

L'euro fort et l'hétérogénéité de la zone euro

Plusieurs facteurs (ralentissement économique aux Etats-Unis, comportement des banques centrales, freinage de la titrisation, politique de change des émergents, spécificités de l'économie japonaise) conduisent à penser que l'euro peut s'apprécier assez fortement par rapport au dollar et au yen – on sait, et nous remontrons, que cette situation accroît l'hétérogénéité de la zone euro.

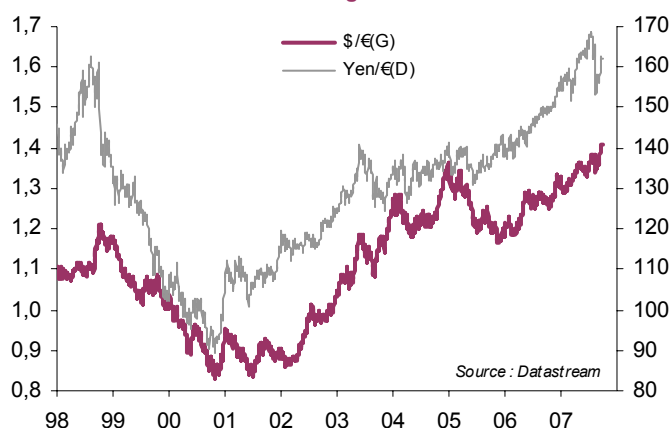
Nous montrons qu'effectivement :

- *l'Allemagne est protégée de l'appréciation de l'euro par l'outsourcing et la différenciation de produits ;*
- *l'Espagne par la taille des services domestiques ;*
- *la France et l'Italie ne sont pas protégées contre l'appréciation réelle de l'euro.*

La perspective la plus probable : une appréciation nette de l'euro par rapport au dollar et au yen

L'appréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen a été transitoirement perturbée, surtout en ce qui concerne le yen, par la crise du subprime (graphique 1).

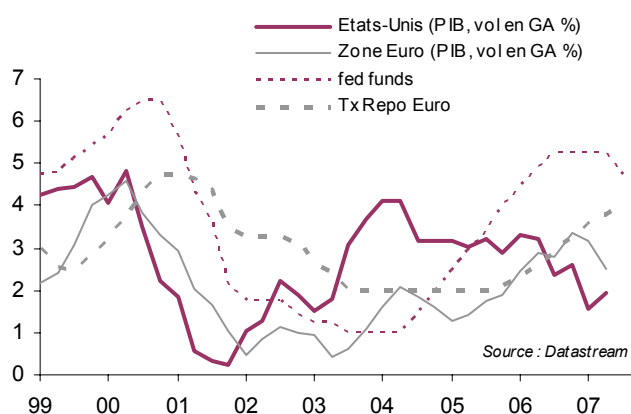
Graphique 1
Taux de change de l'euro



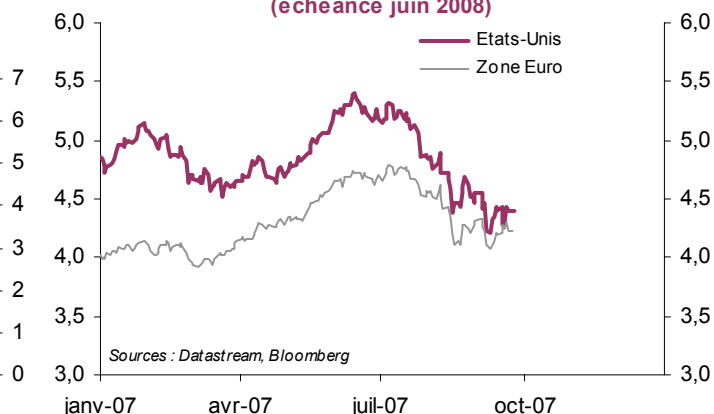
Mais nous pensons que **beaucoup de raisons poussent à la reprise d'une appréciation nette de l'euro par rapport au dollar et au yen** :

- **la Réserve Fédérale est traditionnellement plus réactive que la BCE** en cas de ralentissement économique ou de crise financière (graphique 2), et ceci devrait être aussi le cas aujourd'hui comme le montrent les évolutions récentes (et les anticipations de marché, graphique 3) ;

