Dollar contre Euro

DR

Jean-Marie Albertini.

Quand l'un monte, l'autre descend. Quelles sont les conditions du « match » dollar contre euro ? Comment expliquer les variations de leur taux de change ? Et quelles sont les conséquences de ces changes flottants qui échappent au contrôle des pouvoirs politiques ? Les questions de monnaie, de taux de change apparaissent complexes à beaucoup. Nous avons donc demandé à notre collègue Jean-Marie Albertini de nous éclairer. Explications.

Depuis vingt-cinq ans, nous assistons à une instabilité journalière des taux de change et à d'amples variations s'étalant sur plusieurs années. Elles provoquent des mouvements sans précédent des capitaux. Exportateurs et importateurs doivent faire face à des variations de prix qui rendent difficile la gestion de leur entreprise.

Les échanges internationaux exigent une monnaie en quantité suffisante pour les régler, une monnaie reconnue par tous. Or, l'absence d'un pouvoir politique mondial empêche l'existence d'une monnaie mondiale. Au cours des âges, divers substituts à une monnaie mondiale ont existé. L'or en fut un, aujourd'hui le dollar en est un autre ; et c'est pour l'empêcher de couler que, depuis les années 1970, les taux de change « flottent ».

Une monnaie internationale

Dès le XIXe siècle, la livre sterling se substitue à l'or dont la production était aléatoire et le transport difficile. En 1914, 85 % des échanges mondiaux sont réglés en sterling. Depuis 1945, leur grande majorité est réglée en dollars.

Cet usage de la monnaie du pays dominant n'est pas étonnant. Lorsqu'une monnaie sert de monnaie internationale, son pays d'origine doit être obligatoirement en déficit. S'il est en excédent, sa monnaie rentre chez lui et les autres pays ne peuvent plus s'en servir. C'était le cas de la Grande-Bretagne avant 1914, ce sera le cas des États-Unis après 1945. Une monnaie nationale palliant l'absence de monnaie mondiale a donc besoin d'une économie aux échanges importants et déficitaires mais aussi d'un pouvoir politique capable de l'imposer. La flotte de sa Très Gracieuse Majesté britannique ou le « parapluie atomique » américain sont essentiels au rôle de la livre jusqu'en 1914 et du dollar depuis 1945. Entre les deux guerres mondiales, lorsque l'ancienne puissance dominante décline et que la nouvelle puissance dominante n'est pas encore reconnue, la concurrence entre les deux monnaies sera à l'origine de la gravité de la crise de 1929, de l'effondrement du système monétaire international et du commerce mondial.

En 1944, les accords de Bretton Woods tentent de reconstruire le système monétaire autour de l'étalon or. Les soldes des échanges de marchandises ou de capitaux devaient être réglés en or. Un fonds, le Fonds monétaire international (FMI), reçoit une partie des réserves mondiales d'or et de devises. Il peut les prêter, sous certaines conditions, aux pays en difficulté. Il assure aussi une sorte de police monétaire : les taux de change ne peuvent être modifiés qu'avec son autorisation.

À peine l'accord signé, le gouvernement américain le viole. Il accorde au reste du monde des prêts en dollars et non en or. En 1947, avec le plan Marshall, l'injection de dollars dans le reste du monde s'accélère et permet la reprise des échanges internationaux. Le reste du monde accepte facilement ces dollars. Depuis la dévaluation du dollar de 1934, le gouvernement américain garantissait un prix de 35 dollars à l'once d'or.

Comment le roi dollar devint-il inconvertible ?

La situation de la livre sterling d'avant 1914 était bien différente de celle du dollar d'après 1945. Ce n'était pas la Banque d'Angleterre mais les banquiers de la Cité de Londres qui injectaient des livres

dans le circuit international. Ils le faisaient en fonction des demandes de crédits en provenance du monde entier et veillaient à ne pas se mettre en difficulté en créant trop de sterling scripturaux. La confiance dans la livre sterling était si forte que les détenteurs de livres ne demandaient pas de l'or, ils les laissaient en dépôt dans les banques de la Cité. Les paiements internationaux se faisaient pour la plupart par des transferts de livres sterling d'un compte à un autre. À partir de 1945, les autorités politiques et monétaires américaines sont directement engagées. Après le plan Marshall et les divers programmes d'aide aux pays alliés, les dépenses militaires pour entretenir des bases militaires à l'extérieur des États-Unis, celles des guerres de Corée et du Viêt-Nam, les investissements des grandes firmes américaines approvisionnent le monde en dollars. Les États-Unis payent ces dépenses en dollars dont ils continuent à garantir leur valeur en or de 1934.

