

Que faudrait-il que la zone euro fasse pour que l'euro ne s'apprécie pas par rapport au dollar ?

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar de 2002 à la mi-2008, puis à nouveau à partir du début de 2009 (après l'intervalle de quelques mois qui suit la faillite de Lehman) résulte du cumul du déficit extérieur des Etats-Unis et de sorties de capitaux depuis les Etats-Unis, dont des carry-trades construits sur le dollar.

Cette appréciation pourrait devenir beaucoup plus forte s'il n'y avait pas le soutien du dollar par les Banques Centrales des pays émergents et exportateurs de pétrole.

Supposons que les Etats-Unis ne modifient pas leurs politiques économiques, ce qui est probable car en réalité ils désirent un dollar faible et qu'aucune catastrophe nouvelle (comme la faillite de Lehman) n'intervienne. Que peut faire la zone euro (seule) pour éviter l'appréciation de l'euro ?

- *la BCE pourrait, comme les Banques Centrales des pays émergents, et exportateurs de matières premières, accumuler une "montagne" de dollar dans ses réserves de change ; avec l'excès énorme déjà présent de liquidité mondiale, ce ne serait pas intelligent ;*
- *les politiques budgétaires de la zone euro pourraient être ajustées pour faire apparaître un déficit extérieur suffisant de la zone euro ; il n'aurait pas besoin d'être très important, puisque, à la différence du dollar, l'euro n'est pas stabilisé par les Banques Centrales des émergents et des pays de l'OPEP. Mais compte tenu de l'état des finances publiques de la zone euro, ce ne serait pas très intelligent non plus ;*
- *une piste plus intéressante serait que les entreprises de la zone euro, ou de grands investisseurs publics, accroissent à la fois leurs investissements et leurs volumes d'emprunts, afin de générer d'une part un supplément d'investissement dans la zone euro, d'autre part un déficit extérieur de la zone euro qui affaiblisse l'euro. La difficulté sérieuse du côté des entreprises privées est la faiblesse de la demande intérieure qui réduit le besoin de capacités supplémentaires.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

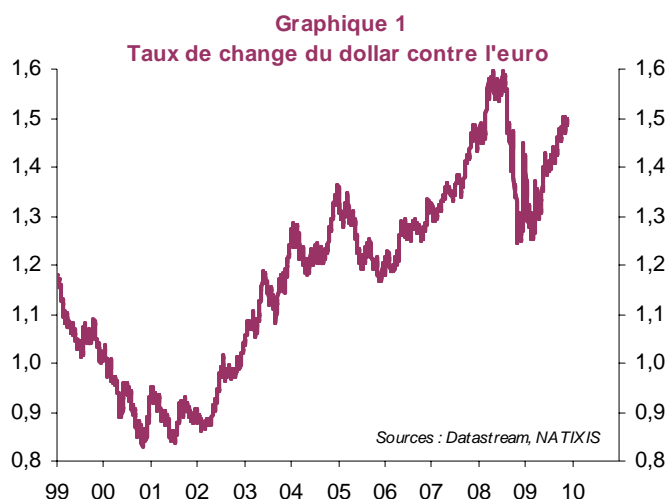
Rédacteur :

Patrick ARTUS

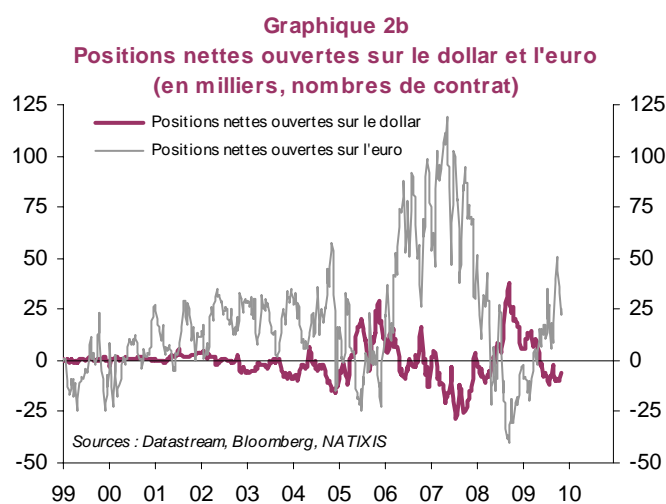
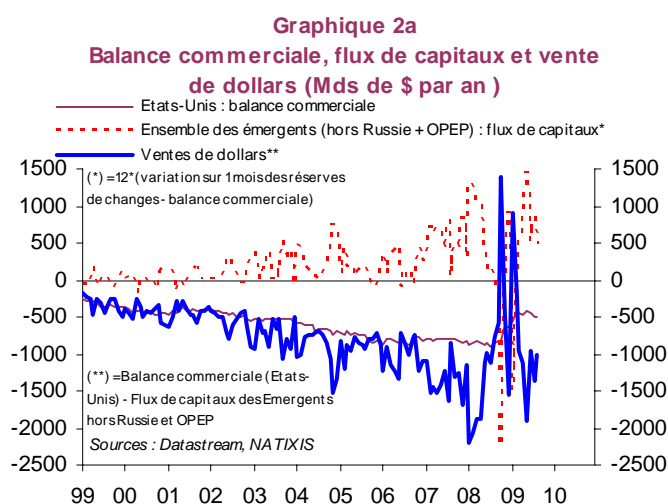
Au total, on voit qu'il ne sera pas évident d'empêcher l'appréciation de l'euro, sauf si les investisseurs et les banques publiques font un énorme effort d'investissement.

