

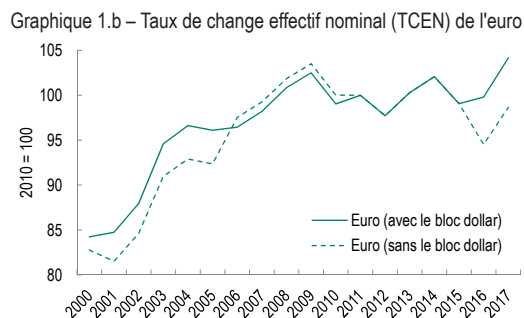
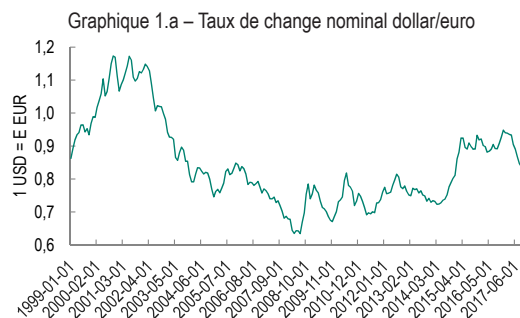
## Baisse du dollar : tous perdants au sein de la zone euro ?

Depuis le début de l'année 2017, le dollar américain se déprécie face à l'euro. Cette tendance s'est accélérée dès la fin du premier trimestre. Une telle évolution peut sembler à contre-courant de la situation économique qui prévaut aux États-Unis : la croissance affiche en effet une certaine vigueur depuis le deuxième trimestre et le resserrement de la politique monétaire a débuté. La baisse du dollar s'explique donc plus vraisemblablement par des facteurs politiques et géopolitiques. Quoi qu'il en soit, le niveau de change qui en résulte pour l'euro, à 1,20 dollar environ à l'automne 2017, serait plutôt proche, d'après les estimations présentées dans cette *Lettre*, d'un niveau d'équilibre de long terme reflétant la position extérieure nette de la zone et sa productivité relative. Pour autant, ce n'est pas nécessairement le cas pour chaque pays de la zone euro. À son niveau actuel, l'euro n'est-il pas trop fort pour certains pays de la zone, pas assez pour d'autres ? La base EQCHANGE du CEPII fournit les données nécessaires pour examiner la question.

Alors que la parité 1 euro = 1 dollar était encore envisagée par nombre d'investisseurs jusqu'à une période récente, la monnaie européenne s'échange aux alentours de 1,20 dollar aujourd'hui. Comment expliquer cette évolution ? Ce niveau correspond-il à un niveau d'équilibre du taux de change euro/dollar ? Quelles peuvent en être les retombées pour la zone euro dans son ensemble et pour chacun

des pays membres ? Cette *Lettre* répond à ces questions à partir de la base EQCHANGE du CEPII. Cette base, en libre accès sur le site web du CEPII, renseigne le niveau des taux de change effectifs nominaux et réels pour 187 pays, ainsi que des taux de change d'équilibre calculés (cf. encadré 1). Dans le cas de la zone euro, la mesure de l'écart entre les taux de change observés et leur niveau d'équilibre calculé fournit

Graphique 1 – Évolution des taux de change du dollar et de l'euro



Lecture : sur le graphique 1.a, le taux de change du dollar est coté au certain, soit à l'automne 2017 1 dollar = 0,8 euro, ce qui équivaut à 1 euro = 1,20 dollar (taux de change de l'euro au certain). Le graphique 1.b représente l'évolution du taux de change effectif nominal de l'euro (indice 2010 = 100) avec ou sans le bloc dollar (tous les pays utilisant ou étant ancrés de façon rigide au dollar). Les 27 pays du bloc dollar retenus dans la base EQCHANGE se retrouvent dans la liste du rapport annuel du FMI sur les régimes de change (Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2016). Voir l'encadré 1 pour la définition des différentes notions de taux de change.