Graphique 2
Etats-Unis et Zone Euro : PIB et taux d'intérêt



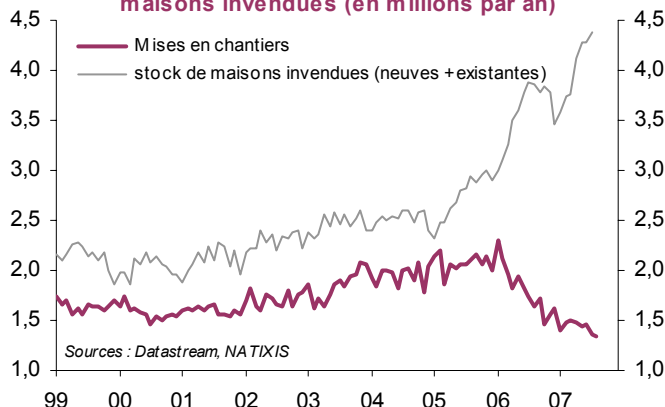
Graphique 3
Contrats taux à terme 3 mois (échéance juin 2008)



- **Le freinage de la croissance va être plus fort et plus durable aux Etats-Unis** que dans la zone euro. Il y a aux Etats-Unis un effondrement de l'activité de construction dû au stock très élevé de maisons invendues (graphique 4), tandis qu'il y a dans la zone euro simplement un léger recul prévisible de l'activité de construction après une période où elle a beaucoup crû (graphique 5) ;

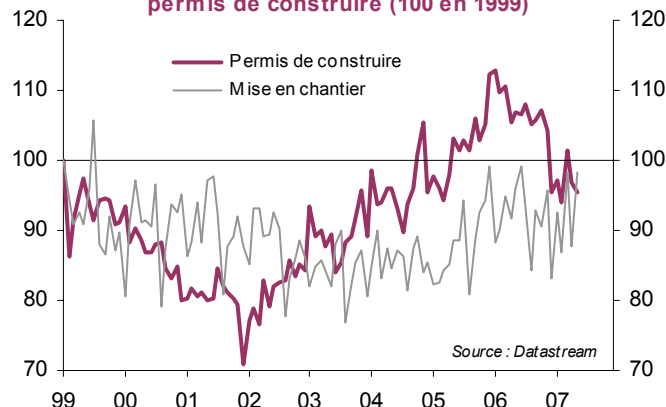
Graphique 4

Etats-Unis : mises en chantier et stock de maisons invendues (en millions par an)



Graphique 5

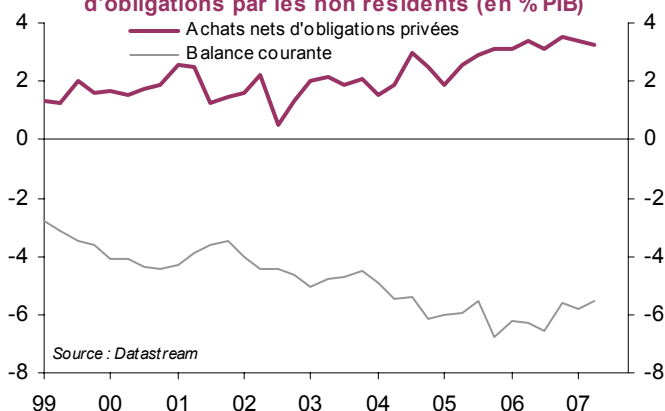
Zone Euro : Mises en chantiers et permis de construire (100 en 1999)



- Les non résidents seront moins attirés par les actifs émis aux Etats-Unis ; en effet, une partie importante du déficit extérieur des Etats-Unis était financée par l'acquisition d'obligations d'entreprises par les non résidents (graphique 6), et une partie importante de ces obligations d'entreprises était des ABS (graphique 7). La crise financière présente va certainement décourager l'achat d'ABS par les non résidents ;

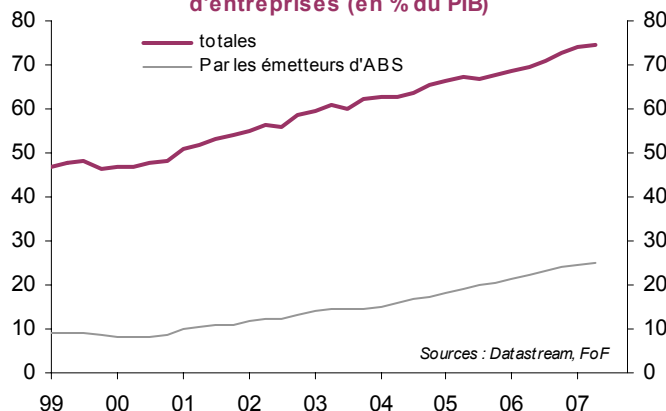
Graphique 6

Etats-Unis : Balance courante et achats nets d'obligations par les non résidents (en % PIB)



