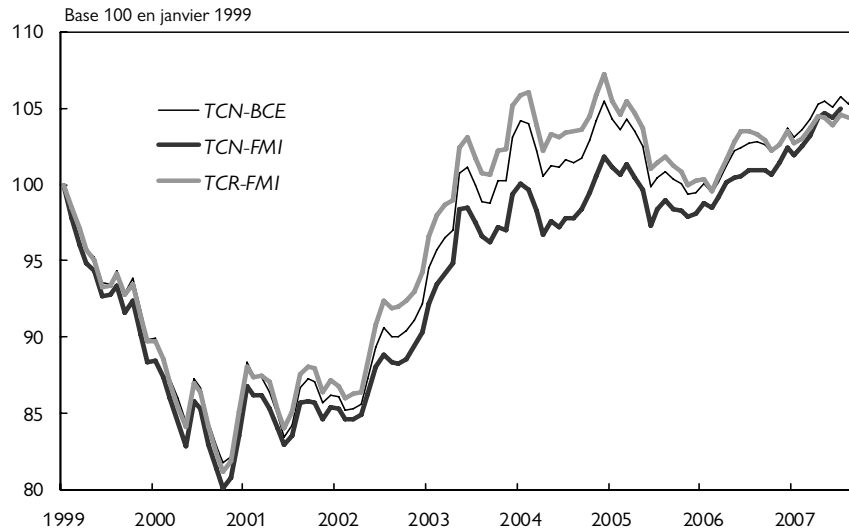
Depuis plusieurs mois, l'euro s'envole sur le marché des changes et bat régulièrement des records vis-à-vis du dollar. Ces mouvements de la monnaie unique ne manquent pas d'alimenter les craintes sur la dégradation de notre commerce extérieur et son impact en termes de croissance. Sont-elles justifiées ? Oui, mais ces craintes doivent être nuancées car si un euro fort a des inconvénients, il présente également quelques avantages. L'appréciation de la monnaie pénalise les exportations en même temps qu'elle réduit le coût de nos importations, ce qui peut paraître particulièrement bénéfique dans une période de forte augmentation du prix du pétrole. Cette étude a pour objet d'apporter des précisions sur les conséquences de l'appréciation de l'euro.

Si l'attention focalise le plus souvent sur le dollar, la compétitivité ne peut se juger sur la base de ce seul taux de change. Dans un premier temps, nous étudions donc plus en détails les mouvements de l'euro et revenons également sur les éléments qui poussent à l'appréciation. Il apparaît que les théories standards fournissent une explication incomplète du phénomène. Nous évaluons ensuite les coûts et les gains associés à l'appréciation de l'euro relativement au dollar à partir d'une maquette simplifiée de l'économie française. Enfin, nous regardons l'évolution du commerce extérieur de la zone euro (ZE) sur les dernières années afin de mettre en évidence les autres effets induits par une forte évolution du change.

Une forte appréciation de l'euro...

Depuis un niveau plancher atteint par rapport au dollar et au yen en octobre 2000, l'euro suit une nette tendance à l'appréciation. Au plus bas, un euro permettait d'acheter 95,2 yen et 0,86 dollar. Aujourd'hui il vaut respectivement plus de 160 yen et de 1,4 dollar. Le choc est de taille et ce d'autant que l'euro ne s'apprécie pas uniquement vis-à-vis du dollar et du yen comme l'illustrent l'évolution des taux de change effectifs nominaux et réel (graphique 1). Ces indicateurs, permettant de mesurer l'évolution de l'euro non plus seulement par rapport au dollar et au yen mais par rapport à un ensemble de partenaires commerciaux de la zone euro, indiquent une appréciation nominale de l'ordre de 30 à 36 %, depuis octobre 2000, selon le nombre de pays considérés et les poids qui leur sont attribués. En termes réels, l'appréciation est supérieure à 28 %.

1. Taux de change effectifs nominal et réel



Sources : Banque centrale européenne (BCE) et Fonds monétaire international (FMI).

L'évolution de ces indicateurs montre plusieurs phases dans les mouvements du taux de change effectif de l'euro. Dans la phase initiale qui a suivi sa création, l'euro s'est déprécié jusqu'en octobre 2000 de 18 % en nominal selon les données de la BCE, calculées sur la base d'un panier de vingt-quatre monnaies. On observe ensuite une tendance longue à l'appréciation qui n'a été interrompue qu'entre décembre 2004 et février 2006. Sur cette courte période, l'euro a perdu près de 6 %. La perte a depuis été effacée en totalité ou presque selon l'indicateur retenu.

Si l'attention focalise le plus souvent sur les records battus par l'euro vis-à-vis du dollar et du yen, le taux de change effectif témoigne de certaines disparités, toutes les monnaies ne suivant pas une tendance similaire. C'est pourquoi il peut être intéressant de détailler l'évolution des parités bilatérales de l'euro au cours de la phase d'appréciation en distinguant la tendance de fond qui dure depuis octobre 2000 et les mouvements plus récents initiés depuis février 2006 (tableau 1).

Certaines monnaies, ancrées ou non au dollar, ont suivi les mouvements de la devise américaine tandis que d'autres ont, au même titre que l'euro, pris part à l'ajustement et sont ainsi restées stables ou se sont même appréciées vis-à-vis de l'euro. En prenant octobre 2000 pour point de départ, on observe que l'euro s'apprécie fortement vis-à-vis de nombreuses monnaies et en particulier celle des pays asiatiques. C'est le résultat d'une politique de change basée sur l'ancrage au dollar et la quête de gains de compétitivité. Sans rechercher l'ancrage au dollar, les

■ Département analyse et prévision

japonais, englués dans la déflation, ont également tenté de tirer profit de l'arme du change pour atténuer les pressions à la baisse des prix. En fait, à quelques rares autres exceptions (Australie et Norvège), seules les monnaies des pays souhaitant intégrer la zone euro et participant au SME bis sont restées stables vis-à-vis de l'euro ou se sont appréciées.

1. L'euro et les autres devises

	Novembre 2000 Septembre 2006	Février 2006 Septembre 2006
Dépréciation nominale de l'euro	Slovaquie, République tchèque, Hongrie, Pologne, Norvège, Australie, Estonie	Slovaquie, Roumanie, Norvège, République tchèque, Brésil, Pologne, Suède, Hongrie, Australie, Danemark, Bulgarie
Stabilité ou faible appréciation nominale (< 5 %) de l'euro	Danemark, Bulgarie, Lituanie, Chypre	Malte, Estonie, Lituanie, Lettonie, Philippines, Chypre, Canada, Royaume-Uni, Thaïlande, Maroc, Russie
Forte appréciation nominale de l'euro	Canada, Suède, Suisse, Malte, Royaume-Uni, Maroc, Thaïlande, Lettonie, Corée du Sud, Singapour, Inde, Tunisie, Philippines, Russie, Chili, Malaisie, Chine, Afrique du Sud, Roumanie, Brésil, Indonésie, Hong Kong, États-Unis, Taïwan, Japon, Viêt-Nam, Mexique, Turquie, Argentine	Inde, Malaisie, Turquie, Singapour, Suisse, Tunisie, Chine, Corée du Sud, Chili, Indonésie, Japon, États-Unis, Hong Kong, Viêt-Nam, Taïwan, Argentine, Mexique, Afrique du Sud

Source : Datastream.