Sources : Réserve fédérale américaine pour le graphique 1.a ; base EQCHANGE, CEPII, pour le graphique 1.b.

## Encadré 1 – Les différents concepts de taux de change

Un taux de change peut être exprimé (i) avec une cotation au certain ou à l'incertain, (ii) en termes nominaux ou réels, (iii) en termes bilatéraux ou effectifs.

Un taux de change bilatéral définit la valeur d'une monnaie par rapport à une autre, en exprimant le prix d'une monnaie dans une autre selon une convention de cotation. Un taux de change coté *au certain* (resp. *à l'incertain*) du point de vue de la monnaie domestique correspond au nombre d'unités de monnaie étrangère (resp. domestique) nécessaires pour acquérir une unité de monnaie domestique (resp. étrangère).

Les individus qui achètent une monnaie étrangère s'intéressent à ce qu'ils peuvent acquérir avec cette dernière. Le *taux de change réel* permet une telle analyse puisqu'il mesure le pouvoir d'achat de la monnaie d'un pays relativement à celle d'un autre. Lorsque l'on ne tient pas compte des différences de pouvoir d'achat entre les pays, le taux de change est dit *nominal*. Notons  $E$  le taux de change nominal bilatéral et considérons le cas d'une cotation au certain du point de vue de la monnaie domestique. L'indice du taux de change réel bilatéral  $S$  se définit de la manière suivante :

$$S = E \frac{P}{P^*}$$

où  $P$  est l'indice des prix à la consommation du pays domestique et  $P^*$  l'indice des prix à la consommation du pays étranger. L'appréciation (resp. dépréciation) du taux de change réel s'explique ainsi par (i)

l'appréciation (resp. dépréciation) du taux de change nominal et/ou (ii) une inflation plus forte (resp. faible) dans le pays domestique relativement au pays étranger.

L'appréciation d'une monnaie par rapport à celle d'un pays partenaire peut être cependant compensée par la dépréciation de cette même monnaie vis-à-vis de celles d'autres pays partenaires ; d'où la nécessité de raisonner également dans un contexte multilatéral. Lorsque l'on raisonne dans un tel cadre « multi-pays », le taux de change prend la forme d'une moyenne pondérée de taux de change bilatéraux et est appelé *taux de change effectif*. La base EQCHANGE développée par le CEPII ([http://www.cepii.fr/CEPII/fr/bdd\\_modele/presentation.asp?id=34](http://www.cepii.fr/CEPII/fr/bdd_modele/presentation.asp?id=34)) propose des séries de taux de change effectifs nominaux et réels pour 187 pays.

Outre ces différents taux de change correspondant à des taux de change observés ou calculés, il est également possible de définir des valeurs dites *d'équilibre* en estimant une relation de long terme entre le taux de change effectif réel et ses déterminants fondamentaux. Il existe de nombreuses approches du taux de change d'équilibre (voir *La Lettre du CEPII* n° 319). Celle retenue ici (BEER - *Behavioral Equilibrium Exchange Rate*, présentée dans Couharde et al. 2017, *La Lettre du CEPII* n° 375) définit le taux de change d'équilibre en reliant le taux de change effectif réel à la productivité relative dans le secteur des biens échangeables par rapport au secteur des biens non échangeables, et ce relativement aux pays partenaires (proxy de l'effet Balassa-Samuelson) et la position extérieure nette.\*

\* La productivité relative est approximée par le PIB PPA par tête rapporté à celui d'une moyenne pondérée des partenaires commerciaux. En toute rigueur, notons que l'effet Balassa-Samuelson repose sur la productivité totale des facteurs, mais celle-ci ne pouvant être mesurée directement, il est usuel de recourir à des proxys. Si la mesure que nous retenons ici présente l'avantage d'être aisément disponible – et est en conséquence très utilisée, son principal inconvénient est que l'origine de la croissance de la productivité n'est pas identifiée.

un ordre de grandeur des « mésalignements intra-zone », c'est-à-dire de l'ampleur des problèmes de sur- et sous-évaluation internes à la zone à l'aune de fondamentaux tels que les positions extérieures nettes et la productivité relative qui sont les deux déterminants de long terme du taux de change dans l'approche que nous retenons. Un pays aura un niveau de taux de change d'équilibre d'autant plus haut que son excédent extérieur et sa productivité relative sont élevés. Si la dépréciation du dollar permet de réduire le mésalignement des taux de change réels de certains pays, elle l'augmente pour d'autres.