L'appréciation de l'euro et ses causes

L'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar depuis 2002 (graphique 1) a été interrompue seulement pendant quelques mois, après la faillite de Lehman, qui avait provoqué un violent rapatriement de capitaux vers les Etats-Unis.

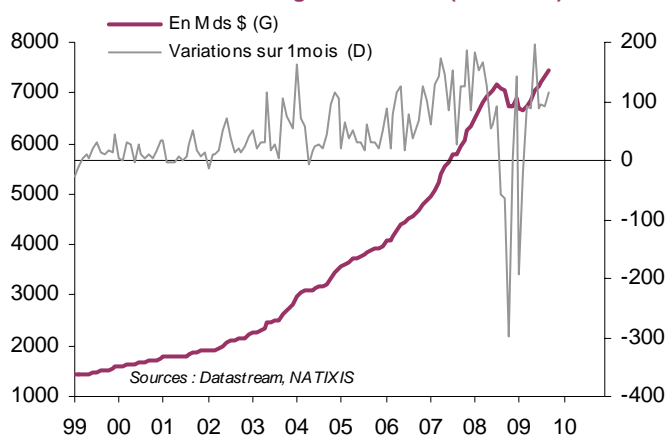


Elle est due à deux facteurs qui affaiblissent le dollar : le déficit extérieur des Etats-Unis et les sorties de capitaux depuis les Etats-Unis (graphique 2a), à destination essentiellement des pays émergents, et qui correspondent aussi à des carry trades bâtis sur le dollar tandis que les marchés financiers sont longs d'euros (graphique 2b), à nouveau sauf après la faillite de Lehman). Sur le graphique 2a on voit les ventes de dollars, c'est-à-dire la somme du déficit commercial des Etats-Unis et des flux de capitaux nets vers les émergents. Les ventes de dollars ne cessent que très brièvement durant l'hiver 2008-2009.

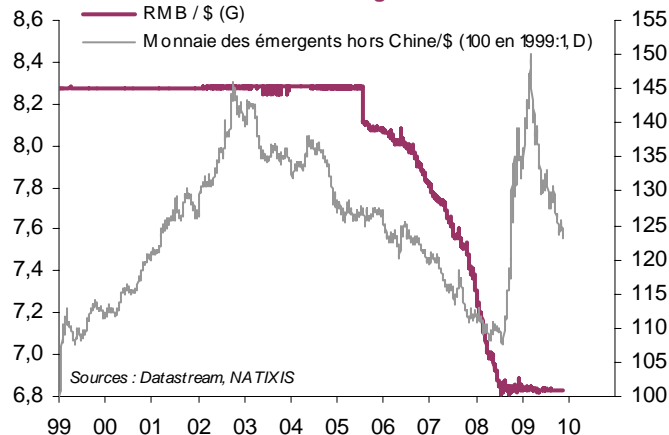


On sait que la faiblesse du dollar serait encore beaucoup plus grande sans le soutien du dollar par les Banques Centrales des pays émergents et exportateurs de pétrole (graphique 3a) qui limitent ou empêchent la dépréciation du dollar par rapport à leurs devises (graphique 3b ; à nouveau, sauf pendant quelques mois après la faillite de Lehman).