La situation est plus contrastée sur la période la plus récente, depuis février 2006. Cette fois-ci, l'ajustement ne concerne plus principalement l'euro et les monnaies qui y sont rattachées. Le dollar canadien, la livre sterling ou le rouble s'apprécient assez nettement vis-à-vis du dollar et sont donc relativement stables vis-à-vis de l'euro. Le baht thaïlandais est dans la même position mais c'est une exception parmi les pays asiatiques dont les monnaies continuent globalement de se déprécier vis-à-vis de l'euro. C'est le cas notamment du yuan, du won coréen, du dollar de Hong-Kong et du dollar de Taïwan.

Si l'euro atteint effectivement des sommets, il ne s'apprécie donc pas de façon uniforme par rapport aux monnaies de ses différents partenaires commerciaux. Le mouvement d'appréciation le plus net s'effectue vis-à-vis des États-Unis et des pays asiatiques. Globalement, l'euro ainsi que les monnaies qui lui sont rattachées, sont les principales devises à faire les frais de la plongée du dollar et du yen. La situation évolue cependant sur la phase la plus récente puisque d'autres monnaies s'apprécient à leur tour assez nettement par rapport au dollar et au yen.

... qui s'explique difficilement

Les fluctuations des taux de change résultent d'un ensemble de facteurs macroéconomiques et financiers au premier rang desquels figurent la croissance, les taux d'intérêt et les déficits courants. Ces quelques éléments suffisent-ils à rendre compte des mouvements respectifs de l'euro, du dollar et du yen depuis 1999 ?

Le rôle de la croissance traduit l'idée selon laquelle des perspectives de croissance favorables attirent les investisseurs. Ce faisant, les fluctuations du taux de change joueraient un rôle de stabilisateur, la monnaie s'appréciant lors des phases de croissance supérieure au potentiel et se dépréciant lorsque la croissance diminue. Les propriétés contra-cycliques de l'euro s'avèrent cependant limitées (graphique 2). Les périodes grisées correspondent à des phases où la croissance, en glissement annuel, est inférieure à sa moyenne calculée entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2007. Les taux d'appréciation ou de dépréciation sont calculés entre le premier et le dernier point de la période de référence. Il apparaît donc que la période de croissance favorable allant de 1999 au premier trimestre 2001 correspond à une dépréciation réelle (11,1 %) de l'euro. Ensuite, l'euro entame sa phase d'appréciation au moment où les performances de la zone euro se dégradent. Il n'y a que sur la période récente où les fluctuations de l'euro deviennent contra-cycliques.

On a cependant souvent souligné que les fluctuations des taux de change répondaient plus aux impératifs de la croissance américaine et, dans une moindre mesure, de celle du Japon. On devrait dans ces conditions observer que le dollar et le yen sont relativement plus contra-cycliques que l'euro. Pour les États-Unis, les phases de ralentissement depuis 1999 sont effectivement accompagnées d'une dépréciation du dollar (graphique 3). Il faut cependant remarquer que la baisse du dollar la plus forte intervient au moment où la croissance est au plus haut. Quant au Japon, la dépréciation du yen est *quasi* continue depuis fin 1999 alors que des phases d'accélération et de ralentissement de la croissance se succèdent (graphique 4). La dimension contra-cyclique des taux de change est globalement faible. Les coefficients de corrélation,

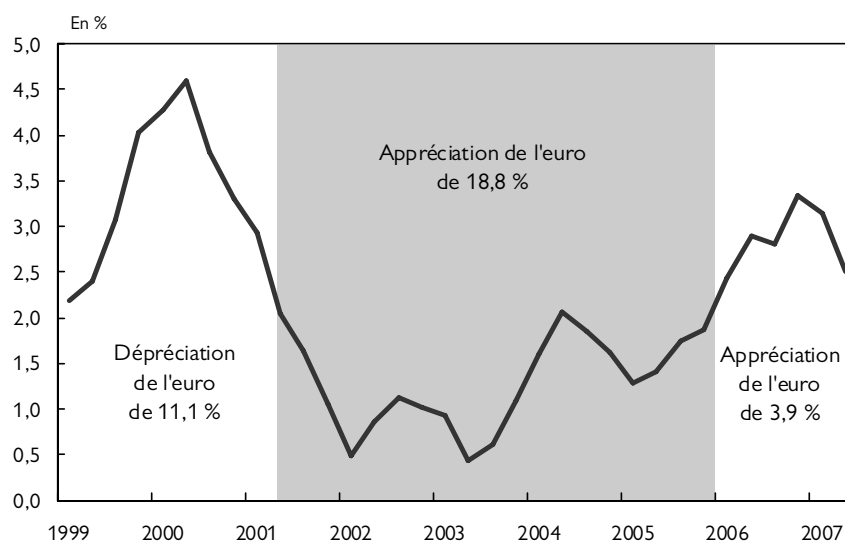
■ Département analyse et prévision

calculés sur l'ensemble de la période, sont négatifs dans la zone euro (-0,24), au Japon (-0,08) et aux États-Unis (-0,57), indiquant qu'une appréciation correspond à un ralentissement de l'activité. Cependant la contra-cyclicité semble mieux vérifiée sur la période récente notamment aux États-Unis. La corrélation, calculée sur des fenêtres glissantes de trois ans, devient alors positive.

Les écarts de croissance sont insuffisants pour expliquer les fluctuations du taux de change car d'autres facteurs peuvent exercer une influence opposée. Les politiques monétaires, de par leur effet sur les taux d'intérêt à court terme, influencent le rendement relatif des placements sur le marché monétaire et donc, par ce biais, les taux de change. Là encore, les liens, entre les écarts de taux à trois mois et les parités bilatérales, ne sont pas évidents car non systématiques sauf sans doute sur la période la plus récente puisque l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar correspond à une amélioration du rendement relatif d'un placement monétaire dans la zone euro (graphiques 5 et 6). Autrement, de 1999 au début de l'année 2005, la corrélation entre l'évolution des écarts de rendement et les parités euro/dollar ou euro/yen est le plus souvent négative.

