

The Banker's View – Mai 2004

Fin d'alerte sur le dollar ?

Jean-Pierre PATAT

(écrit en avril 2004)

Abstract

Exit from danger zone for the dollar ?

The exchange rate of the euro recently dropped from almost 1,30 dollar to 1,18-1,20, close to its January 1999 level. The G7 communiqué of Boca Raton and the feeling that the American economy remains attractive explain this evolution. But it is doubtful the euro will go far below its present level, thanks to some favourable structural factors (diversification of central banks' foreign currency reserves and euroisation of European eastern countries).

Overall, this relative strength of the euro is good for the eurozone economy as it contributes to support private confidence and demand, which are very sensitive to the risks of price increase. A strong euro is also favourable to a greater autonomy of the European financial markets vis-à-vis the American market. Such an evolution can improve the economic background in the zone and will be more attractive for European and international investors.

Après avoir frôlé le cours de 1,30 dollar, l'euro est récemment revenu à des valeurs proches de son cours d'introduction sur les marchés, soit, entre 1,18 et 1,20 .

Deux raisons majeures paraissent à l'origine de cette correction :

- La première est liée au communiqué du G7 de Boca Raton. Ce communiqué a surpris, tant était ancrée dans l'esprit des européens, toujours complexés vis à vis des américains, la conviction que l'administration d'outre atlantique, supposée incomparablement plus maligne que ses homologues du vieux continent, organisait la dépréciation du dollar. Mais les Etats-Unis auraient plus à perdre qu'à gagner à une glissade du dollar qui compromettrait un financement relativement aisé et peu coûteux de leur colossal déficit extérieur, alors même que les taux à long terme se sont déjà nettement tendus. En s'associant à un communiqué qui est loin d'être tiède, les américains ont montré où étaient leurs véritables intérêts.

- Le communiqué est venu opportunément conforter le sentiment que si certains des facteurs qui avaient conduit l'euro à 0,85 dollar à la fin de 2000 avaient disparu ou s'étaient affaiblis,



TAC

Applied Economic & Financial Research



cela ne justifiait pas pour autant une chute du dollar. Certes, jouent en faveur de l'euro la fin de l'énorme vague d'investissements directs européens à l'étranger des années 1998-2001, ainsi que les (faibles) écarts de taux d'intérêt. Mais l'économie américaine reste attractive, même si le conte de fées du « nouveau paradigme » a fait long feu. Ajoutons que si l'on ne se prive pas, en public, de critiquer le déficit extérieur des Etats-Unis et son mode de financement, tout le monde est bien conscient que si ce financement était compromis, il s'en suivrait une déstabilisation des marchés et des économies, allant bien au delà du périmètre américain.

Notre sentiment est toutefois que le repli de l'euro ne devrait pas aller bien au delà des cours actuels. Des facteurs de baisse existent : médiocrité de la conjoncture européenne ; perspectives de remontée des taux américains. Mais il y a aussi des facteurs structurels de soutien : accroissement continu des réserves de change en euro des banques centrales dans le monde ; perspective d'euroisation de facto des Peco. Ajoutons que le cours moyen de l'euro observé depuis vingt ans (environ 1,10 dollar) et les cours d'équilibre calculés par les institutions internationales (entre 1,20 et 1,40 dollar !) montrent que le maintien d'un cours proche du niveau actuel ne serait pas anormal. Certains s'en désolent, en particulier en France où le biais pour la monnaie faible demeure vivace dans les milieux de la pensée et de l'analyse économique, qui avaient fini par considérer comme normaux les cours extravagants observés à la fin de 2000. Il y a bien sûr un risque de moindre compétitivité des industries européennes.

On peut s'interroger sur l'ampleur réelle du phénomène, ainsi que sur les calculs tout à fait étonnants circulant ça et là, selon lesquels une baisse de 10 % du dollar diminue la croissance européenne de un point. Ces calculs pèchent à notre avis par manque de recul (il faut des séries longues pour ce genre de résultats) sur les transformations des productions européennes. Pour nombre d'entre elles, l'effet prix est supplanté par la technologie, le respect des délais, la maintenance.... Manque de recul également sur les conséquences réelles des fluctuations du dollar vis-à-vis d'une monnaie européenne désormais et depuis peu unique, fluctuations qui n'ont plus les effets « collatéraux » du passé pour les différentes devises européennes.

En regard de ces risques, un avantage, déterminant à notre sens, tient au soutien de la confiance et de la consommation des ménages. On se rend compte à quel point ils sont sensibles aux risques de hausses des prix. Signalons par exemple que sans le raffermissement de l'euro, nous aurions subi en 2003 une hausse de près de 20% du prix des matières premières importées. En d'autres termes, il nous paraît plus important de préserver un élément de la demande représentant plus de 60% de la valeur ajoutée que de rechercher une stimulation artificielle et aléatoire d'exportations représentant moins de 10% de cette valeur ajoutée. Sans compter l'incidence favorable sur les taux à long terme d'un cours de change ferme.

Un autre avantage, considérable, est de permettre l'émergence de ce qu'on pourrait appeler une « identité financière et monétaire européenne », c'est à dire une situation où nos marchés d'actions comme d'obligations réagiraient d'abord en fonction de ce qui se passe en Europe et non de ce qui se passe à Wall Street. On le sait, on en est encore loin ; mais l'euro faible de 1999 à 2001 a contribué au maintien de cette dépendance fâcheuse qui pourrait s'atténuer si le rôle international de l'euro s'affermirait. Tout le monde y gagnerait, l'économie de la zone euro et les investisseurs, européens et internationaux.