

## 7. Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ?

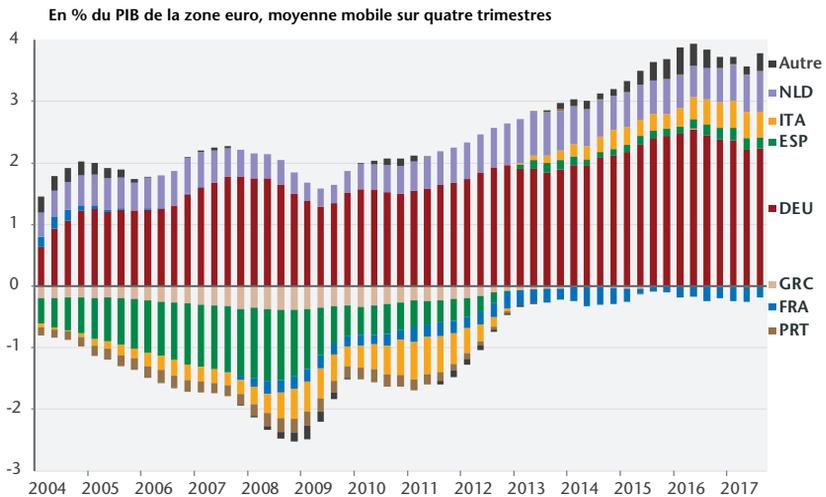
---

Les déséquilibres de balance courante sont au cœur du processus qui a entraîné la crise de la zone euro à partir de 2009. Les premières années d'existence de l'euro jusqu'à la crise de 2007-2008 ont ainsi été celles du creusement des déséquilibres entre pays dits du nord (ou du cœur) et ceux dits du sud (ou de la périphérie) de l'Europe, avec l'apparition d'importants déficits extérieurs dans le Sud. Un compte courant en déficit n'est certes pas nécessairement le symptôme d'un déséquilibre : dans le cas d'un pays avec un fort potentiel de croissance, qui se trouve dans une dynamique de rattrapage par rapport à des pays plus avancés, il peut s'agir d'une logique vertueuse, les financements extérieurs accélérant le développement du pays. Mais le processus à l'œuvre en zone euro ne correspondait pas à ce scénario optimiste et relevait au contraire d'une dynamique insoutenable de divergence. Les capitaux entrants dans les pays du Sud ne se sont pas orientés vers des secteurs à forts gains de productivité mais ont plutôt alimenté des bulles immobilières et financé des secteurs à faible rendement ainsi que du crédit immobilier et à la consommation. Dès lors, le déficit courant n'était pas soutenable et un ajustement devenait inévitable. La crise financière mondiale de 2007-2008 en a été l'élément déclencheur. Un important ajustement a ensuite eu lieu puisqu'à partir de 2009, les déficits se sont résorbés pour quasiment disparaître dès 2013, comme le montre le graphique 43.

Cette évolution s'est principalement réalisée par la compression de la demande intérieure, conséquence de la crise économique mondiale, puis des politiques d'austérité budgétaire, diminuant les importations. Dans une moindre mesure, les politiques d'amélioration de la compétitivité-prix, par la compression des coûts salariaux, ont permis un léger redémarrage des exportations dans certains pays. Cependant, la généralisation de cette politique à tous les pays de la zone euro a surtout alimenté les pressions déflationnistes dans la zone. Quoi qu'il en soit, le processus de divergence des balances courantes a subi un net coup

d'arrêt après 2009 et les déficits extérieurs ont disparu dans la presque totalité des pays de la zone euro. Pour autant, l'écart reste significatif entre pays du Nord et pays du Sud, et on ne peut pas encore parler de re-convergence. Par ailleurs, la résorption des déficits (italiens et espagnols) mais pas des excédents (allemands et néerlandais) a radicalement changé le rapport de la zone euro au reste du monde : alors que la zone avait un compte courant proche de l'équilibre entre 2001 et 2008, un excédent significatif se forme à partir de 2010, pour atteindre 3,3 % du PIB en 2016. Et ceci dans un contexte où les déséquilibres mondiaux se sont plutôt résorbés, avec un certain rééquilibrage des échanges entre États-Unis et Chine, à la faveur du début de réorientation du modèle de développement chinois.