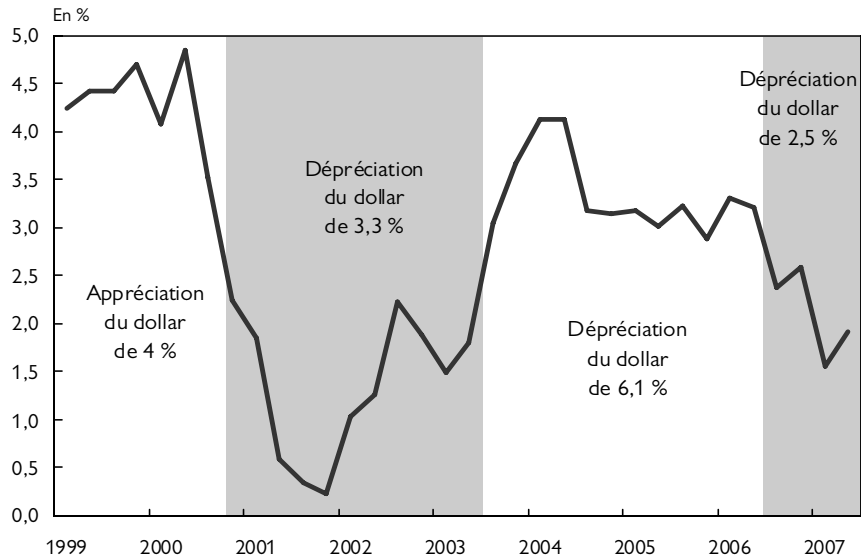
Ainsi, ni l'évolution des taux de croissance, ni celle des écarts de taux du marché monétaire ne permettent de rendre pleinement compte de l'appréciation de l'euro, et corolairement de la dépréciation du dollar et du yen, entre 2002 et la fin de l'année 2004. Ces quelques éléments reflètent bien les difficultés usuelles à expliquer les fluctuations du taux de change.

2. Croissance et variations du taux de change en zone euro



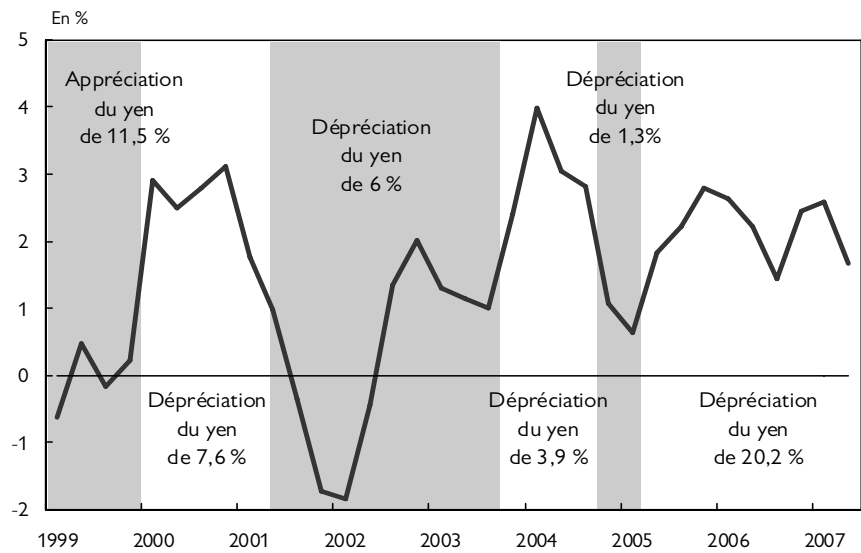
Sources : Eurostat et FMI.

3. Croissance et variations du taux de change aux États-Unis



Sources : Bureau of Economic Analysis et FMI.

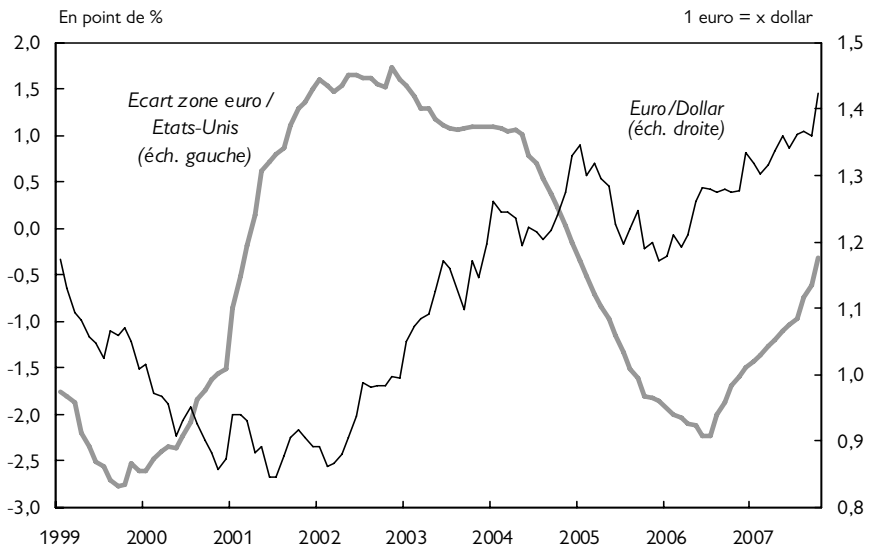
4. Croissance et variations du taux de change au Japon



Source : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (Japon) et FMI.

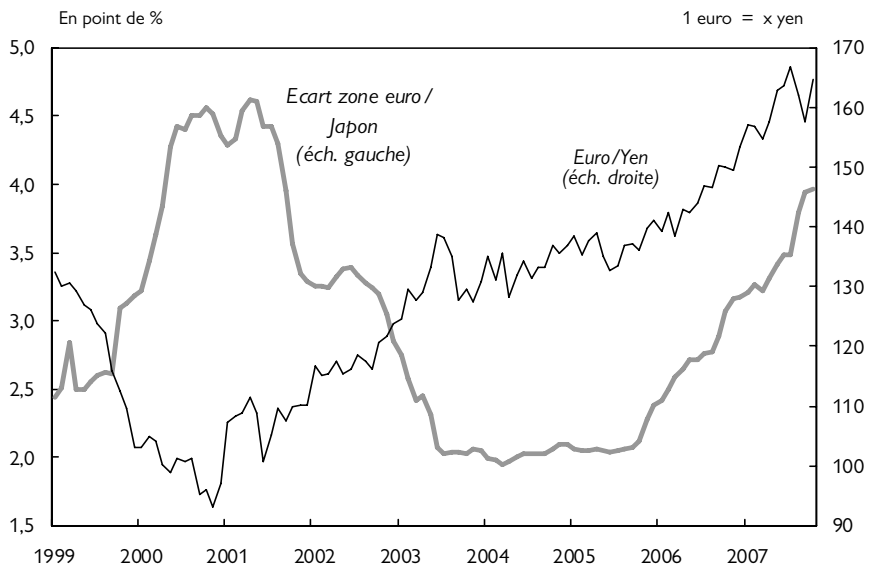
Légende : Les zones grisées correspondent à une période où le taux de croissance du PIB est inférieur à sa moyenne calculée entre 1999-T1 et 2007-T2.