Graphique 3a
Réserves de change mondiales (en Mds \$)



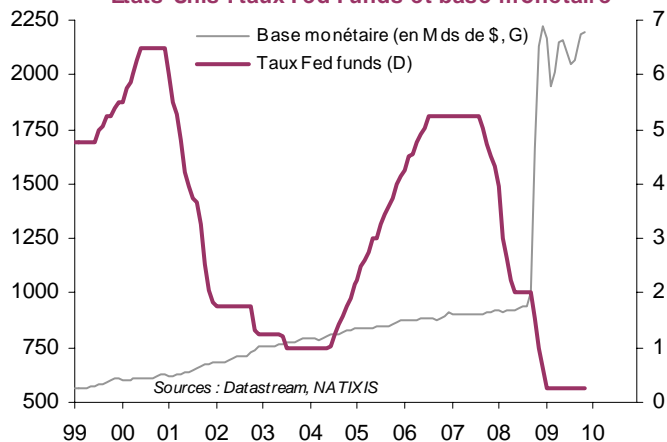
Graphique 3b
Taux de change contre \$



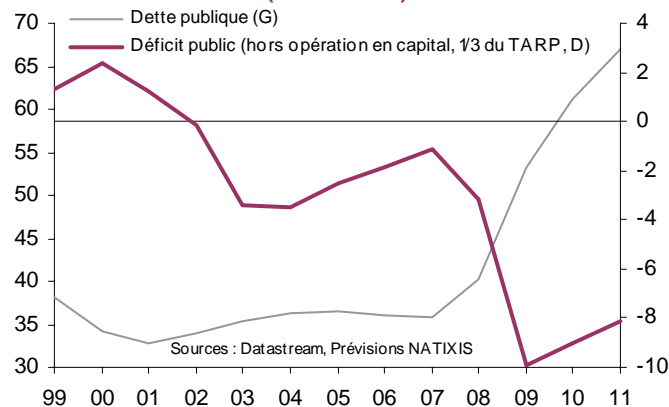
Les causes de la faiblesse du dollar vont persister

La défiance vis-à-vis du dollar et les sorties de capitaux sont bien sûr liées **aux politiques économiques extraordinairement expansionnistes** menées aux Etats-Unis (**graphiques 4a-4b**) et à **l'absence de nouveau choc catastrophique** comme la faillite de Lehman, d'où la forte baisse de l'aversion pour le risque (**graphique 5**) et le retour des capitaux vers les pays émergents.

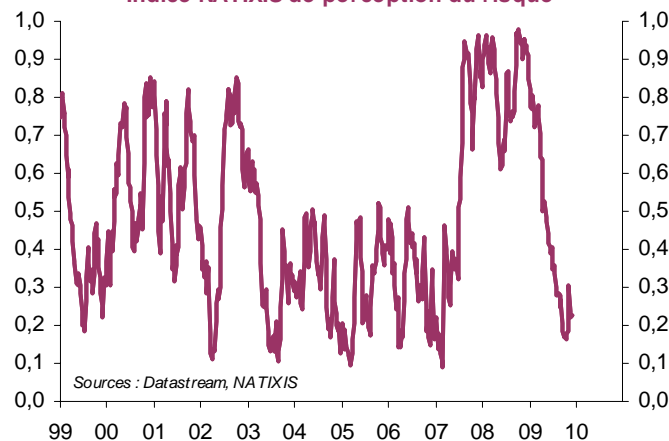
Graphique 4a
Etats-Unis : taux Fed Funds et base monétaire



Graphique 4b
Etats-Unis : déficit et dette publique (en % du PIB)



Graphique 5
Indice NATIXIS de perception du risque



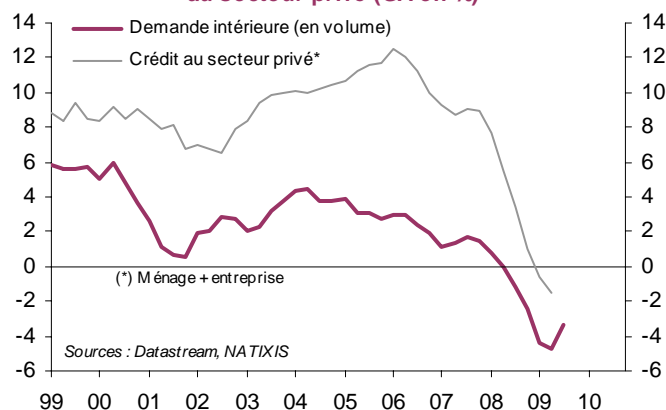
Nous pensons que ces circonstances qui favorisent la faiblesse du dollar (en plus de la faiblesse de l'épargne des américains, même si elle a un peu remonté, **graphique 6**, ce qui explique la réduction du déficit extérieur, graphique 2a plus haut) vont persister :