## ■ La dépréciation récente du dollar

Depuis le début de l'année 2017, le dollar ne cesse de se déprécier, enregistrant une perte de plus de 13,5 % à compter du mois de janvier par rapport à la monnaie européenne (graphique 1.a). Le taux de change de l'euro est ainsi passé à l'automne 2017 à 1,20 dollar (soit 1 dollar = 0,8 euro). Ce niveau est encore loin du pic des 1,60 (qui correspondait à 1 dollar = 0,6 euro) d'avril 2008, mais une telle dynamique peut sembler à première vue surprenante et inattendue au regard de l'évolution des fondamentaux économiques.

En effet, après une année 2016 et un premier trimestre 2017 quelque peu décevants, la croissance américaine affiche une certaine vigueur au second trimestre 2017. Cette situation résulte de la combinaison de divers facteurs, comme la croissance de la consommation des ménages, la hausse de l'investissement des entreprises, ou encore une situation favorable sur le marché du travail. Malgré l'absence de tensions inflationnistes, la Réserve fédérale américaine poursuit en outre son mouvement progressif de resserrement de la

politique monétaire, signe d'une confiance dans les perspectives de l'économie. Comment expliquer la dépréciation du dollar dans une telle configuration ?

Il semble que les causes soient plus à chercher aux niveaux politique et géopolitique que du côté des fondamentaux économiques à proprement parler. En effet, les incertitudes soulevées par la politique de Donald Trump ne cessent de s'amplifier, comme l'illustre en particulier son programme fiscal qui cristallise les inquiétudes. En l'absence d'un programme de financement, comment mettre en œuvre la politique de réduction des impôts ou encore le vaste programme d'infrastructures annoncés ? Si la présidence de Barack Obama avait permis de réduire de moitié les déficits jumeaux et, par là même, d'entraîner le dollar à la hausse, la tendance actuelle à la baisse reflète l'incertitude tant sur l'évolution des déficits que sur le devenir de l'économie américaine. Au niveau géopolitique, les tensions entre les États-Unis et la Corée du Nord rajoutent au climat d'incertitude et viennent accentuer cette dynamique baissière.

Au total, si les perspectives de croissance de l'économie américaine auraient pu jouer en faveur d'une appréciation du dollar, tel n'est pas le cas des conditions politiques dont les incertitudes qui en découlent tirent le billet vert à la baisse. Au contraire, couplée aux résultats satisfaisants enregistrés par la croissance européenne, la stabilité politique relative de la zone euro – qui semble résister pour le moment du moins aux tensions en Catalogne de l'automne 2017 et à la mise en œuvre du Brexit – contribue à expliquer la dynamique d'appréciation de l'euro face au dollar, mais aussi vis-à-vis des autres monnaies (voir graphique 1.b) ; les résultats de l'élection présidentielle en France ayant en particulier soulagé les craintes à court terme sur la monnaie unique.

À son niveau actuel, le taux de change de l'euro est plutôt en phase avec les fondamentaux de la zone que nous retenons dans notre approche du taux de change d'équilibre : la position extérieure nette de la zone euro est excédentaire et en hausse, et la productivité relative ne s'est pas dégradée. Cependant, les effets d'un taux de change de 1 euro pour 1,20 dollar ne sont pas identiques pour toutes les économies de la zone. Si pour certains pays ce taux de change peut correspondre à un niveau proche de l'équilibre, pour d'autres il correspondra soit à un euro trop fort (nuisant à leur compétitivité), soit à un euro trop faible (renforçant leur compétitivité). La question de la dépréciation du dollar face à la devise européenne vient ainsi s'ajouter à celle, cruciale, des déséquilibres au sein de la zone euro.