Graphique 43. Soldes courants des pays de la zone euro



Source : Eurostat.

Maintenir un tel excédent de la zone euro sur le long terme semble peu probable. Certes, les pressions à l'appréciation de l'euro sont aujourd'hui contenues par la politique monétaire particulièrement accommodante de la Banque centrale européenne (BCE), mais lorsque viendra le moment de la normalisation monétaire, il est inévitable que l'euro s'apprécie significativement. Afin de quantifier les ajustements qui restent à effectuer pour parvenir à résorber ces différents déséquilibres de balance courante, aussi bien à l'intérieur de la zone euro que vis-à-vis du reste du monde, une analyse basée sur le concept de taux

de change réel d'équilibre s'avère utile. Cette approche repose sur l'hypothèse que, même si la compétitivité-prix n'explique pas entièrement les développements de la balance commerciale, elle en est néanmoins un déterminant essentiel ; il est par ailleurs possible d'intégrer d'autres facteurs, comme le niveau de demande intérieure, dans le calcul du taux d'équilibre.

Le concept de taux de change d'équilibre n'admettant pas de définition unique, il existe une importante littérature qui propose différentes approches théoriques et empiriques. Nous nous appuyons sur la méthode dite de « taux de change d'équilibre fondamental » (Fundamental Equilibrium Exchange Rate, ci-après FEER). L'approche se fait en deux étapes<sup>47</sup>. Dans un premier temps, une valeur d'équilibre du compte courant (ou de la balance commerciale) est estimée, en fonction de considérations théoriques et empiriques. Dans un second temps, le taux de change réel permettant d'atteindre cet objectif est calculé par le biais d'une maquette de commerce extérieur faisant intervenir volumes et prix d'imports et d'exports ; les élasticité-prix des volumes d'exportation et d'importation sont les paramètres-clés de ce cadre analytique. Dans certaines variantes, ce calcul est fait sous l'hypothèse que l'équilibre interne de chaque pays est atteint, c'est-à-dire que l'écart de production qui influe sur la demande de biens étrangers est revenu à zéro<sup>48</sup>. À l'aide de cette méthode, le tableau 7 donne le niveau des déséquilibres nominaux internes à la zone euro tel qu'estimé à la fin de l'année 2016.

Ces ajustements sont présentés par rapport à la moyenne de la zone euro, afin de se concentrer sur les déséquilibres internes à la zone. Ils correspondent aux variations relatives de prix de valeur ajoutée qui doivent être réalisés simultanément pour que tous les pays de la zone atteignent leur balance courante d'équilibre. Le fait marquant est le désajustement substantiel entre l'Allemagne et la France. L'Allemagne est ainsi dans une situation de forte sous-évaluation, tandis que la France est surévaluée, si bien que le différentiel nominal relatif entre ces deux pays du cœur de la zone euro atteint le niveau significatif de 25 %. En dépit des sacrifices déjà consentis, la Grèce doit, elle, effectuer une dépréciation relative de plus de 30 % : même si la balance courante grecque est aujourd'hui proche de l'équilibre, son écart de

---

47. Voir Cline (2008).

48. Voir l'étude spéciale correspondante pour plus de détails.

**Tableau 7. Ajustements nominaux nécessaires en 2016**

En % (relativement à la moyenne de la zone euro)	
<b>Autriche</b>	8
<b>Belgique</b>	-12
<b>Allemagne</b>	15
<b>Espagne</b>	-6
<b>Finlande</b>	-23
<b>France</b>	-10
<b>Grèce</b>	-32
<b>Irlande</b>	4
<b>Italie</b>	-1
<b>Pays-Bas</b>	9
<b>Portugal</b>	-9

Source : calculs OFCE.

production est très creusé, et l'amélioration est donc largement conjoncturelle. Les autres pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie et Portugal) sont aujourd'hui dans une situation plus favorable, et affichent une légère surévaluation. À l'inverse, les pays dits du Nord, comme les Pays-Bas et l'Autriche, sont sous-évalués, mais dans une moindre mesure que l'Allemagne.