5. Écart de taux zone euro/États-Unis et euro/dollar



Sources : BCE, Réserve fédérale, Datastream.

6. Écart de taux zone euro/Japon et euro/yen



Sources : BCE, Banque du Japon, Datastream.

Néanmoins, le mouvement plus récent d'appréciation de l'euro semble cohérent dans un contexte où la croissance de la zone euro s'accélère vis-à-vis de celle de ses partenaires et où les taux d'intérêt de court terme sont dans une phase ascendante. D'autant qu'en ce qui concerne le dollar, la persistance d'un déficit extérieur courant aux États-Unis, supérieur à 6 % en 2006, accroît les pressions à la baisse sur le dollar. Cet argument ne peut pas être invoqué pour expliquer la chute du yen puisque le Japon, en affichant un excédent de près de 4 % en 2006, est dans une position opposée.

Un commerce et une croissance dégradés

Des économies sur les importations...

En réduisant le prix des importations, l'euro fort a un effet bénéfique sur l'économie française. Le pétrole est souvent mis en avant car il fournit un exemple très caractéristique. D'une part, son prix est fixé en dollar et, d'autre part, c'est un bien non substituable. Chaque appréciation de l'euro par rapport au dollar permet donc des économies substantielles sur la facture énergétique. La consommation française de pétrole brut (en totalité importée) est de près de 2 millions de barils par jour (mbj). Avec un prix du Brent à 75 dollars et un taux de change euro/dollar à 1,4, la facture annuelle est de 39,1 milliards d'euros. Une hausse de 0,1 (1,5 dollar par euro), c'est-à-dire une appréciation d'environ 7 % du taux de change permet une économie de 2,6 milliards d'euros sur la facture pétrolière. Cela équivaut à une baisse de 5 dollars du prix du pétrole par rapport à son niveau actuel.

Entre 2001 et 2007, la hausse de l'euro a ainsi permis des économies sur la facture énergétique française. En 2001, l'euro et le baril de pétrole valaient respectivement 0,9 dollar et 24 dollars contre 1,36 dollar et 69 dollars en 2007 (si le cours du pétrole et de l'euro demeure autour de 75 dollars et de 1,4 dollar jusqu'à la fin de l'année). La facture pétrolière est passée de 20,4 à 36,1 milliards d'euros, soit une hausse de 77 %. Sans appréciation de l'euro et sans les économies d'énergie, la facture pétrolière serait en 2007 de 57,6 milliards d'euros, soit une hausse de 183 % par rapport à 2001. La consommation française de pétrole est passée de 2,05 à 1,95 mbj. Cette baisse de près de 5 % a permis d'économiser 2,8 milliards d'euros. Bien que non négligeable, le résultat de cet effort en matière énergétique apparaît dérisoire comparé à l'économie de 18,7 milliards permise par l'appréciation de l'euro (87 % de l'économie totale).

1. $75 / (1,4 \times 2000000 \times 365)$. Certains bruts achetés sont moins chers que le Brent, mais ils sont de qualité inférieure. Les écarts de prix avec le Brent correspondent à peu près au coût de raffinage supplémentaire.

■ Département analyse et prévision

Un euro fort génère donc un effet de revenu positif favorable à l'économie française. En abaissant le coût des importations, la hausse de l'euro permet d'augmenter d'autant la demande intérieure (consommation et investissement). La part des produits importés est de 22,1 %, dont 48 % hors zone euro (ZE). Une hausse de 7 % de l'euro entraîne donc une hausse (en volume) de 0,74 % ($=22,1 \% \times 48 \% \times 7 \%$) de la demande intérieure, soit 13,5 milliards d'euros. Une partie, 27,9 %, qui correspond à la part des imports dans la demande intérieure, est utilisée pour acheter des produits étrangers, dont 2 milliards d'euros d'importation de la ZE. Si bien que la hausse du PIB n'est que de 9,7 milliards d'euros (tableau 2).

2. Impact sur le PIB d'une appréciation de 0,1 (7 %) du taux de change euro/dollar

En volume

	PIB =	DI +	Exportations –		Importations		
			ZE	HZE	ZE	HZE_S	HZE_NS
Niveau en 2006	1792,0	1817,8	250,2	231,0	263,6	192,6	50,7
(1) Effet revenu	9,7	13,5			2,0	1,4	0,4
(2) Effet substitution	- 17,8		0,0	- 9,7	0,0	8,1	0,0
Total = (1) + (2)	- 8,1	13,5	0,0	- 9,7	2,0	9,5	0,4

Source : INSEE.

... insuffisantes pour compenser les pertes de compétitivité

L'effet de revenu favorable à la croissance française est contrebalancé par un effet de substitution. Un euro fort est préjudiciable pour le commerce extérieur français. En renchérissant le prix des exportations, il réduit ces dernières. En améliorant la compétitivité des producteurs étrangers, il augmente les importations au détriment de la production domestique. Selon nos estimations, l'élasticité des exportations et des importations de biens et services par rapport à leur prix respectif est de l'ordre de 0,6 (tableau 3). De part leur faibles substituabilités, les importations de produits énergétiques sont très faiblement sensible aux variations de prix.

Avec des élasticités de 0,6, une hausse (respectivement une baisse) de 7 % du prix des exportations (respectivement des importations) françaises entraîne une baisse (respectivement une hausse) de 4,2 % ($=0,6 \times 7 \%$) des quantités exportées (respectivement importées).

La hausse de l'euro n'affecte pas les importations non substituables telles que le pétrole ou le gaz naturel qui représentent 10 % des impor-

tions françaises (50,7 milliards d'euros). Elle ne dégrade pas non plus le commerce avec les autres pays de la ZE, puisque le prix des importations et des exportations en provenance ou à destination de cette zone reste inchangé. Par contre, une hausse de 7 % (0,1 euro) du taux de change euro/dollar entraîne une baisse de 4,2 % des exportations à l'extérieur de la ZE (9,7 milliards d'euros) et une hausse équivalente des importations substituables hors ZE (8,1 milliards). Au total l'effet de substitution entraîne une baisse de 17,8 milliards d'euros du PIB supérieure à la hausse engendrée par l'effet de revenu (9,7 milliards). Au final, l'appréciation de 0,1 du taux de change euro/dollar coûte 8,1 milliards d'euros à l'économie française, soit 0,45 % de croissance.