- on ne voit pas venir (pour l'instant) de nouveaux événements catastrophiques ;
- les Etats-Unis ne vont pas durcir leurs politiques économiques, avec la faiblesse de la croissance et le besoin d'un dollar faible : comment stimuler autrement les exportations américaines si la demande intérieure est durablement faible avec le désendettement (**graphique 7**), compte tenu de l'incapacité structurelle des Etats-Unis à exporter (**graphique 8**) avec la dégradation de la situation de l'industrie américaine.

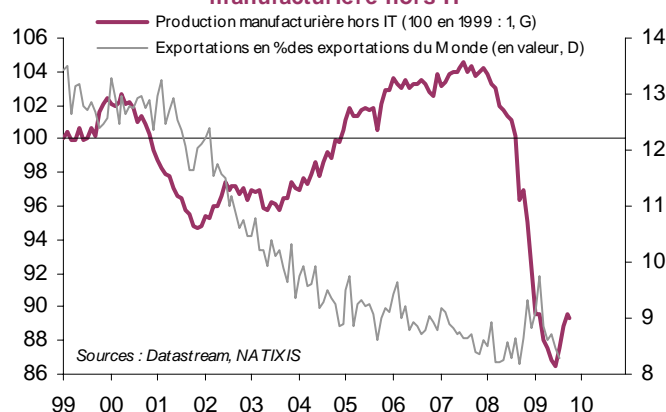
Graphique 6
Etats-Unis : taux d'épargne net des ménages



Graphique 7
Etats-Unis : demande intérieure et crédit au secteur privé (GA en %)



Graphique 8
Etats-Unis : exportations et production manufacturière hors IT



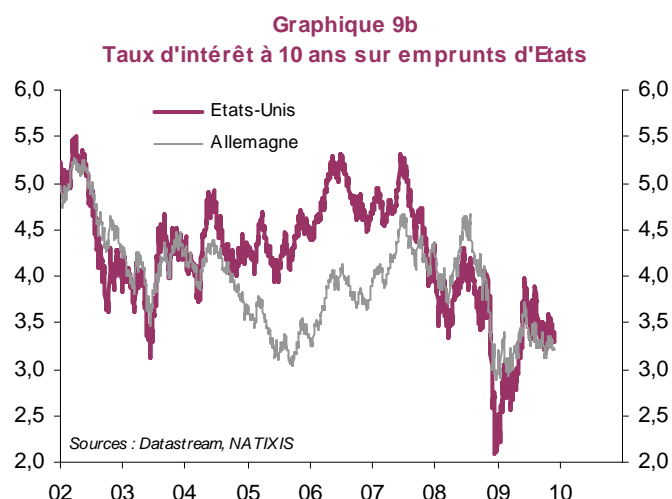
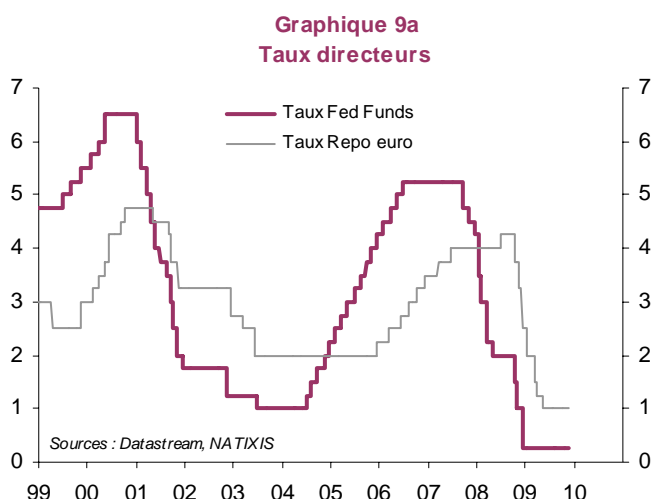
Si la faiblesse du dollar par rapport à l'euro se prolonge, comment la zone euro peut-elle réagir ?

Nous allons envisager les trois pistes possibles :

- politique monétaire et de change de la zone euro ;
- politique budgétaire de la zone euro ;
- effort d'investissement de la zone euro.