Du fait de l'inflation américaine, l'or perd chaque jour de son pouvoir d'achat. Les détenteurs de dollars à l'extérieur des États-Unis craignent que tôt ou tard il faille le réévaluer. Ils réclament de l'or au Bureau fédéral de réserve. Dès la première moitié des années 1960, les États-Unis ont perdu la moitié de leur stock d'or et sont dans l'incapacité de rembourser la totalité des dollars possédés par les autres pays. Après plusieurs tentatives infructueuses d'arrêt de la spéculation, le 15 août 1971, à la stupéfaction de tous, Richard Nixon annonce l'inconvertibilité du dollar. Contre un dollar, la Réserve fédérale ne donne plus désormais qu'un autre dollar. Le 18 décembre, les principaux partenaires occidentaux acceptent le cours forcé du dollar. Les pays européens et le Japon tentent de maintenir la fixité de leur taux de change mais n'y parviennent pas. Depuis le 12 février 1973, le cours de toutes les monnaies est fixé par l'offre et la demande sur le marché des changes. La France n'acceptera ce dictat qu'en 1976.

Changes flottants et création infinie de dollars

Les partisans des taux de change flottants prétendaient qu'ils aboutiraient à des oscillations de faible ampleur de la valeur dollar vis-à-vis de chaque monnaie et de celles des autres monnaies entre elles. La réalité a été tout autre.

Les taux de change flottants exigent plus de liquidités internationales que les taux de change fixes. Ce ne sont plus les seules

> *« En France, les variations des taux de change ont sur les exportations hors de la zone euro plus d'influence que celles des coûts salariaux. »*

autorités monétaires qui interviennent massivement sur le marché des changes mais tous les acteurs des échanges internationaux. Ils doivent se livrer en permanence à des arbitrages qui leur évitent de perdre dans les variations de taux de change plus que ce qu'ils ne peuvent gagner par leur activité principale. On craignait la pénurie de dollars, ce fut une inondation.

Dans un premier temps, pour compenser la baisse du dollar, les pays de l'OPEP obtiennent une hausse substantielle du baril de pétrole. Un pactole qu'ils ne peuvent pas immédiatement dépenser. Ils le placent à court terme à Londres sur le marché de « l'eurodollar », où ceux qui ont des dollars inutilisés les prêtent à ceux qui en manquent.

Joseph Staline est, en quelque sorte, l'inventeur de l'eurodollar. Quand éclate la guerre de Corée, il redoute le blocage des avoirs soviétiques aux États-Unis. Il les transfère aux banques de la Cité de Londres tout en leur demandant de ne pas les convertir en livres sterling, qu'il juge peu solides. L'opération est réalisée par la Banque française des pays du Nord. De son nom de fax, l'Eurobank, dérive le terme d'eurodollar.

Le marché de l'eurodollar joue le rôle d'un marché monétaire international. Sachant qu'elles peuvent dorénavant retrouver à tout moment des dollars, des banques de nombreux pays accordent des crédits en dollars et non dans la monnaie du pays où elles sont implantées. Elles créent des dollars scripturaux. C'est une différence essentielle par rapport à la situation de la livre sterling d'avant 1914. Après 1974, le gouvernement américain participe à cette dérive en autorisant les filiales des banques américaines à accorder des prêts en dollars. Ce sont en quelque sorte de « faux » dollars puisqu'ils ne sont pas émis sous le contrôle de la Réserve fédérale américaine. Mais comment distinguer, sur le compte d'une banque, un « faux » dollar scriptural d'un vrai ? Le système bancaire mondial a ainsi créé, hors des États-Unis, plus de dollars qu'il n'y en a jamais eus aux États-Unis.

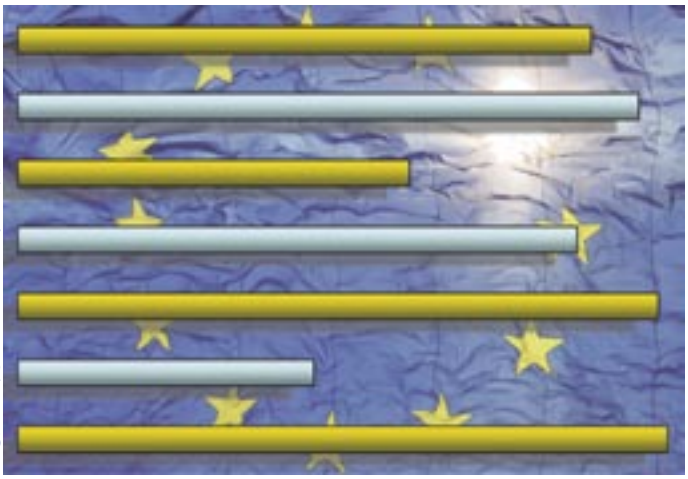
Dès 1981, alors que le déficit cumulé des États-Unis atteint 500 milliards de dollars, les dollars possédés par le reste du monde s'élèvent à 1 500 milliards. Après, on ne sait plus très bien. Ce qui est certain, c'est qu'aujourd'hui les opérations quotidiennes sur les marchés des changes représentent quelque 2 000 milliards de dollars, plusieurs centaines de trillons par an.