## ■ Quel pouvoir explicatif des fondamentaux ?

La baisse du dollar face à la monnaie européenne ne conduit pas nécessairement à une appréciation d'une ampleur équivalente des taux de change effectifs réels de chaque pays de la zone euro. D'une part, son impact sur la compétitivité-prix de chaque pays dépend en partie de la structure géographique des échanges commerciaux, la dépréciation du dollar pesant avant tout sur les pays membres qui exportent en dehors de la zone euro. D'autre part, les variations de la compétitivité-prix sont, certes, liées aux mouvements du taux de change nominal, mais elles dépendent également de l'évolution des coûts de production et des comportements de marge des entreprises. De façon plus générale, l'appréciation du taux de change effectif réel (TCER) ne conduit pas nécessairement à une surévaluation, si elle va de pair avec une amélioration des fondamentaux. Car dans ce cas en effet, le niveau d'équilibre du taux de change augmente. Il convient donc d'analyser les mouvements de compétitivité-prix au sein de la zone euro – induits en partie par la baisse du dollar – conjointement aux modifications des fondamentaux économiques. Examinons à présent avec précision ces évolutions.

Comme le montre le tableau 1<sup>1</sup>, si la baisse du dollar a bien eu pour conséquence une appréciation des TCER de tous les pays de la zone, celle-ci reste cependant limitée – notamment par rapport à celle observée sur les taux de change effectifs nominaux. La baisse du billet vert s'est inégalement répercutée sur les TCER de l'Union. Ceci s'explique par (i) le poids relativement réduit des échanges commerciaux en dollars dans la plupart des pays membres, à l'exception de Malte et de l'Irlande<sup>2</sup>, et (ii) l'inflation durablement faible en zone euro résultant de la baisse des prix de l'énergie et de la recherche de réduction des coûts salariaux qui a prévalu au sein de l'Union.

Les évolutions principales entre pays membres de la zone euro sont néanmoins venues de celles des fondamentaux. Des pays comme le Luxembourg, Malte et Chypre ont ainsi enregistré, de 2016 à 2017, une forte hausse de leur PIB par tête (relativement à une moyenne

Tableau 1 – Évolution des taux de change effectifs nominaux (TCEN) et réels (TCER) au 20/09/2017, par rapport à l'année 2016 (2016 = 100)

	TCEN	TCER	Poids du dollar (%)		
			Exp.	Imp.	Moy.
Allemagne	103,9	103,1	16,03	10,53	13,60
Autriche	102,4	102,9	6,64	3,90	5,26
Belgique	103,6	103,7	8,49	10,31	9,37
Chypre	104,5	104,9	8,86	5,18	6,01
Espagne	105,0	104,8	7,96	7,29	7,61
Estonie	102,7	101,5	4,24	3,00	3,59
Finlande	103,2	100,8	9,12	4,80	6,90
France	104,6	102,7	10,67	9,12	9,85
Grèce	107,4	106,2	9,19	5,31	6,74
Irlande	106,3	105,6	27,35	17,00	23,49
Italie	104,8	103,4	14,09	7,42	10,97
Lettonie	103,0	103,8	3,41	2,02	2,66
Lituanie	104,0	104,9	6,65	2,84	4,66
Luxembourg	101,9	102,1	5,81	7,51	6,83
Malte	100,6	100,0	22,54	17,39	19,24
Pays-Bas	104,1	104,3	7,50	10,16	8,76
Portugal	106,6	105,8	6,38	2,91	4,48
Slovaquie	102,2	101,0	8,64	4,10	6,40
Slovénie	101,9	102,3	2,06	2,53	2,29
Zone euro	104,4	103,4	11,36	8,42	9,89

Note : les colonnes « Poids du dollar (%) » correspondent aux pondérations commerciales des pays vis-à-vis du bloc dollar (pays utilisant ou en ancrage rigide au dollar US).