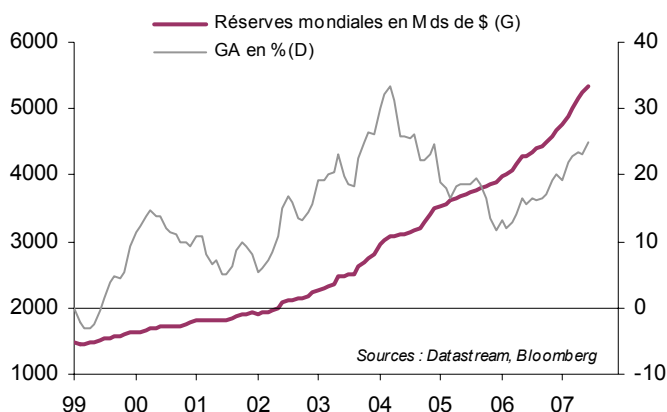
Graphique 7

Etats-Unis : Emissions nettes des obligations d'entreprises (en % du PIB)

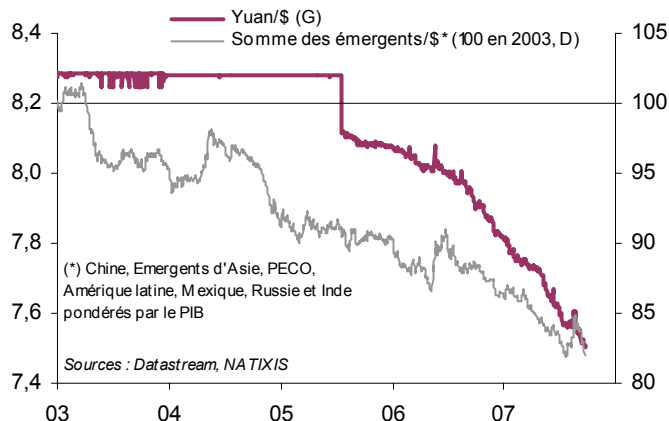


- Les émergents semblent accepter, malgré l'accélération de l'accumulation de réserves de change (graphique 8a) une dépréciation plus rapide du dollar (graphique 8b). Ceci correspond bien à nos points précédents : le dollar est de plus en plus difficile à stabiliser ;

Graphique 8 a
Monde : Réserves de change

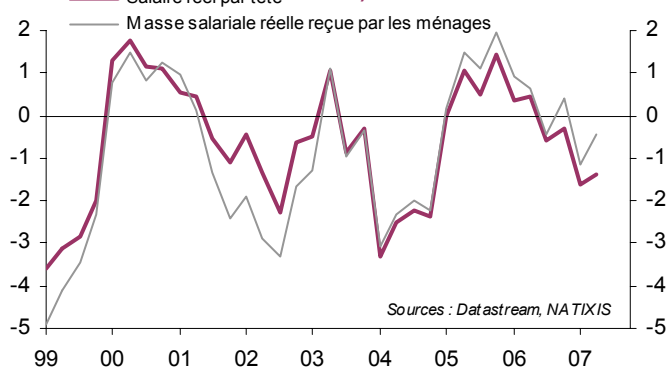


Graphique 8 b
Taux de change contre dollar

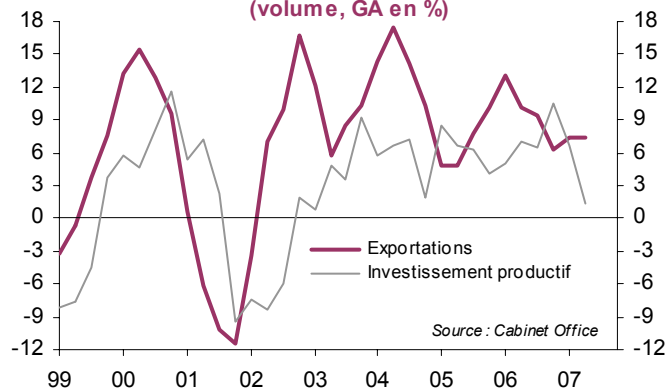


- En ce qui concerne le yen, il faut réaliser que le Japon ne peut pas vivre avec un yen fort. Avec le recul du revenu réel des ménages japonais (graphique 9), les seuls moteurs de la demande sont les exportations et les investissements associés (graphique 10), qui faiblissent avec le ralentissement américain (graphique 11).

