

## 1,20 ! (dollar pour un euro)

Il y a bien eu un événement financier en août. Si les Bourses ont échappé aux chocs qu'elles encaissent souvent à cette période de l'année, si les taux obligataires sont restés dans leurs (bas) niveaux, si le baril de brut a peu varié, l'euro s'est envolé. Sur trois mois, la monnaie unique a pris 5,2 % face au franc suisse, 9,4 % contre le dollar et plus de 10 % vis à vis de la livre sterling. L'ampleur des variations (l'euro s'est apprécié de plus de 7 % en yen ou en renminbi) change la donne des échanges commerciaux et financiers, donc, d'une façon générale pour les économies. Il est aussi la conséquence de l'évolution des dernières années.

### Retour dans la zone des années 2005 – 2015 ... dans un contexte totalement différent

Le focus des variations se porte forcément sur la parité dollar. Le poids respectif des économies n'est pas le seul en cause car, malgré les ambitions de l'euro ou de la monnaie chinoise, le dollar est la première des références pour les échanges et est plus ou moins directement la monnaie de bon nombre de pays émergents. Le seuil passé cette semaine est celui de 1,20 dollar pour 1 euro. Un chiffre rond, un seuil technique qui tient depuis 2012, mais pas un niveau inédit.

Durant 10 ans, de 2005 à 2015, la parité euro/dollar a tourné dans cette zone et même un moment sensiblement au-dessus, approchant 1,60 en 2010. Ce dollar faible et cet euro fort correspondait à une conjoncture bien différente de celle d'aujourd'hui. Stabilisation financière après la bulle des technos, ouverture du commerce à la Chine et croissance débridée s'étendant aux pays émergents en général, envolée des cours des matières premières, laxisme financier et monétaire américain amenant à la crise des subprimes, puis traitement de cette crise... Face à cela, la BCE avait maintenu un cap de monnaie forte, s'attachant au dogme allemand de lutte contre une inflation pourtant inexistante hors effets matières premières.

On est loin d'être aujourd'hui dans une configuration comparable. L'écart de croissance Europe-États-Unis avait justifié pendant deux ans et demi (en 2014 et 2015) un rebond du dollar et, il y a six mois encore, les scénarios anticipaient un retour à la parité de 1 dollar pour 1 euro, connue la dernière fois en 2004.

Ce « 1 pour 1 » ne situerait pas le rapport dans une proportion hors norme sur des bases historiques. Avant 1999, il convient de recalculer sur la base des paniers de monnaies et le souvenir ressenti s'applique au deutsche mark ou au franc. On se souvient que le dollar est un moment passé au-dessous de 4 francs dans les années 1980. Recalculés en euros, les extrêmes de cette décennie 1980 sont très éloignés : 0,70-1,58. On n'est pas loin du milieu aujourd'hui.

## Européens et américains poussent l'euro à la hausse

Il n'y a pas de vraie leçon historique à tirer de ces écarts de change sur le plan économique. Les monnaies évoluent en constatant les écarts conjoncturels, en les anticipant parfois, mais sont aussi sous le pilotage des banques centrales. Il n'y a pas de marché moins naturel que celui des changes.

On connaît la formule des secrétaires d'État au Trésor depuis l'administration Nixon (et la fin de la convertibilité en or) : « Le dollar est notre monnaie, mas c'est votre problème ». La présidence Trump est atypique sur bien des points, mais le billet vert reste une arme, à la disposition des intérêts américains tout autant que la puissance militaire.

Un euro à 1,20 dollar ou plus est nettement plus favorable au tissu industriel et commercial des États-Unis que ne le serait un euro à un dollar. La Réserve Fédérale joue ainsi bien le rôle – qu'elle s'est donnée – de soutenir l'économie puisque la stabilité monétaire n'est vraiment pas en danger au vu des pressions désinflationnistes de la mondialisation.

On attendait la semaine dernière des précisions de sa présidente Janet Yellen sur son programme de reprises de liquidités (réduction de la taille du bilan). Le moins qu'on puisse dire est qu'elle a été prudente. Évitant même d'évoquer vraiment le sujet lors du symposium de Jackson Hole, elle laisse entrevoir une politique monétaire très durablement accommodante. Les marchés financiers apprécient et comparent avec l'anticipation de plus de rigueur en zone euro. La prééminence de la philosophie allemande dans la BCE incite à anticiper des taux d'intérêts à court terme plus élevés dans les semestres qui viennent. Et pousse donc l'euro à la hausse.

## Le change corrige les écarts de croissance et pèse sur les Bourses européennes

Les données des instituts d'émission ne sont pas seules en cause dans cette hausse de l'euro. Le change contrebalance les cycles et la meilleure tenue relative de la croissance en Europe se corrige sur les parités au profit des États-Unis et de zones émergentes pour un rythme plus synchrone. Les dynamiques ne se croisent pas, mais l'euro cumule la volonté allemande de surévaluation et celle, américaine, qui veut peser sur le dollar. C'est suffisant pour ne pas tabler sur un vrai retournement de tendance.

La question des dettes souveraines joue dans le même sens un peu paradoxalement. Les pays très endettés comme les États-Unis et le Japon n'ont intérêt ni à une monnaie forte ni à des taux élevés : ils ont tout à gagner à rembourser au moins cher sur des bases internationales et à se refinancer sans hausse de la charge financière. On sait qu'à l'inverse dans la zone euro, les pays endettés – en premier lieu l'Italie et la France – ne peuvent compter de la part de l'Allemagne sur une politique qui sorte de la gestion des égoïsmes. La meilleure rémunération sera en euro face au dollar, malgré une dérive des prix quasi-nulle dans les deux cas.

La faiblesse du dollar, plus facteur de stabilisation que d'anticipation n'est pas une bonne nouvelle pour les actions, en particulier européennes. Même si cela n'a pas toujours été le cas, c'est la leçon des périodes précédentes comparables. Le potentiel de valorisation des Bourses est limité face à celui des émergents ou même des américains.

Reste qu'au-delà de la tendance qui semble affirmée, le marché des changes prend plus que régulièrement les anticipations à contrepied. Alors, le pire (une nouvelle phase de hausse de l'euro) n'est pas sûr.