Exp. = Exportations ; Imp. = Importations. La pondération moyenne du commerce (Moy.) tient compte de l'importance des exportations et des importations dans le commerce.

Lecture : un TCER de 106,20 en Grèce signifie que le TCER a augmenté de 6,20 % en Grèce par rapport à son niveau moyen en 2016.

Source : base EQCHANGE, CEPII.

pondérée de ceux des partenaires commerciaux) pendant que l'Irlande a renforcé, quant à elle, sa position extérieure nette créditrice. Ces dynamiques, constatées au niveau des fondamentaux, ont fait varier le niveau d'équilibre du taux de change de ces pays. Tel que nous le calculons à partir d'une relation de long terme entre le taux de change effectif réel et les deux fondamentaux évoqués (la position extérieure nette et la productivité relative), le TCER d'équilibre de ces pays s'est apprécié.

## ■ Des évolutions contrastées selon les pays de la zone euro

Si les modifications de compétitivité-prix au sein de la zone ont été relativement modestes, les ajustements qui se sont produits n'en demeurent pas moins préoccupants. D'une part, l'amélioration des fondamentaux, en augmentant le niveau du taux de change d'équilibre, s'est certes traduite par une réduction des surévaluations pour Malte et Chypre, mais à l'inverse par une accentuation des sous-évaluations dans des pays comme l'Irlande ou le Luxembourg, où le taux de change effectif réel était déjà très sous-évalué par rapport à son niveau d'équilibre. D'autre part, les pays périphériques – la Grèce, le Portugal et, dans une moindre mesure, l'Espagne – pâtissent de l'appréciation de l'euro. Cette appréciation a renforcé leurs surévaluations, lesquelles ont été amplifiées par la détérioration relative de leurs fondamentaux

1. Les estimations présentées dans cette *Lettre* s'inscrivent dans le cadre méthodologique de C. Couharde, A. L. Delatte, C. Grekou, V. Mignon et F. Morvillier (2017), « EQCHANGE: A World Database on Actual and Equilibrium Effective Exchange Rates », *CEPII Document de travail* n° 2017-14.

2 La différence d'appréciation (forte en Irlande, faible à Malte) s'explique par le fait qu'outre le poids du dollar la structure du commerce est différente entre les deux pays en termes d'orientation géographique et de spécialisation.

vis-à-vis des pays du centre. La persistance d'un euro fort, en l'absence d'une correction coordonnée des déséquilibres nationaux, pourrait donc très vraisemblablement condamner ces pays à compenser la perte de compétitivité-prix par des politiques nationales d'ajustements internes, visant à faire baisser les prix relatifs.

Si l'on s'intéresse à la seule parité d'équilibre vis-à-vis du dollar, la situation apparaît problématique. En effet, un euro autour de 1,20 dollar serait proche de la parité d'équilibre, telle que nous la calculons, pour la France et la zone dans son ensemble. Seuls trois pays, l'Allemagne, l'Irlande et les Pays-Bas, ont, d'après nos calculs, un niveau de taux de change d'équilibre supérieur à 1,20 et verraient donc leur compétitivité renforcée par le niveau de change actuel vis-à-vis des États-Unis et des pays dont la monnaie est ancrée au dollar (tableau 2). Un grand nombre d'autres pays de la zone euro, notamment l'Autriche, Chypre, la Grèce, l'Italie, Malte, le Portugal et la Slovaquie, pourraient être en revanche fortement pénalisés puisque d'après nos calculs leur niveau d'équilibre est très en dessous de 1,20, ce qui signifie pour eux un niveau actuel du taux de change euro/dollar beaucoup trop fort.