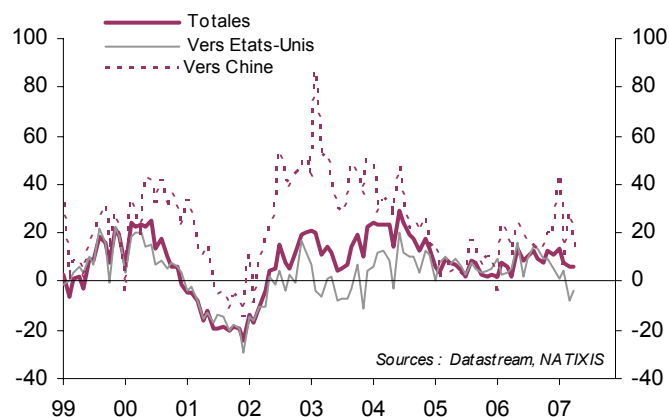
Graphique 9
Japon : salaire réel et masse salariale réelle reçue par les ménages (déflaté par le CPI, GA en %)



Graphique 10
Japon : exportations et investissement productif (volume, GA en %)



Graphique 11
Japon : Exportations (valeur, GA en %)



Toutes ces raisons s'accroissent donc pour renforcer la probabilité du scénario d'appréciation de l'euro par rapport au dollar et au yen.

L'appréciation de l'euro, facteur d'hétérogénéité de la zone euro

L'hétérogénéité vient des spécialisations productives et des stratégies différentes des pays. Nous regardons les 4 plus grands pays de la zone euro.

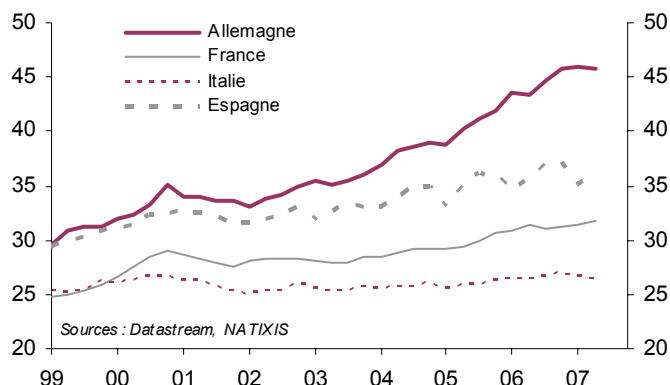
On peut repérer ces différences à :

- la part des importations dans la demande intérieure (graphique 12) :

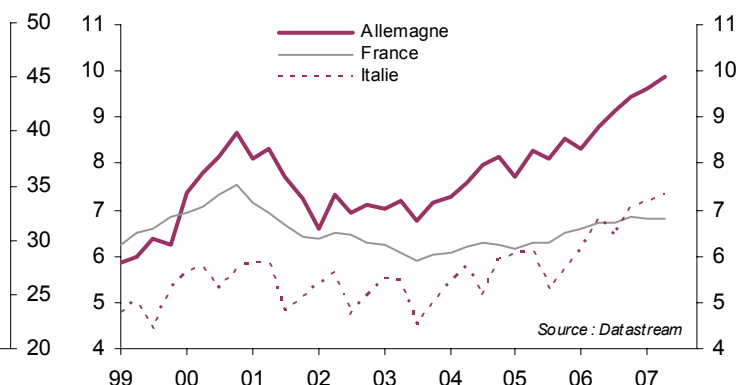
Le poids très élevé des importations en Allemagne vient de l'outsourcing vers les pays émergents, comme le montre l'évolution des importations de biens intermédiaires (graphique 13).

Les pays qui ont beaucoup utilisé l'outsourcing profitent donc davantage de la baisse des prix des importations due à l'appréciation de l'euro (graphique 14). De 2002 à 2004, l'appréciation de l'euro réduit bien les prix à l'importation des 4 grands pays de la zone euro.