3. Équations de commerce extérieur français

En volume

	Élasticité-prix de long terme	Coefficient d'ajustement
Importations de biens et services	0,55 (17,7)	- 0,14 (- 3,3)
Importations de produits énergétiques	0,02 (1,4)	—
Exportations de biens et services	0,61 (12,1)	- 0,23 (- 4,3)

Source : calculs OFCE.

Un modèle en économie ouverte

Par définition, le PIB (Y) est la somme de la demande intérieure (consommation, investissement et variation de stock), D^I , et des exportations (X) diminuée des importations (M) :

$$Y = D^I + X - M$$

Pour la simulation des calculs exposés dans le tableau 1, nous supposons que le taux de croissance de la demande intérieure dépend positivement d'une composante autonome et négativement du prix de consommation (P^C) :

$$\dot{D}^I = \psi - \dot{P}^C$$

Le prix de consommation est une moyenne pondérée du prix des imports (P^M) et du prix de valeur ajoutée (P^Y) :

$$\dot{P}^C = \eta \dot{P}^M - (1 - \eta) \dot{P}^Y \quad \text{où } \eta = M_{-1} / (Y_{-1} - M_{-1})$$

est la part des produits importés.

Le prix des imports étant lui-même une moyenne pondérée du prix des imports en provenance de la zone euro (ZE), $P^{M,ZE}$, et de celles hors de la ZE ($P^{M,HZE}$) :

$$P^M = \gamma P^{M,ZE} - (1 - \gamma) P^{M,HZE} \quad \text{où } \gamma = M_{-1}^{ZE} / M_{-1}$$

est la part des importations de la ZE .

■ Département analyse et prévision

Les exportations (X^i) à destination de la zone géographique i dépendent positivement de la demande adressée (D^{adr}) et négativement de l'écart entre les prix des exportations ($P^{X,i}$) et des concurrents étrangers (P^{CE}) :

$$X^i = D^{adr} - \delta(P^{X,i} - P^{CE}) \quad \text{où } i = \{ZE ; HZE\}$$

En supposant l'absence de réexportation, les importations (X^j) de biens j dépendent positivement de la demande intérieure et négativement de leur prix relativement à celui de valeur ajoutée :

$$\dot{M}^j = \dot{D}^j - \rho_j(\dot{P}^{M,j} - \dot{P}^j) \quad \text{où } j = \{ZE ; HZE_S ; HZE_NS\}$$

Une appréciation du taux de change affecte seulement le prix des importations (respectivement exportations) en provenance (respectivement à destination) des pays extérieurs à la ZE. Par ailleurs, parmi les biens importés, il faut distinguer ceux qui sont substituables (S) avec les biens domestiques de ceux qui ne le sont pas comme le pétrole. Les importations de biens non substituables (NS), dont nous supposons qu'ils proviennent exclusivement de pays extérieurs à la ZE, ont une élasticité de substitution par rapport à leur prix nulle ($\rho_{HZE_NS} = 0$). Pour la simulation, les hypothèses retenues sont : $\rho = 0,6$; $\rho_{ZE} = \rho_{HZE_S} = 0,6$; $\rho_{HZE_NS} = 0$; $\Psi = 0$.

D'autres effets plus difficiles à mesurer

Le calcul précédent repose sur une représentation simplifiée de l'économie française (encadré). Il laisse cependant de côté un ensemble de mécanismes économiques, dont l'impact exact sur la croissance française est difficile à évaluer, mais qui sont susceptibles de modifier de diagnostic précédent à la hausse ou à la baisse.

D'abord, il est probable que la hausse de l'euro contribue à un pétrole cher. En effet, une baisse du dollar par rapport aux autres monnaies correspond à une perte de pouvoir d'achat pour les pays exportateurs puisque ils n'achètent pas toutes leurs importations en dollar. Cela incite l'OPEP à mener une politique de fixation des quotas qui favorise un prix du pétrole élevé. Dès lors, notre simulation surestime l'économie réalisée sur la facture énergétique par l'appréciation de l'euro.

Ensuite, il est inexact de considérer que les exportations à destination de la ZE ne sont pas affectées par une appréciation de l'euro. Certes, la hausse de l'euro laisse inchangé le prix de ces exportations, mais elle réduit le prix des concurrents étrangers. Ainsi, le prix d'un avion Airbus vendu au sein de la ZE reste inchangé mais celui d'un Boeing baisse. Les exportations intra zone euro sont donc aussi affectées par les fluctuations de l'euro, mais l'impact est difficile à estimer car tous les biens ne sont pas concernés.

Par ailleurs, nous n'avons pas tenu compte des effets de revenu que génère la hausse de l'euro chez les partenaires commerciaux de la

France. Leur impact exact sur les exportations françaises est difficile à appréhender sans une étude approfondie de la composition des importations des partenaires commerciaux de la France. Toutefois, plusieurs éléments suggèrent qu'ils peuvent être négligés. Alors que l'effet de revenu est positif dans la ZE, il est négatif à l'extérieur de cette zone. La hausse de la demande intérieure dans la ZE constitue donc un choc positif pour les exportations françaises à destination de la ZE. La hausse de l'euro est grosso modo neutre en termes de balance commerciale *intra* ZE. Dans le tableau 2, nous aurions dû considérer que les exportations françaises à destination de la ZE augmentaient de 2 milliards d'euros. Nous ne l'avons pas fait pour simplifier l'argumentation mais aussi parce que cette hausse est compensée par une baisse des exportations en dehors de la ZE (du fait de l'effet de revenu négatif généré par la hausse de l'euro dans ces pays). Au final, les effets de revenu chez les partenaires commerciaux n'affectent que marginalement le volume global des exportations françaises.

Enfin, notre modèle simplifié ignore la réaction des entreprises et des autorités politiques et économiques nationales à la pression exercée par la hausse de l'euro, afin de lutter contre la dégradation des performances commerciales. Nous avons ainsi supposé la stabilité du taux de marge et des coûts de production et négligé les dépenses de recherche et développement, l'évolution de la qualité des biens produits par les différents pays, qui peuvent être le moyen de résister à la dégradation de la compétitivité-prix de la zone en jouant sur la compétitivité hors-prix. La partie suivante détaille ces comportements et montre que suivant les pays européens, les entreprises ont réagi de manière très différente à la hausse de l'euro, mais aussi que l'appréciation de la monnaie unique a sans doute exacerbé la concurrence au sein de la zone euro, amenant à une redistribution des cartes entre partenaires européens. La dernière partie conclut en revenant sur les effets financiers et monétaires de l'appréciation de l'euro.

Des entreprises européennes sous pression

Une dégradation modérée de la compétitivité

Notre modèle choisit d'étudier l'impact d'une appréciation de l'euro en supposant constants les autres éléments qui entrent en compte dans la détermination des prix à l'exportation. Or, les entreprises peuvent décider de baisser leur marge ou les coûts salariaux quand l'euro s'apprécie afin de limiter la baisse de leurs exportations. On ne peut donc résumer l'impact d'une appréciation de l'euro sur la compétitivité des pays de la zone au simple renchérissement des prix par le change.