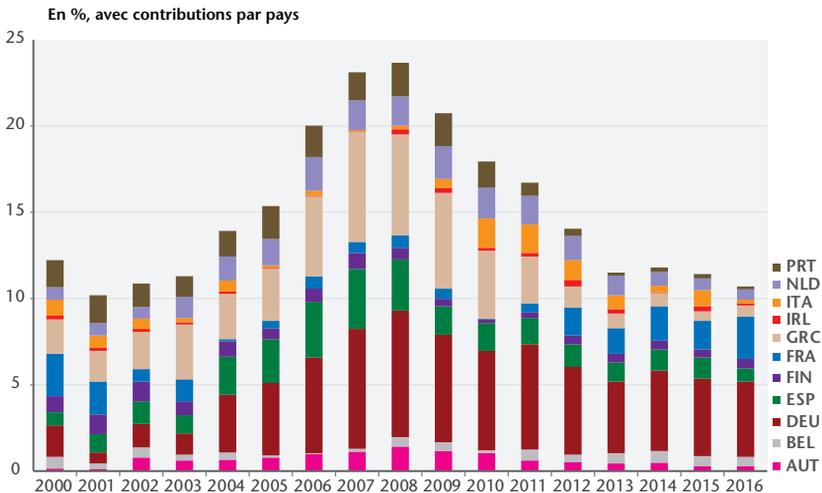
Afin de replacer ces écarts dans une perspective historique, le graphique 44 donne une mesure synthétique du niveau des désajustements internes à la zone euro, en mettant en évidence la contribution de chaque pays à cet indicateur<sup>49</sup>.

Il ressort de cet exercice que les désajustements nominaux au sein de la zone ont d'abord décrié les toutes premières années ; l'Allemagne était alors légèrement surévaluée, ce qui l'a conduite à pratiquer une stratégie de désinflation compétitive, qui l'a d'abord ramenée dans la moyenne de la zone. Les déséquilibres atteignent ainsi un creux en 2001, avant de progressivement croître pour atteindre un pic historique en 2008, au moment de l'éclatement de la crise financière mondiale. L'effort d'ajustement des pays du Sud est ensuite très net, puisqu'ils ne contribuent presque plus à l'indicateur en 2016. Du côté du Nord, même si l'ajustement est aussi visible, il est nettement moins important, si bien que l'Allemagne est aujourd'hui le principal

49. Plus précisément, ce graphique rapporte la moyenne pondérée (par le PIB) de la valeur absolue des désajustements (tels que présentés dans le tableau 7). La contribution de chaque pays à cette moyenne est mise en évidence.

contributeur aux déséquilibres intra-zone. À l'écart du mouvement général de re-convergence, la France a vu sa position se dégrader presque continûment depuis 2011, en dépit de mesures comme le CICE censées traiter ce problème ; cela peut s'expliquer par la plus grande rapidité de l'ajustement dans les pays du Sud, qui neutralise les efforts français, et par la faiblesse des importations des principaux partenaires (Allemagne en tête).