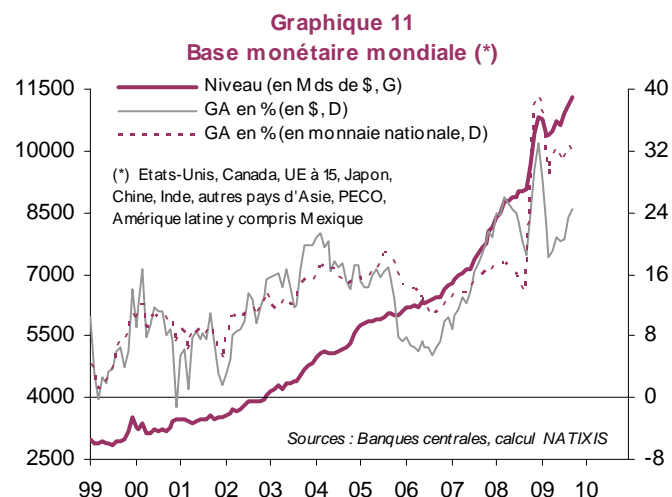
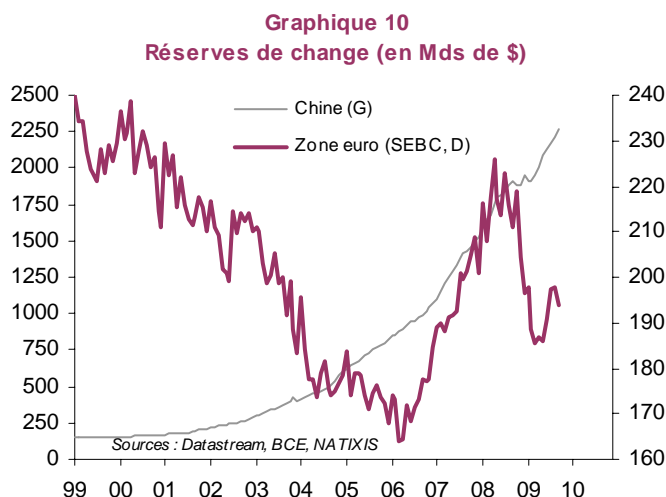
Piste # 1 : politique monétaire et de change de la zone euro

Compte tenu du niveau de taux d'intérêt de la zone euro par rapport aux Etats-Unis (graphiques 9a-9b), la baisse des taux directeurs de la BCE n'est pas une piste, et le niveau des taux d'intérêt de la zone euro n'est pas la cause de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar.



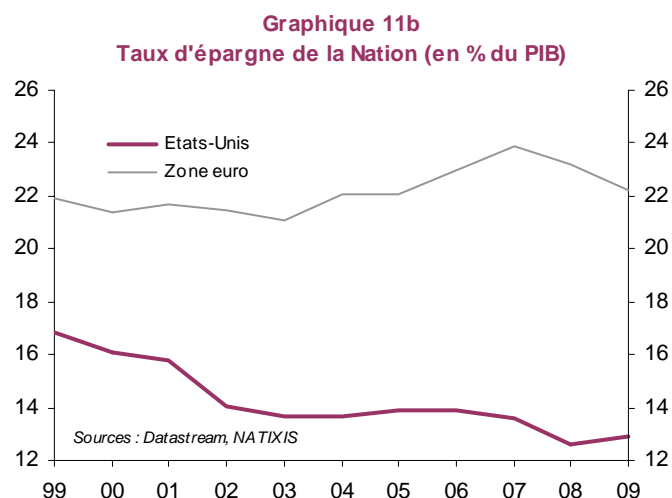
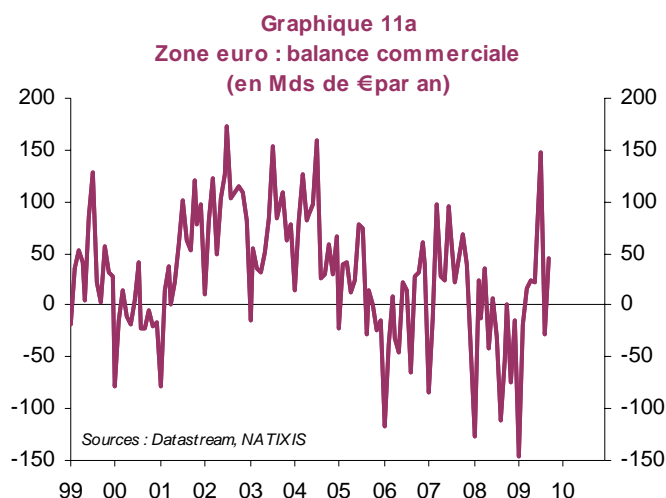
La seule piste monétaire serait donc que, comme la Banque Centrale de Chine, la BCE accumule des réserves de change en dollars, ce qu'elle ne fait pas aujourd'hui (graphique 10).