■ Département analyse et prévision

Les pertes de compétitivité enregistrées depuis le début de l'appréciation de l'euro varient ainsi énormément d'un pays à l'autre, en raison des différences dans la structure du commerce des différents pays et des réactions des coûts unitaires relatifs (CUS) et des comportements de marge des entreprises exportatrices. Ainsi, l'Italie et l'Espagne ont vu leur compétitivité-prix chuter brutalement depuis 2001, tandis que l'Allemagne, la France, ou encore les Pays-Bas, ont peu répercuté la hausse de l'euro sur le prix de leurs exportations.

D'abord, l'appréciation de l'euro pèse avant tout sur les exportations à destination des pays situés en dehors de la zone euro. L'impact du change sur les différents pays dépend donc en partie de la structure géographique de leurs exportations. Ainsi, l'impact sur la position compétitive d'une appréciation de l'euro ne sera pas le même en Finlande, dont 34,8 % des exportations seulement sont à destination de la zone euro, et dans les pays qui exportent plus massivement vers leurs partenaires de la zone, tels que la Belgique ou l'Espagne (tableau 4).

Ensuite, les variations des prix d'exportation sont certes en partie liées au change, mais elles dépendent aussi de l'évolution des coûts de production et des marges des entreprises exportatrices. La plupart des pays de la zone ont donc tenté de maintenir leur compétitivité-prix malgré l'appréciation de l'euro, au prix de contractions de coûts salariaux ou de réduction des marges à l'exportation.

Afin de redresser la compétitivité allemande, fortement dégradée suite à la réunification, les négociations salariales ont conduit en Allemagne à d'importantes baisses de salaires dès 1996. À ces négociations salariales se sont ajoutées les réformes Hartz du début des années 2000, renforcées au 1^{er} janvier 2007 par l'instauration d'une pseudo-TVA sociale qui a eu pour effet de réduire encore les coûts salariaux unitaires (CSU). Cet ensemble de mesures a permis à l'Allemagne d'éviter la détérioration de la compétitivité-coût subie par quasiment tous les membres de la zone suite à l'appréciation de l'euro.

Les autres pays de la zone, malgré un ralentissement de la progression des salaires, ont vu leur compétitivité-coût se détériorer à partir de 2001. Les entreprises exportatrices ont alors été contraintes de réduire leurs marges pour contenir la dégradation de leurs prix relatifs à l'exportation. Tous les pays de la zone, hormis l'Allemagne et la Finlande, ont ainsi vu leurs marges à l'exportation chuter au cours des cinq dernières années. Les entreprises françaises, par exemple, ont simultanément contenu la croissance des CSU et réduit leurs marges à l'exportation de 4,3 % entre 2001-2007, parvenant ainsi à limiter la dégradation de la compétitivité à 0,9 % entre 2001 et 2007, pour une appréciation du taux de change effectif réel de 7,5 % sur la même période.

4. Évolution de la compétitivité et des marges à l'exportation dans la zone euro et au Royaume-Uni du T1-2001 au T2-2007

En %

	Part de la ZE dans les exportations	CSU relatif	Indicateur de marge à l'exportation	Prix à l'exportation relatif
Allemagne	44,9	- 5,1	7,0	1,5
Finlande	34,8	- 7,0	8,2	0,6
Belgique	62,1	10,8	- 3,1	7,3
Espagne	60,5	17,8	- 1,7	15,8
France	51,4	5,4	- 4,3	0,9
Irlande	42,4	7,5	- 4,5	2,7
Italie	45,8	32,3	- 2,7	28,7
Pays-Bas	59,7	15,0	- 11,5	1,7
Royaume-Uni	52,8	18,6	- 16,7	- 1,2

Sources : OCDE, calcul OFCE.

Au final, tous les pays de la zone ont vu leur compétitivité-prix se dégrader au cours de la période, mais seules l'Italie, l'Espagne et la Belgique semblent avoir réellement décroché. On peut cependant craindre que ces contractions de coûts et de marges ne soient insoutenables à long terme, *a fortiori* si l'euro poursuit son appréciation. Après une dizaine d'années d'une désinflation compétitive qui a avant tout pesé sur le pouvoir d'achat des salariés allemands, les récentes négociations salariales ont conduit à la reprise des salaires en Allemagne. Par ailleurs, les marges à l'exportation semblent repartir à la hausse dans nombre de pays de la zone, signe que les entreprises commencent à souffrir de la pression exercée par le niveau du change. L'impact de l'euro sur la compétitivité des entreprises de la zone ne pourrait donc être contenu à l'horizon de notre prévision, qui voit la monnaie unique s'apprécier pour atteindre 1,5 dollar à la mi-2008.

Un commerce extérieur inévitablement dégradé

La chute des parts de marché

Conséquence de la dégradation de la compétitivité de la zone euro, dans un contexte de concurrence internationale accrue, les parts de marché de la zone ont chuté de près de 10 % depuis 2001 (voir dans ce dossier la fiche « Zone euro : pour quelques dollars de plus »). En

■ Département analyse et prévision

dehors de l'Allemagne, tous les pays de la zone ont vu leurs parts de marché baisser, de manière plus ou moins importante. Ce sont la France, et surtout l'Italie, qui ont le plus souffert de la dégradation de leurs performances à l'exportation, avec des pertes de parts de marché respectives de 16,9 % et 34,6 % depuis 2001.

Cela s'explique à la fois par la perte de compétitivité liée à l'euro et par le renforcement de la concurrence au sein de la zone euro. En particulier, la France et l'Italie ont souffert de la pression concurrentielle exercée par les entreprises allemandes, qui ont été favorisées par la politique de désinflation compétitive et poussées à la conquête de nouveaux marchés à l'exportation par une demande intérieure atone. Les autres pays de la zone ont aussi souffert de l'euro et de la concurrence allemande mais ont cependant une structure de commerce plus éloignée de celle de l'Allemagne que la France et dans une moindre mesure l'Italie.

L'estimation des équations de parts de marché dans le secteur des biens par des modèles à correction d'erreur standards montre que les élasticités-prix, c'est-à-dire la sensibilité aux variations de la compétitivité, varie beaucoup d'un pays à l'autre (tableau 5). Une appréciation de 10 % de l'euro coûtera ainsi 3,4 % de ses parts de marché à la France contre plus de 11 % pour l'Italie. Si l'ajustement des parts de marché aux variations de la compétitivité prix est plus rapide en France et en Allemagne que dans les autres pays, l'impact à long terme d'une appréciation de l'euro y est en revanche plus mesuré. L'Italie et l'Espagne, positionnées sur des marchés à moins haute technologie que la France ou l'Allemagne, ont en revanche une élasticité-prix bien supérieure et sont parmi les pays de la zone qui souffriraient le plus à long terme de l'appréciation de l'euro.