Ces écarts par rapport à un niveau d'équilibre du taux de change euro/dollar ne pèsent toutefois pas de la même manière sur chaque pays de la zone euro. Tout dépend de la composition géographique de leurs échanges. Ainsi, certains pays de l'Union arrivent à absorber en partie la surévaluation de leur monnaie par rapport au dollar, parce que celle-ci est parallèlement sous-évaluée vis-à-vis des monnaies d'autres principaux partenaires commerciaux. C'est le cas notamment de l'Autriche, de Chypre, de Malte et de la Slovaquie. La dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro a, en revanche, semble-t-il, accentué des tendances déjà à l'œuvre dans certains pays, en éloignant en particulier les taux de change effectifs réels de leurs fondamentaux économiques en Grèce, au Portugal et, dans une moindre mesure, en Espagne.

Au total, la poursuite de la dépréciation du dollar, ou ne serait-ce que la stabilisation de l'euro autour de son cours actuel, pourrait ralentir voire inverser le mouvement de correction des mésalignements observé depuis 2014, en particulier dans les pays périphériques.

Tableau 2 – Taux de change nominaux bilatéraux d'équilibre et mésalignements au 20/09/2017

	Taux de change	Mésalignement (%)	
	EUR/USD	EUR/USD	TCER
Allemagne	1,31	-8,57	-3,13
Autriche	0,97	24,36	21,07
Belgique	1,11	8,13	4,63
Chypre	0,92	29,84	15,18
Espagne	1,15	4,54	7,49
Estonie	1,09	9,72	7,66
Finlande	1,10	8,73	9,43
France	1,18	2,12	3,96
Grèce	1,01	18,77	22,63
Irlande	1,40	-14,27	-15,35
Italie	1,00	19,69	22,82
Lettonie	1,13	6,32	6,03
Lituanie	1,08	11,45	8,26
Luxembourg	1,16	3,41	-17,76
Malte	0,49	145,73	73,62
Pays-Bas	1,27	-5,47	-2,66
Portugal	0,91	31,88	36,87
Slovaquie	0,95	25,83	18,43
Slovénie	1,12	7,49	1,89
Zone euro	1,17	2,73	4,26

Note : les mésalignements mesurent les écarts du taux de change actuel au taux de change d'équilibre que nous mesurons. Les mésalignements en termes bilatéraux (colonne EUR/USD) sont calculés par rapport à un niveau du taux de change 1 euro = 1,20 dollar. La colonne TCER donne les valeurs des mésalignements calculés à partir des taux de change exprimés en termes effectifs réels.

Source : base EQCHANGE, CEPII.

Pour corriger leurs mésalignements de change, ces pays pourraient être tentés d'accentuer leurs politiques de désinflation compétitive. La coordination des politiques économiques au sein de la zone euro s'en trouverait encore affaiblie.

Cécile Couharde, Anne-Laure Delatte, Carl Grekou,  
Valérie Mignon & Florian Morvillier  
valerie.mignon@cepii.fr

\* Cécile Couharde est professeur à l'Université Paris Nanterre et chercheur à EconomiX-CNRS, Anne-Laure Delatte est directrice adjointe du CEPII, Carl Grekou est économiste au CEPII, Valérie Mignon est professeur à l'Université Paris Nanterre, directrice d'EconomiX-CNRS et conseiller scientifique au CEPII, Florian Morvillier est en doctorat à l'Université Paris Nanterre au sein d'EconomiX-CNRS.

## La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2017

RÉDACTION :  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00  
www.cepii.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :  
Jézabel Couppey-Soubeyran  
& Sophie Piton

RÉALISATION :  
Laure Boivin

La Lettre du CEPII  
est disponible en version électronique  
à l'adresse :  
<http://www.cepii.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,  
s'inscrire à l'adresse :  
<http://www.cepii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)  
ISSN 2493-3813 (en ligne)  
CCP n° 1462 AD

Octobre 2017  
Imprimé en France par le CGSP  
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du CEPII.  
Les opinions qui y sont exprimées sont  
celles des auteurs.

