

# Le yo-yo euro/dollar, ou comment vivre avec l'instabilité ?

Béatrice Majnoni d'Intignano

Publié par *Le Figaro*, novembre 2003

Sous Wim Duisenberg, l'euro a fait un premier pas brillant en devenant d'emblée la seconde monnaie mondiale, puis un deuxième pas en s'imposant comme monnaie majeure d'emprunt sur les marchés financiers ; un troisième pas, récent mais hésitant, en entrant dans les réserves de change des banques centrales asiatiques. Sa naissance a marginalisé des monnaies autrefois importantes : le sterling, le franc suisse et même le yen, monnaie d'un pays en déflation. Le paysage monétaire, autrefois tripolaire (dollar, mark, yen) est soudain bipolaire : dollar et euro assurant 80% des opérations internationales. Les petites monnaies en faisant moins de 5% chacune. Le change dollar/euro devient central pour les économies internationalisées.

Le dollar reste la monnaie mondiale. L'euro, utilisé par les pays proches de sa zone : Nord et Est de l'Europe ou Afrique du Nord, est encore une monnaie régionale. Mr Duisenberg affirmait n'avoir pas à s'en mêler et laissait les marchés décider de son rôle international.

Lequel du dollar ou de l'euro a vocation à être fort ? Question aussi éternelle que vide de sens. Le fameux « potentiel d'appréciation » s'avère un cauchemar. Quelle ambivalence chez les européens ! Quand l'euro s'apprécie, le monde industriel s'offense de voir fondre sa compétitivité et se profiler la déflation, alors que le monde politique, lui, se sent flatté. Quand il se déprécie, les politiciens s'offusquent, les banquiers craignent l'inflation, la spéculation, la perte de crédibilité, pendant que les exportateurs se frottent les mains en silence. Regardons les chiffres. Le dollar n'a jamais été fort ; il joue eu yo-yo avec les monnaies européennes comme asiatiques depuis des lustres. Les bonnes mémoires se le rappellent à 10,75 puis à 4,75 francs au milieu des années 1980 ; entre 120 et 80 yens dans les années 1990 ; à 1,18 puis 0,85 euros depuis 2001, soit une baisse de 30% ! Est-ce là une monnaie forte ? La force du dollar vient de son acceptation mondiale. Pour le reste, il se montre une monnaie fluctuante ! Et l'euro *vice versa*, valant 1,17 dollar à sa naissance, pour tomber à 0,85 et remonter à sa valeur de naissance depuis mai 2003. Ce yo-yo dure depuis les années 1970. Le dollar et les monnaies européennes fluctuent autour de leur taux de change à parité de pouvoir d'achat (taux conférant un même pouvoir d'achat à chacune). L'euro n'est pas fort aujourd'hui puisqu'il est revenu à cette parité de pouvoir d'achat, autour de 1,2 dollar par euro. Les européens ont connu trois années bénies, où le cours de l'euro était anormalement bas, boostant leurs exportations, leur croissance d'un point environ, et leur emploi. Il leur faudra donc apprendre à vivre et surtout à jouer avec le yo-yo.

Qu'y peuvent les banques centrales ? Pas grand-chose. La FED et la BCE détenant moins de 20% des réserves de change qui permettent d'intervenir sur les marchés, elles dépendent aujourd'hui des banques centrales asiatiques (Chine, Hong-Kong, Japon) qui en détiennent 70%. Surtout, le stock de ces réserves se situe à peu près au double des opérations quotidiennes de change. Bref, les Banques centrales sont impuissantes. Elles peuvent seulement intervenir à la marge, pour inverser la tendance (comme en 1985), réagir à des chocs (comme en 1987 ou en 2001) ou modifier les anticipations. Seul le talent oratoire du secrétaire d'Etat américain, Mr Snow, nous persuade que l'Amérique décide la force du dollar. C'est le marché qui en décide. Le taux de change euro-dollar dépend de nos politiques monétaires respectives, des taux d'intérêt sur nos deux continents et des mouvements de capitaux. A long terme, le dollar est plombé par les doubles déficits de la balance des paiements et du budget de l'Etat fédéral (5% du PIB chacun). L'euro plombé par la gigantesque dette sociale des états européens : retraites et santé. Tout dépendra donc de la croissance potentielle : le continent qui saura attirer les capitaux pour financer ses déficits, en leur offrant une forte rentabilité, aura la monnaie la plus forte et la croissance la plus dynamique. Mais à court terme, dollar et euro continueront à jouer au yo-yo.

Et le Yuan ? Il est sous-évalué d'environ 40%. Grâce à quoi la Chine se hisse au rang de grande puissance économique. D'abord en accumulant un formidable excédent de balance des paiements vis à vis de l'Amérique et de l'Europe, comme l'Allemagne et le Japon autrefois. Ensuite en engrangeant d'énormes réserves de change, pour empêcher le yuan de s'apprécier, réserves qui financent le déficit américain, rendant l'Amérique dépendante de l'Asie. Enfin en attirant les capitaux d'investissement qui stimulent sa croissance. Elle devient ainsi un partenaire majeur des grands à deux titres : commercial et financier. Un jour le yuan s'appréciera, comme le firent le yen et le mark. Mais l'intérêt de la Chine reste aujourd'hui de continuer à restreindre la convertibilité du yuan et les mouvements de capitaux pour préserver sa stabilité financière tant que son système bancaire n'est pas mûr.

En quoi l'instabilité du dollar gêne-t-elle les européens ? Notre commerce avec les Etats-Unis est faible : seulement 9% des exportations et importations françaises. Ce n'est pas là que le bât blesse. Il blesse car nos importations de matières premières et d'énergie, nos exportations de haute technologie (airbus, fusées, TGV) sont facturées et réglées en dollar. Quand le dollar s'apprécie de 30%, notre facture pétrolière en fait autant ; quand il baisse de 30%, les recettes de certaines entreprises en font autant. Douloureux risque de change contre lequel on ne peut se protéger à moyen terme. Le même raisonnement vaut pour les producteurs de pétrole ou de produits agricoles. Seuls les Américains y échappent, s'agissant de leur monnaie nationale.

Le quatrième pas de l'euro consisterait à l'introduire dans le grand pré carré du dollar : les marchés d'énergie, de matières premières ou d'aéronautique. Illusion ? Non. L'Europe est forte de sa position de premier importateur et de premier exportateur mondial : énergie, avions... Les pays producteurs souffrent comme nous de l'hégémonie du dollar et de son instabilité. Pourquoi ne pas éliminer le risque de change en utilisant un panier de dollar et d'euro pour négocier et régler ces échanges ? Mr Trichet, nouveau gouverneur de la BCE, fera-t-il faire ce dernier pas décisif à l'euro ? Le modèle d'intégration de la zone euro suscite autant d'admiration en Asie et en Amérique du Sud que de critiques en Europe. L'Europe est faible de ne pas reconnaître et utiliser sa force. Raison de plus pour faire l'effort de confirmer son succès en hissant l'euro dans les marchés de matières premières et les réserves des banques centrales. Pas par volonté de puissance. Par logique.