5. Élasticités-prix et évolution des parts de marché

En volume

	Élasticité de long terme	Coefficient d'ajustement	Évolution des parts de marché (2001-2007)
France	- 0,34	- 0,38	- 16,9
Allemagne	- 0,38	- 0,29	5,1
Espagne	- 1,66	- 0,19	- 8,5
Italie	- 1,14	- 0,1	- 34,6
Pays Bas	- 0,63	- 0,2	- 7,5
Royaume Uni	- 0,6	- 0,2	- 25,6

Source : calculs OFCE.

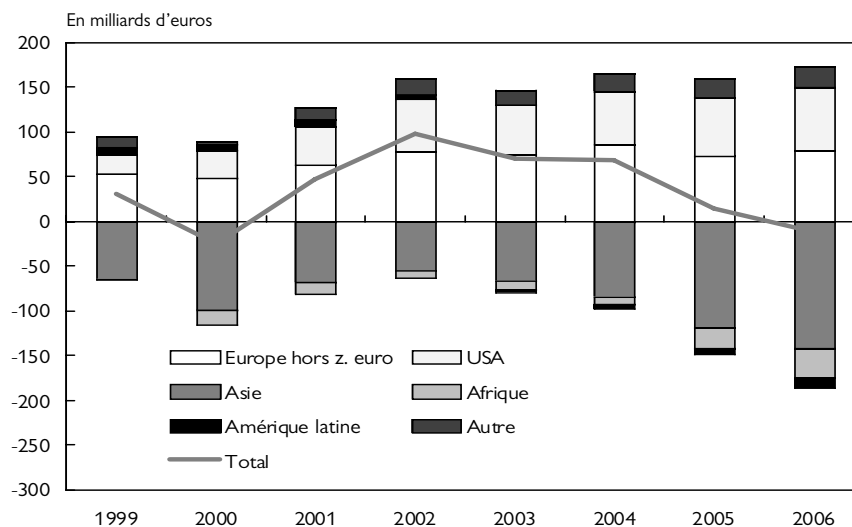
Creusement du déficit commercial de la zone

En augmentant le prix des exportations de la zone euro et en réduisant celui de leurs importations, l'appréciation de l'euro a contribué fortement à la dégradation de la balance commerciale de la zone euro. Entre 2002 et 2006, le solde commercial de la zone s'est dégradé, passant d'un excédent de 98 milliards d'euros à un déficit de -12,2 milliards d'euros.

L'examen des balances bilatérales de la zone (graphique 7) montre que la dégradation du solde commercial total de la zone est due à 80 % au creusement du déficit commercial de la zone euro par rapport à l'Asie (et à 50 % au déficit par rapport à la Chine). En revanche, le commerce avec les autres pays extérieurs à la zone euro semble avoir relativement bien résisté à l'appréciation de la monnaie unique. L'excédent de la zone avec les États-Unis s'est ainsi légèrement amélioré, malgré l'appréciation de près de 50 % de l'euro par rapport au dollar depuis 2001.

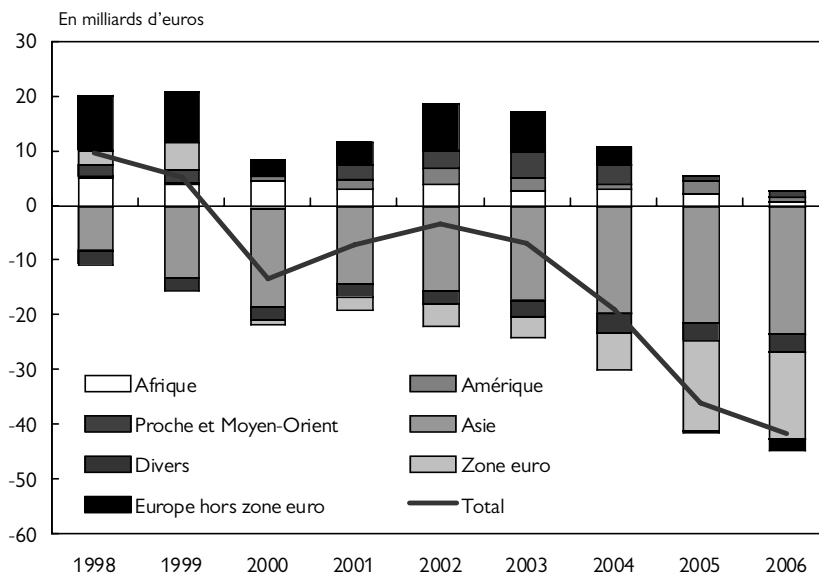
L'étude de la balance commerciale de la zone euro masque cependant une redistribution des cartes importante au sein même de la zone. Ainsi, l'Allemagne a vu son solde commercial s'améliorer au cours des dernières années tandis que celui de la France se dégradait très fortement (graphique 8). Si le déficit commercial avec l'Asie s'est creusé en France comme dans tous les pays de la zone euro, il n'est responsable qu'à 21 % de la détérioration du déficit total.

7. Le commerce bilatéral de la zone euro



Source : BCE.

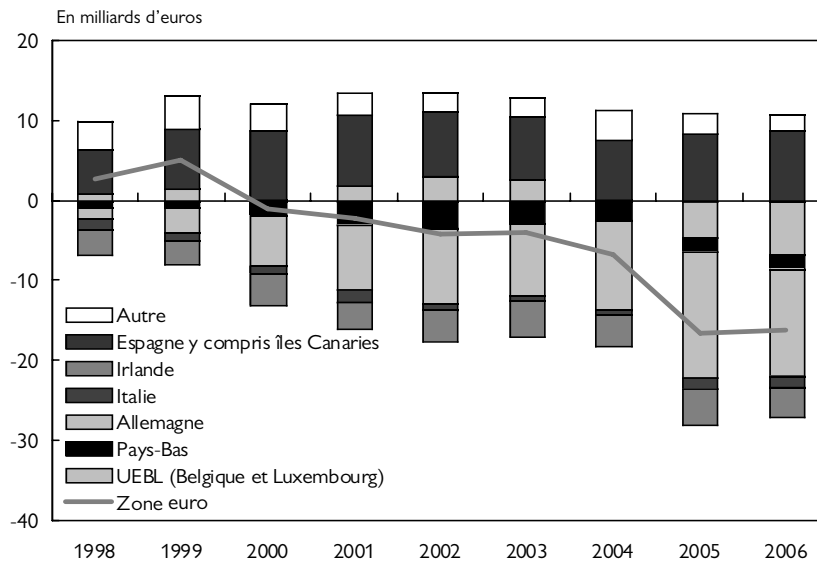
8. Décomposition du solde extérieur français par zone



Source: Douanes.