Mais, si elle le faisait, il y aurait une forte hausse de la liquidité créée par la zone euro, ce qui est une très mauvaise idée au moment où la liquidité mondiale est déjà très excessive (graphique 11).



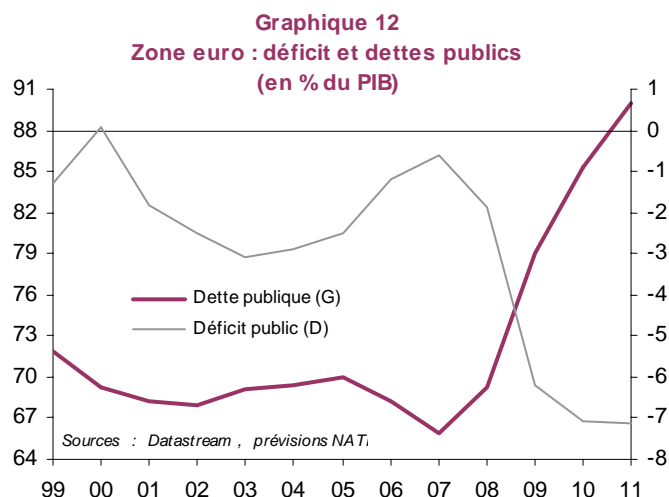
Piste # 2 : politique budgétaire de la zone euro

Le déficit extérieur des Etats-Unis (graphique 2a plus haut) contribue à l'affaiblissement du dollar, tandis que la zone euro a un léger excédent extérieur en moyenne (graphique 11a), avec un taux d'épargne bien supérieur à celui des Etats-Unis (graphique 11b).



Les pays émergents et exportateurs de pétrole soutiennent le dollar, car ils ne veulent pas que leur monnaie s'apprécie par rapport au dollar, qui est la monnaie du commerce mondial, la monnaie dans laquelle sont libellés les revenus liés à l'exportation de matières premières. Ils n'ont pas de raison particulière de soutenir l'euro. Ceci veut dire qu'un déficit extérieur pas considérable de la zone euro conduirait à une dépréciation de l'euro.

Il vient donc à l'esprit qu'une politique budgétaire plus expansionniste de la zone euro ferait apparaître ce déficit extérieur. Mais à nouveau il s'agit sans doute d'une mauvaise idée compte tenu du niveau déjà atteint par le déficit budgétaire de la zone euro (graphique 12).



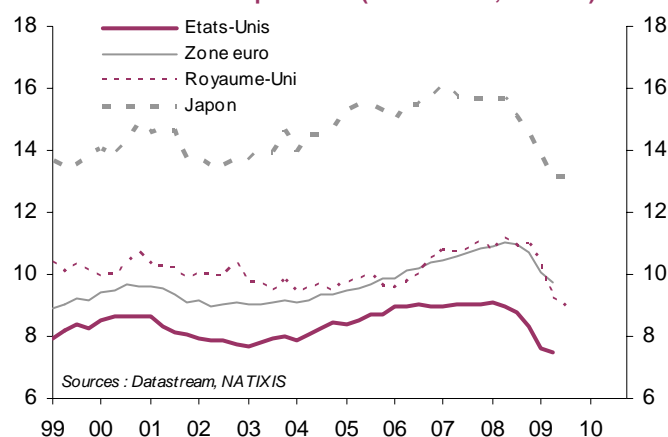
Piste # 3 : supplément d'investissement dans la zone euro

Si l'accumulation des réserves de change en dollars par la BCE ou l'accroissement des déficits publics de la zone euro ne sont pas de bonnes idées, il reste la possibilité d'accroître les investissements de la zone euro.

Il peut s'agir d'investissements d'entreprises, car on sait qu'ils sont insuffisants (graphique 13), d'investissements publics (infrastructures, soutien aux entreprises innovantes, recherche...), qui sont aussi insuffisants (graphique 14, tableau 1).

