

The Banker's View – May 2005

La balance des paiements de la zone euro : des chiffres pas vraiment favorables

Jean-Pierre PATAT

(écrit fin mai 2005)

Abstract

The balance of payments of the euro zone in 2004: a mitigated result

The 2004 Eurozone balance of payments shows significant evolutions in 2004: an increasing surplus of the current account; an increasing deficit of direct investments, and volatile portfolios operations. The resulting yearly variation of the net balance is close to zero, but the intra annual variations are clearly linked to the appreciation of the euro, particularly during the last quarter, with a sharp surge of the net positive portfolio operations and a significant appreciation of the euro vis-à-vis the dollar: 1,36 at the end of 2004, after 1,24 at the end of the third quarter. But the euro has declined during the first quarter of 2005, with a heavy negative balance of direct investments.

Anyway, an euro exchange rate closed to 1,25 (the level at the end of May, prior to the referendums on the EU Constitution) still remains strong. The symmetric strength of the US dollar between 1997 and 2001 was related to a very different, and to be true, more favourable configuration of such structural balances, especially with a huge surplus in direct investments, financing the negative current account. The situation is exactly opposite in the euro area.

Un excédent des transactions courantes de 45,2 milliards d'euros, un déficit des opérations d'investissements directs de 47,9 milliards, un solde des mouvements de portefeuille (achats et ventes nets de titres) en surplus de 68,6 milliards, tels sont les soldes «structurels» de la balance des paiements de la zone euro pour 2004.

L'excédent des transactions courantes, en augmentation de 24,8 milliards d'euros par rapport à l'exercice précédent, traduit en partie l'écart négatif de croissance de la zone par rapport au reste du monde, écart (2,6 points par rapport aux Etats-Unis, 0,8 point par rapport au Japon, pour ne pas parler de celui avec la Chine) qui s'est plutôt stabilisé en 2004. Mais l'origine de l'accroissement du surplus se trouve également dans de moindres sorties de fonds, 29,8 milliards contre 45,8 milliards en 2003, au titre des revenus et paiements nets d'intérêts et de dividendes.

Moindres sorties d'intérêts et de dividendes signifient, toutes choses égales par ailleurs, moins de paiements aux non résidents investissant dans la zone euro. Effectivement, le montant des investissements directs dans la zone ne cesse de se réduire sensiblement depuis 2002 : 69

milliards en 2004 contre 141 milliards et 177 milliards chacune des deux années précédentes ; et leur solde net se dégrade de 52 milliards d'une année sur l'autre.

Ce n'est pas une très bonne nouvelle. Après deux années, 2001 et 2002 où, conséquence des déboires des valeurs technologiques, la croissance américaine s'était effondrée, le site des Etats-Unis retrouve son pouvoir d'attraction (ce qui permet, merci, le financement du déficit des transactions courantes américain, vraiment pas menacé !) et celui de la zone euro en pâtit.

Quant aux mouvements de portefeuille, leur solde s'est amélioré de 25 milliards en 2004. Une amélioration, d'une année sur l'autre, de 24,8 milliards du solde des transactions courantes, une dégradation de 52 milliards de celui des investissements directs, un surplus en augmentation de 25 milliards pour les mouvements de portefeuille, cela donne une variation du solde net, toujours d'une année sur l'autre, presque nulle : 2 milliards, alors que, de 2003 à 2004, la valeur de l'euro sur les marchés est passée en moyenne de 1,13 à 1,24 dollar, et de 1,31 à 1,35 yen. Mais au delà des chiffres globaux de l'année, ce sont les évolutions intra annuelles qui sont révélatrices. Ainsi, sur les trois premiers trimestres de 2004, le solde net des mouvements structurels s'améliore de 11,2 milliards et la valeur de l'euro augmente modérément, passant de 1,20 à 1,24 dollar durant cette période. Au quatrième trimestre, par contre, le solde net s'accroît de 42,6 milliards et la valeur de l'euro bondit de 1,24 à 1,36 dollar.

Dans une précédente note, nous avons estimé que l'euro, dont le cours oscillait alors entre 1,20 et 1,25 n'avait pas un potentiel de hausse durable et significatif au delà de ces niveaux. Nous nous appuyions pour cela sur une projection intuitive des mouvements structurels de la balance des paiements dont le solde net pourrait, à notre sens être, en tendance, proche de l'équilibre, le déficit des investissements directs compensant à peu près l'excédent des transactions courantes. Nous n'avions pas prévu, à cette époque, que le solde des mouvements de portefeuilles connaîtrait en décembre un accroissement aussi inattendu que prononcé (32,6 milliards). Ce flux de capitaux a contribué à propulser le cours de l'euro vers des sommets.

Le net reflux du cours de l'euro au premier trimestre, passant de 1,36 dollar à 1,29 à fin mars, laisse à penser que le solde des mouvements de portefeuille, plus volatil que celui des autres opérations, s'est fortement réduit au premier trimestre. Les chiffres de janvier et février, seuls disponibles à ce jour montrent cette tendance, de même le solde des transactions courantes s'est également fortement contracté, tandis que les investissements directs demeurent, malheureusement, toujours lourdement négatifs : 16 milliards pour les seuls deux premiers mois de l'année, de sorte que le solde net des mouvements structurels a été négatif en ce début d'année. Cela est bien en phase avec le repli de l'euro.

Même s'il redescend aux alentours de 1,25 (à la fin mai, son cours contre dollar est effectivement proche de 1,25), l'euro restera relativement fort. Le dollar l'a été de 1997 à 2001 et ce n'était pas un drame. Mais une monnaie forte avec un déficit des transactions courantes surfinancé par les mouvements de capitaux et en particulier les investissements directs, ce n'est pas la même chose qu'une monnaie forte avec un déficit des investissements directs compensé par un excédent des transactions courantes et des mouvements de portefeuille. Hélas.