

Le dollar va rester durablement sous pression

Stabilisation générale, mais les changes jouent sur les équilibres de compétitivité

Le premier trimestre 2018 se termine sur une stabilisation des marchés d'actions. Le choc de février encaissé, les grands indices américains ou l'Eurostoxx 50 affichent des variations inférieures à 1% sur un mois. Les marchés obligataires ont aussi enregistré un reflux. Les rendements des emprunts à 10 ans français ou allemand ont retrouvé les niveaux qui étaient les leurs début février alors que l'équivalent américain se négocie depuis la mi-février dans une fourchette 2,83% - 2,93%. Les écarts de taux au sein de la zone euro se sont aussi normalisés.

Le change est sur la même note : la monnaie américaine tourne autour d'une parité de 1,23 dollar pour un euro depuis deux mois. Il n'y a pas de rupture de tendance avec une appréciation de l'euro de 2,5% depuis le début de l'année et de 14,5% depuis la même période en 2017. Ces écarts sont cependant importants pour le marché des devises, singulièrement entre deux économies aussi puissantes. Ils remettent cependant en cause des équilibres de compétitivité, donc de commerce et de développement conjoncturel.

Pas de convergence des politiques monétaires, au contraire

Le change n'est pas pris en compte dans les politiques monétaires des banques centrales... du moins officiellement. Evidemment, la focalisation de la Réserve Fédérale sur l'activité et l'emploi et celle de la Banque Centrale Européenne sur la stabilité des prix ne peuvent être définies sans le souci de l'évolution de la devise. Sur ce plan, la Banque du Japon et la Banque Populaire de Chine – qui ne revendiquent pas un statut d'indépendance – sont moins hypocrites.

La stabilité des taux de change est un objectif souvent affirmé par les hommes politiques dans les grandes réunions internationales. Une des conditions pour l'assurer au minimum serait une convergence des politiques monétaires. On est très loin d'y être aujourd'hui. Alors que la croissance mondiale est convergente et bien partagée et que l'inflation est faible, les stratégies ne sont pas coordonnées et, si on compare la Fed américaine et la BCE, elles sont pratiquement opposées. Du côté américain, les argentiers cherchent à se donner des marges de manœuvre pour agir et profitent pour cela de la croissance et du plein emploi. Du côté européen, la Banque Centrale semble attendre de constater de l'inflation pour infléchir une politique très accommodante.

L'engagement américain à plus d'orthodoxie financière, qui n'est pas suivi au Japon ou en Europe malgré des taux de croissance nettement supérieurs au potentiel, pourrait être de nature à pousser le dollar à la hausse. Ce n'est pas ce que les marchés financiers répercutent, au contraire.

Les déficits jumeaux américains goment l'attrait des taux en dollar et la fuite vers la qualité pousse l'euro et le yen

On attribue la prudence de la BCE ou de la Banque du Japon au souci d'éviter des décisions brutales pouvant déstabiliser les marchés dans leur ensemble à partir d'une sur-réaction sur les taux longs. Ce qui rappellerait le krach obligataire de 1994.

Mais les instituts d'émission prennent aussi en compte les endettements et le support à l'économie qui est apporté par des taux maintenus faibles ou même négatifs. Les spécialistes d'Amundi notent ainsi par exemple que près de 25 % des obligations en euro font apparaître un taux négatif et que seulement 19 % ont un rendement supérieur à 2%.

La divergence des politiques suivies par les grandes banques centrales ne semble pas près de s'effacer, et les premiers pas de Jerome Powell à la tête de la Réserve Fédérale le confirment. La conséquence n'est pas un report des opérateurs vers le dollar dont la rémunération progresse. La fuite vers la qualité a changé de direction et l'euro et le yen sont finalement des recours face à une fragilité du dollar due à des facteurs fondamentaux : la politique monétaire ne peut effacer l'accumulation de dette et l'aggravation des déficits jumeaux.

Le déficit de la balance courante va s'approcher cette année de 3% du produit intérieur brut. Dans les cinquante dernières années, ce niveau n'avait été atteint qu'en 1986-1987 et en 2006. Le programme de l'administration Trump annonce, malgré les contrepouvoirs du Congrès, un déficit public de plus de 4% du PIB cette année et de plus de 5% en 2019. Des niveaux qui ont été atteints eu début des années 1980, de celui des années 1990, et pour la dernière fois en 2009, au plus fort du traitement de la crise des *subprime*.

Les déficits jumeaux goment en quelque sorte l'attrait des taux nominaux pour la comparaison entre euro ou yen et dollar.

La force du cycle pousse les États-Unis à pousser leur avantage sans craindre une inflexion trop grave de la croissance mondiale

On ne peut pas séparer la question du dollar de celle de la guerre commerciale qui fait aujourd'hui partie de la communication de la présidence américaine. On en revient aux équilibres de compétitivité qui dépendent aussi de la fiscalité directe, de la fiscalité indirecte et des régimes sociaux.

De la guerre commerciale à la guerre des changes il n'y a qu'un pas et les intérêts américains vont encore pousser à la baisse de la devise. Les effets commerciaux ne sont pas à sens unique et les devises émergentes liées au dollar bénéficient pour une part du regain de compétitivité. On observe ainsi une certaine neutralité de la Banque Populaire de Chine sur le sujet. Mais, globalement, le dispositif complet de protectionnisme dont le change n'est qu'un élément est plutôt de nature à limiter la croissance mondiale.

Cette croissance mondiale de 3,9% cette année porte des économies comme celle de la zone euro ou du Japon bien au-delà de la croissance potentielle. On comprend que les besoins de stabilisation des facteurs de concurrence ne sont donc pas un souci général. Ils ne vont pas inciter en tout cas les États-Unis à ne pas pousser leur avantage. Les pressions du dollar à la baisse vont se poursuivre.