Graphique 13

Investissement productif (en % du PIB, volume)



Graphique 14

Investissement public en volume (en % du PIB)

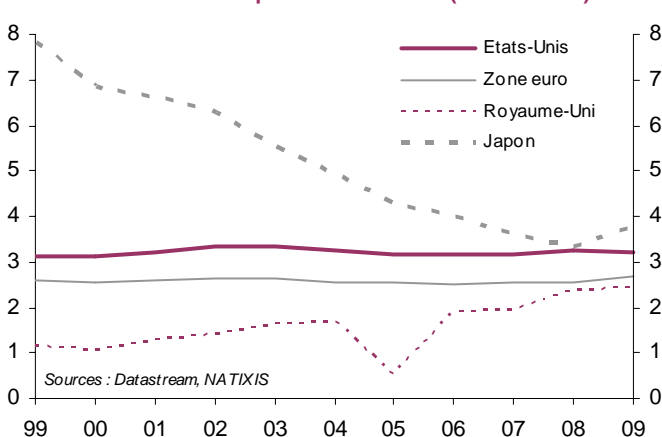


Tableau 1
Effort d'innovation

Tableau 1.1
Dépenses de R&D totales (en % du PIB)

Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Etats-Unis	2,66	2,66	2,59	2,62	2,66	2,68	2,80
Zone euro	1,91	1,91	1,89	1,88	1,92	1,92	1,95
Japon	3,17	3,20	3,17	3,32	3,39	3,40	3,50

Tableau 1.2
Dépenses de R&D en entreprises (en % du PIB)

Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Etats-Unis	1,74	1,71	1,65	1,68	1,73	1,78	1,80
Zone euro	1,18	1,19	1,20	1,20	1,23	1,23	1,27
Japon	0,84	0,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tableau 1.3
Nombre de chercheurs (pour 10000 emplois)

Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Etats-Unis	78,64	81,01	81,41	77,94	78,62	79,12
Zone euro	29,96	31,33	32,42	32,82	34,07	34,97
Japon	72,67	78,78	77,51	81,71	82,59	83,46

Tableau 1.4
Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

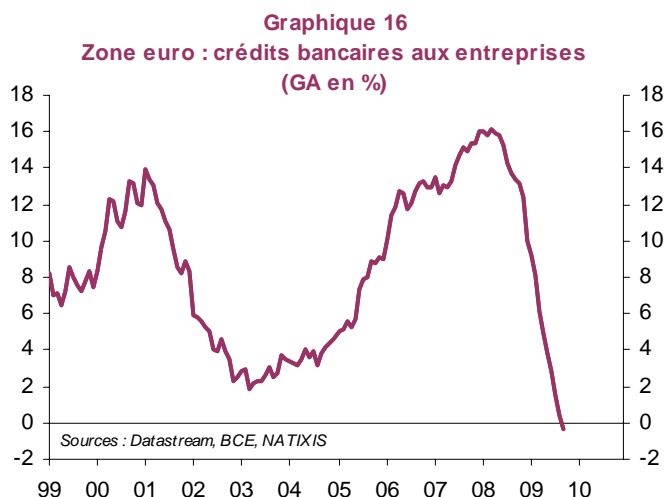
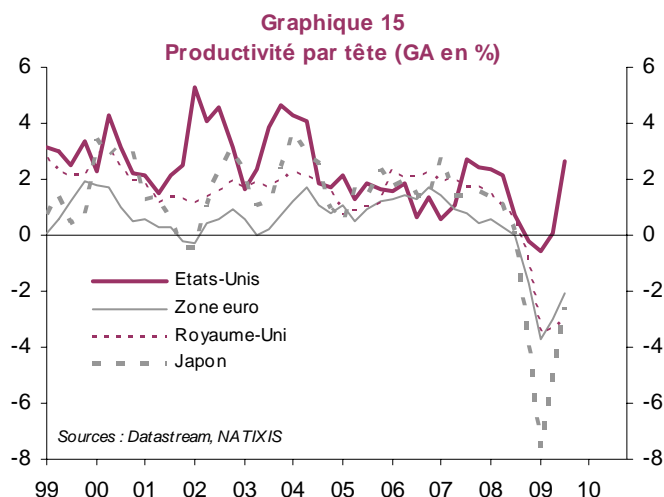
Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Etats-Unis	55,69	55,23	53,03	53,05	53,91	52,88
Zone euro	38,42	38,97	40,05	39,39	39,71	39,77
Japon	109,57	104,75	107,82	109,08	111,95	114,58