C'est paradoxalement le déficit commercial par rapport aux pays de la zone euro qui a le plus pesé sur le commerce français, conséquence de la concurrence accrue à laquelle se sont livrés les pays de zone afin de résister à l'appréciation de l'euro et à l'émergence des pays à bas coûts. Par sa politique de désinflation compétitive, l'Allemagne a à la fois réduit le coût du travail pour les entreprises et pesé sur la demande intérieure. A l'instar de la France, principal partenaire commercial de l'Allemagne, les pays de la zone euro ont souffert d'un ralentissement des importations allemandes, et perdu des parts de marché au profit des entreprises allemandes. C'est principalement par rapport à l'Allemagne que le solde commercial français s'est dégradé au sein de la zone euro (graphique 9), passant d'environ de 8 milliards d'euros à près de 13,5 milliards d'euros de 2001 à 2006. En renforçant la pression exercée sur les entreprises exportatrices, l'appréciation de l'euro les a contraintes à compresser marges et salaires, mais a aussi favorisé le développement de politiques non-coopératives au sein de la zone euro. Au-delà de la dégradation du commerce liée à la seule détérioration de la compétitivité-prix, l'appréciation a donc renforcé la compétition entre les différents pays européens, compétition dont la France, l'Espagne et l'Italie sont les grandes perdantes.

9. Décomposition du solde extérieur français par rapport à la zone euro



Source: Douanes.

Des contrecoups monétaires et financiers

Il est possible que notre simulation sous-estime les effets favorables pour la croissance de la déflation engendrée par la hausse de l'euro. L'impact, pris seulement en compte *via* l'effet de revenu, ne considère pas la réaction de la politique monétaire. En baissant le prix des importations, l'appréciation de l'euro permet une baisse de l'inflation et favorise donc un assouplissement de la politique monétaire de la BCE. Or la baisse des taux d'intérêt dynamise la demande intérieure car elle favorise la consommation des ménages en les incitant à moins épargner, l'investissement en abaissant le coût du capital et le recours au déficit public en diminuant le coût de la dette. L'effet est néanmoins difficile à mesurer car il dépend du caractère transitoire ou permanent du phénomène déflationniste. S'il est transitoire, il est peut probable que la BCE baisse ses taux d'intérêt et ceci d'autant plus qu'elle regarde généralement l'inflation sous-jacente qui exclu certains biens importés (énergie et alimentaire). La baisse de taux n'aura lieu que si le phénomène déflationniste est permanent. Mais pour cela, il faudrait un effet de second tour, c'est-à-dire que les évolutions du prix des importations soient répercutées dans les salaires. Sur la période récente, cela ne semble pas le cas puisque les hausses du prix du pétrole n'ont pas donné lieu à des hausses importantes de salaire.

■ Département analyse et prévision

Par ailleurs, l'évolution des taux de change ainsi que leur volatilité influencent les investissements directs à l'étranger (IDE). Le phénomène est cependant difficile à évaluer théoriquement car des effets de sens opposés jouent simultanément. Ainsi, une appréciation de la monnaie peut à la fois favoriser ou réduire les flux sortants d'IDE. Un euro plus fort vis-à-vis du dollar renforce le pouvoir d'achat de la monnaie unique ce qui permet aux investisseurs de la zone euro de payer le capital localisé aux États-Unis moins cher. En d'autres termes, l'appréciation de l'euro accroît le rendement des actifs étrangers. Mais l'effet s'inverse si l'appréciation est anticipée puisque dans ce cas, la valeur des profits associés aux actifs étrangers diminuera lorsqu'ils seront convertis en euros. De même, une volatilité accrue peut inciter les entreprises à privilégier l'investissement direct à l'étranger plutôt que les exportations puisque dans ce cas elles réduisent leur sensibilité au taux de change. Cependant, toutes les firmes ne réalisent pas forcément un arbitrage entre exporter ou investir. Certaines évaluent directement l'opportunité d'investir à l'étranger et dans ce cas, l'incertitude créée par la volatilité du change peut amener à retarder une opération au caractère irréversible. L'effet global est donc ambigu d'un point de vue théorique. Les analyses empiriques ne parviennent pas à lever l'ambiguïté si bien que l'on peut sans doute considérer que l'effet total sur la croissance est neutre.

Enfin, la possibilité de choisir la monnaie de facturation des produits et le développement d'instruments financiers de couverture sont autant d'éléments qui permettent aux entreprises de ne pas subir la volatilité du change en choisissant leur politique de gestion du risque de change. Ces éléments permettent de revoir à la baisse l'exposition des entreprises européennes au risque de change, à court terme tout au moins.

D'abord, la facturation des exportations (comme celle des importations) en euro permet aux entreprises européennes de transférer le risque de change vers l'acheteur (le vendeur) au moment de la signature du contrat. Les entreprises qui choisissent cette option n'ont donc pas à se couvrir. Cependant, ce transfert de risque peut rendre les négociations commerciales plus difficiles, et les hausses de l'euro se répercutent intégralement sur la compétitivité ; ce qui pèse, comme on l'a vu précédemment, sur les volumes exportés.

Nombre de grandes entreprises européennes choisissent d'opérer leurs achats et ventes en devises étrangères et de mettre en place parallèlement une gestion du risque de change. Les instruments de couverture contre le risque de change se sont ainsi multipliés avec le développement des marchés dérivés. Aux clauses contractuelles classiques permettant un partage du risque se sont ajoutés des instruments financiers tels que les contrats de change à terme ou les options de change, permettant de couvrir en partie ou entièrement le risque de change.

Si ces instruments permettent de se prémunir à court ou moyen terme contre les variations brutales des prix des monnaies, ils ne permettent pourtant pas aux entreprises de se soustraire au risque de change. D'abord, la couverture a un coût qui dépend des anticipations d'évolution du cours. Se couvrir contre le risque de change aujourd'hui, alors que la crainte d'une appréciation de l'euro est élevée, est donc très coûteux. Ensuite, la couverture permet de prémunir les contrats en cours, donc à court ou moyen terme. Les entreprises d'aéronautique, par exemple, facturent la grosse majorité de leurs ventes (la totalité pour EADS) en dollars et se protègent généralement à horizon de trois-quatre ans. EADS annonce ainsi avoir immunisé les résultats de 2006 et 2007 contre toute variation de change, et couvre toutes les ventes d'A380 dès la signature des contrats de vente. Dans les autres secteurs, les contrats portent sur des transactions moins éloignées dans le temps, et les entreprises européennes restent donc extrêmement vulnérables à une appréciation durable de l'euro. Si les instruments de couverture permettent de se prémunir contre la volatilité, ils sont donc coûteux et ne permettent pas de se protéger d'une appréciation durable du change.