**Graphique 44. Indicateur de désajustements nominaux intra-zone euro**



Même si le graphique montre un niveau historiquement bas de désajustements internes en 2016, leur niveau absolu reste toujours élevé. En effet, la valeur de l'indicateur (11 %) peut se comprendre comme le désajustement moyen par rapport au niveau de l'euro, en valeur absolue. Entre deux pays pris au hasard, un écart de 22 % est donc la norme, et le désajustement franco-allemand est précisément de cet ordre de grandeur. Les pressions centrifuges liées aux différentiels de compétitivité ont certes diminué, mais elles n'ont pour autant pas disparu, et persistent au sein du cœur historique de la zone. Par ailleurs, si les déséquilibres internes à la zone ont diminué, cela s'est fait au prix de l'apparition d'un déséquilibre externe, comme nous l'avons déjà observé sur le graphique 44. L'excédent courant de la zone euro est aujourd'hui supérieur à celui de la Chine, en valeur comme en proportion du PIB. Dans un système de changes flottants – la parité de l'euro vis-à-vis des autres monnaies étant fixée par le marché – il est illu-

soire d'espérer soutenir un tel excédent sur le long terme. Même si pour le moment le différentiel de politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique permet de maintenir le statu quo, l'inévitable normalisation de la politique de la BCE entraînera une appréciation de l'euro, qui a d'ailleurs déjà commencé.

Notre modèle de taux de change d'équilibre permet d'estimer quelle est la cible de long terme de la parité euro/dollar. Plus précisément, il est possible de calculer l'appréciation de l'euro qui serait nécessaire pour ramener le compte courant de la zone euro à l'équilibre, étant donné les élasticités-prix au commerce des différents pays de la zone, ainsi que la répartition géographique de leurs partenaires commerciaux. Nous estimons ainsi que l'euro doit s'apprécier vis-à-vis du dollar de 21 % par rapport à son niveau de 2016, ce qui correspond à un taux de change d'équilibre de 1,35 US\$ pour un euro. Même si l'euro s'est déjà significativement apprécié depuis 2016 – il était à 1,23 US\$ au début avril 2018 –, il reste donc de substantielles marges d'appréciation ; celles-ci sont prises en compte dans notre scénario de prévision puisque nous anticipons un taux de change à 1,30 US\$ pour un euro en 2019. Nous ne prévoyons toutefois pas que le taux d'équilibre sera atteint à l'horizon de la prévision car deux facteurs continuent de freiner la hausse de l'euro : d'une part le différentiel de politiques monétaires, avec des taux réels plus élevés aux États-Unis qu'en zone euro et d'autre part la relance budgétaire menée par l'administration Trump, qui exerce une pression à l'appréciation du dollar, et donc à la baisse de l'euro.

Il convient de mesurer que cette appréciation à terme de l'euro est porteuse de risques pour la zone euro, malgré les progrès réalisés en matière de re-convergence nominale entre pays membres. D'une part, cela freine la remontée de l'inflation, qui risque de rester basse, limitant les marges de manœuvre de la Banque centrale européenne. Mais surtout, faute de rééquilibrage interne, c'est-à-dire si la hiérarchie des balances courantes au sein de la zone se maintient à son niveau actuel, cela conduira à la réapparition de déficits courants dans les pays du Sud, tandis que cela creusera encore plus le déficit actuel de la France qui risque de se retrouver dans une situation très délicate. La meilleure façon d'opérer le rééquilibrage de la zone euro consisterait à augmenter le niveau de l'inflation dans les pays du Nord, Allemagne en tête. Cela permettrait de faire d'une pierre deux coups : le déséquilibre nominal entre pays du Nord et du Sud serait ainsi résorbé, sans qu'il

soit nécessaire de recourir aux politiques de désinflation compétitive, qui pénalisent la demande intérieure et l'activité ; et d'autre part cela permettrait de diminuer les pressions à l'appréciation nominale de l'euro, rendant ainsi le rééquilibrage extérieur moins déstabilisateur. Une politique de coordination salariale entre pays membres pourrait être l'instrument de cette stratégie<sup>50</sup>, mais les obstacles institutionnels et politiques à sa mise en place ne doivent pas être sous-estimés.

---

50. Voir notamment iAGS (2017) : <http://www.iags-project.org/documents/iAGS%202017%20The%20elusive%20recovery%2023%2011%202016.pdf> et S. Villemot (2017).