Source : OCDE 2009

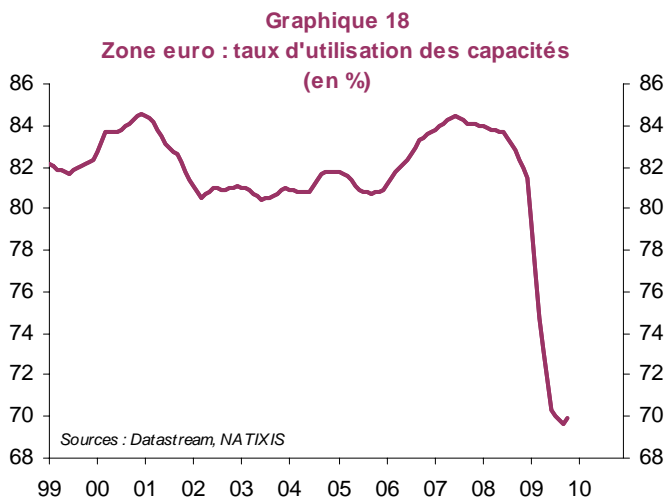
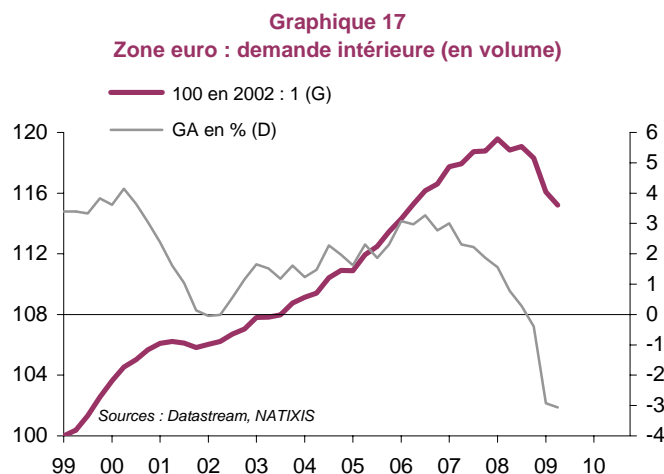
Un supplément d'investissement privé (financé par les entreprises) ou public (financé par des investisseurs publics, des banques publiques) dans la zone euro aurait un double effet favorable :

- **augmenter les gains de productivité**, qui sont faibles (**graphique 15**), de la zone euro (plus faibles qu'aux Etats-Unis, qu'au Royaume-Uni, qu'au Japon), donc augmenter sa croissance potentielle ;

- conduire à une hausse du besoin de financement donc de l'endettement des entreprises, des investisseurs et des banques publiques de la zone euro, ce qui ferait apparaître un déficit extérieur de la zone euro avec la reprise de l'endettement domestique, alors qu'aujourd'hui le crédit recule (graphique 16) et affaiblirait l'euro.



Il est souhaitable que des institutions financières publiques de la zone euro accroissent leurs investissements et leurs besoins de financement. Il est peu probable que les entreprises privées le fassent, compte tenu de la faiblesse de la demande intérieure (graphique 17) et donc des besoins de capacités de production supplémentaires (graphique 18).



Synthèse : il est peu probable que la zone euro échappe à l'euro fort

La tendance spontanée et durable est celle de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, avec le déficit extérieur des Etats-Unis, le maintien d'une politique monétaire très expansionniste aux Etats-Unis qui conduit à de fortes sorties de capitaux, les politiques de stabilisation des taux de change dans les pays émergents et exportateurs de matières premières qui accumulent d'énormes réserves de change.

Que peut faire la zone euro pour empêcher la surévaluation croissante de l'euro ?

- **accumuler des réserves de change énormes en dollars comme la Chine ?** Ce serait désastreux avec l'excès de liquidité mondiale déjà présent ;
- **accroître les déficits publics pour faire apparaître un déficit extérieur de la zone euro qui affaiblirait l'euro** n'étant pas, comme celui des Etats-Unis, refinancé par les Banques Centrales du reste du Monde ? Mais les déficits publics dans la zone euro sont déjà considérables ;
- **accroître l'investissement des entreprises ou des institutions financières publiques pour aussi faire apparaître un déficit extérieur ?** Mais avec la faiblesse de la demande et de l'utilisation des capacités, les entreprises privées n'ont pas besoin d'investir.

Il paraît donc très difficile d'affaiblir l'euro, sauf si les investisseurs et les banques publiques font un énorme effort d'investissement et d'endettement.