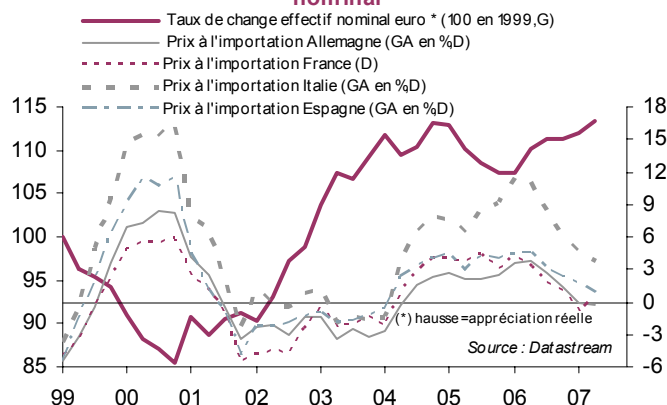
Graphique 12
Ratio : importations / demande intérieure (volume, en %)



Graphique 13
Parts des importations de biens intermédiaires dans le PIB (valeur, en %)



Graphique 14
Prix à l'importation et taux de change effectif nominal



- **L'évolution des exportations, particulièrement lors des mouvements de l'euro :**

Les pays qui sont spécialisés dans des produits différenciés, haut de gamme, présentent normalement une élasticité prix des exportations en volume plus faible, et une croissance tendancielle des exportations plus forte.

Les graphiques 15a et 15b montrent que l'appréciation de l'euro de 2002 à la fin de 2004 a déprécié les exportations de la France, de l'Italie et plus tard de l'Espagne, bien plus que celles de l'Allemagne.

- **L'évolution des marges à l'exportation lors des mouvements de l'euro :**

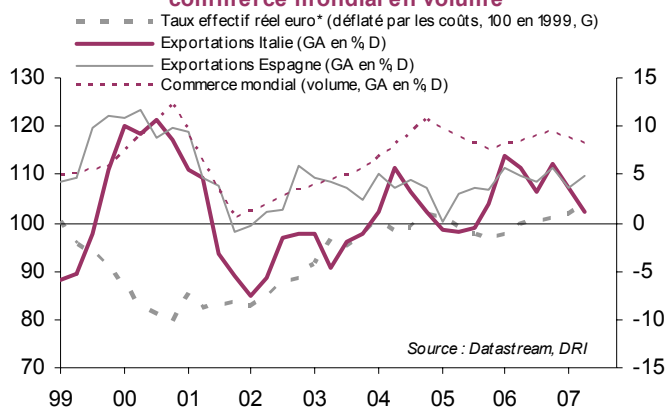
Si un pays a une production peu différenciée, peu sophistiquée, ses exportations sont normalement amenées à réduire leurs prix (leurs marges à l'exportation) lorsque la devise de ce pays s'apprécie, afin de conserver leurs parts de marché.

Le graphique 16 montre que l'Allemagne a, de tous les pays, la hausse la plus forte du ratio prix à l'exportation/coût salarial unitaire de l'industrie, ce qui montre bien sa plus forte différenciation de produits.

- **La taille des services non échangeables :** si un pays a un secteur de services non échangeables (services aux particuliers, construction, loisirs, distribution...) de grande taille et en croissance régulière, il est partiellement immunisé contre les fluctuations de l'euro. Ceci est certainement le cas de l'Espagne (graphique 17).

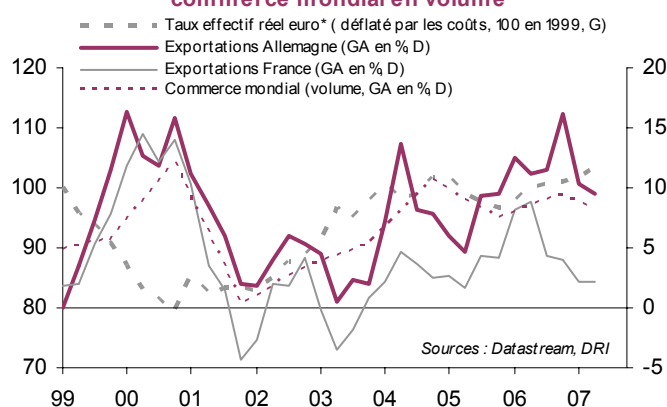
Graphique 15 a

Taux de change effectif, exportations et commerce mondial en volume



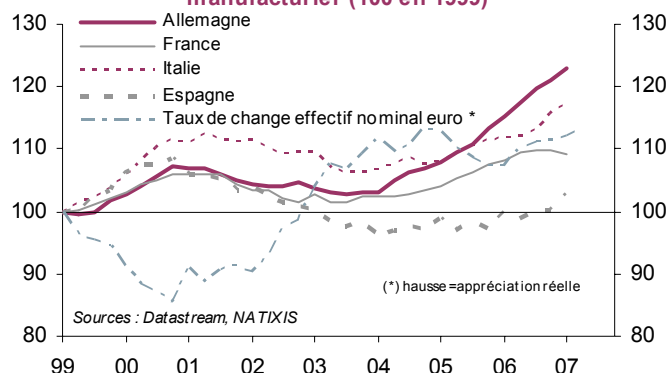
Graphique 15 b

Taux de change effectif, exportations et commerce mondial en volume



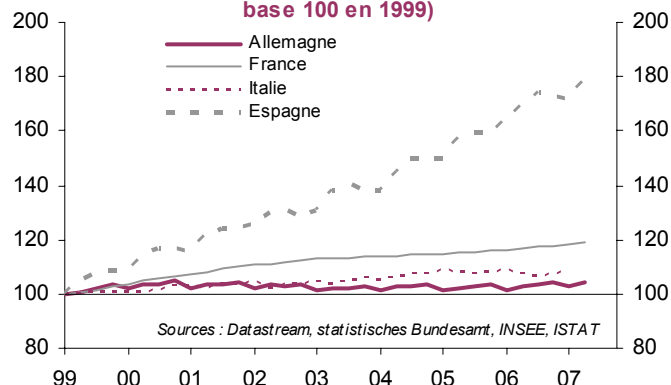
Graphique 16

Taux de change effectif et ratio du prix à l'exportation/coût salarial unitaire du secteur manufacturier (100 en 1999)



Graphique 17

Emploi (services aux particuliers+distribution+construction+ loisirs, base 100 en 1999)



Au total, en cas d'appréciation de l'euro :

- **L'Allemagne est protégée par :**
 - L'importance de l'outsourcing ;
 - La différenciation de produits.
- **L'Espagne est protégée par la taille des services domestiques.**
- **La France et l'Italie ne sont pas protégées.**

Le tableau 1 montre bien que l'appréciation réelle de l'euro réduit moins la croissance de l'Allemagne que celle des 3 autres pays et accroît bien la dispersion entre pays des taux de croissance.

Tableau 1
Corrélation entre taux de change effectif réel et PIB (1999-2007)

	PIB Allemagne (GA en %)	PIB France (GA en %)	PIB Espagne (GA en %)	PIB Italie (GA en %)	Ecart type des PIB vol (GA en %) des 4 pays
Taux de change effectif réel (niveau)	-0,06	-0,18	-0,14	-0,34	0,38
Taux de change effectif réel (GA en %)	-0,64	-0,78	-0,76	-0,71	0,51

Sources : Natixis, Datastream

Synthèse :
l'appréciation de l'euro,
facteur de tensions à
l'intérieur de la zone

Pour diverses raisons :

- Ralentissement durable de la croissance aux Etats-Unis ;
- Politique monétaire plus activiste de la Fed ;
- Difficulté pour les Etats-Unis de vendre des actifs titrisés au Reste du Monde ;
- Affaiblissement accru du dollar accepté par les émergents ;
- Nécessité d'un yen faible pour l'économie japonaise.

Il est très probable que l'euro va s'apprécier par rapport au dollar et au yen.

Nous montrons que ceci va **accroître l'hétérogénéité de la zone euro, en raison des différences structurelles entre les pays** (poids des services, sophistication de l'industrie, importance de l'outsourcing vers les émergents).

L'Allemagne est protégée de l'appréciation de l'euro par l'outsourcing et la différenciation de l'industrie, l'Espagne par la taille des services domestiques ; la France et l'Italie ne sont pas protégées.

S'il y a hétérogénéité accrue, il y a aussi tension accrue : sur la politique de la BCE, sur le niveau des déficits publics...