Un temps de tempêtes monétaires

Jusqu'en 1980, l'explosion de la création de dollar aboutit à une chute du dollar, notamment par rapport au mark et au yen. Le gouvernement américain accompagne la multiplication des dollars : si le marché de l'eurodollar manque de liquidité, il en crée au travers de son marché monétaire. Puis le mouvement s'inverse. En arrivant au pouvoir, le président Reagan veut mettre fin à l'inflation. Il sabre les dépenses sociales, diminue les impôts, met en œuvre une politique monétaire restrictive et relance la course aux armements. Il obtient une hausse des taux d'intérêt, une dépression et des déficits budgétaires et commerciaux sans précédent. Les États-Unis empruntent massivement les dollars créés dans le reste du monde. Pour équilibrer son budget, le gouvernement américain fonctionne alors

Cours de l'euro en dollar

(source : Le Journal du management)



Pour 1995 et 1986, reconstitution de Didier Schlacthe ; estimation de l'auteur pour 1980.

comme une énorme pompe aspirante. La valeur du dollar bondit. Elle chute brutalement en 1986 lorsque la politique monétaire américaine devient moins restrictive.

Parallèlement, la politique de déréglementation gagne tous les systèmes bancaires. Les innovations financières se multiplient. Trocs de monnaie (les *swaps*), marchés d'indice, de taux d'intérêt, pétrole-papier font exploser la spéculation. Elle permet notamment de se parer contre les variations des taux de change et leurs conséquences. La monnaie devient un bien comme les autres, elle sort de son rôle d'intermédiaire dans les échanges et les autorités politiques perdent progressivement le moyen d'agir sur sa création. En 1965, les réserves des banques centrales étaient trois fois supérieures aux avoirs en liquidités internationales des « particuliers ». Elles leur deviennent dix fois inférieures.

Profitant des paradis fiscaux et d'Internet, l'argent sale se blanchit en tournant d'une place à l'autre. Très peu de spéculateurs sont cependant d'affreux personnages. La plupart le sont par nécessité. Des entreprises qui ont des activités dans de multiples pays tentent de défendre leurs avoirs en devises. Une perte de change peut coûter cher sur les emplois. Même les banques centrales sont amenées à spéculer pour éviter la dégradation de leur réserve de change.

Au total, on assiste à une formidable expansion des opérations de change et des mouvements de capitaux. Ainsi, en France, les exportations de biens et de services étaient, en 2004, de 427 milliards d'euros et les importations de 423,5 milliards ; les mouvements d'entrée et de sortie de capitaux à des fins de placements financiers (les investissements en portefeuille) étaient, eux, d'environ 6 500 milliards d'euros dans chaque sens, plus de 3,9 fois le PIB français.

À la recherche d'une parade

La « construction européenne » avait refait de l'Europe un des principaux pôles du commerce mondial. Le flottement des monnaies risquait d'annuler tous les efforts pour parvenir à une Europe unie. Il ne sert à rien de supprimer les barrières douanières et d'harmoniser les réglementations si la dépréciation d'une monnaie d'un pays membre rend artificiellement ses produits plus compétitifs.

Dès 1973, la construction européenne est en danger de mort. Ses responsables tentent de mettre en place des mécanismes pour pallier le flottement des monnaies mais n'y parviennent pas jusqu'à la création du Système monétaire européen (SME), en 1979. Chaque pays membre du SME est obligé de défendre sa monnaie et les autres de l'aider en l'achetant. Les variations des monnaies sont calculées par rapport à une monnaie de référence, l'ECU *(European Currency Unit)*. Sa valeur est la moyenne de celle des monnaies européennes par rapport au dollar. Le système fonctionne bien jusqu'au moment où, à partir de 1990, l'Allemagne, occupée à se réunifier, connaît des tensions inflationnistes et ne peut efficacement participer au soutien des monnaies du SME. La spéculation a la voie libre. En 1992 et 1993, des monnaies européennes sont dévaluées et la livre sterling sort du SME. En juillet 1993, pour éviter de nouvelles attaques, on passe de marges de fluctuation des monnaies européennes par rapport à l'ECU de + ou - 3 % à + ou - 15 %. Un spéculateur a plus de mal à prévoir l'évolution des taux de change. On le décourage mais, en même temps, on laisse chaque pays fausser plus librement le jeu de la concurrence.

En 1993, le traité de Maastricht propose une solution radicale : la création d'une monnaie unique. L'euro se substitue à l'ECU et, dès le 1er janvier 1999, le taux de change entre les monnaies ayant adopté l'euro devient fixe et définitif. Un euro vaut ainsi définitivement 6,55957 francs (le cours de l'ECU au 31 décembre 1998). Parallèlement, les banques centrales des pays de la zone euro ne sont plus que des filiales de la Banque centrale européenne (BCE). Le taux de change entre les monnaies de la zone euro redevient fixe et un pacte de stabilité évite les spéculations intempestives entre elles et les autres monnaies de l'Union européenne. En revanche, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, et de l'ensemble des autres monnaies, continue à flotter.

Les conditions du match dollar contre euro

Pour l'instant, que sa valeur monte ou descende, le dollar continue à imposer sa loi et l'euro a peu de moyens pour le contrer.

Soixante pour cent des transactions commerciales sont facturées en dollars. Le pétrole et la plupart des matières premières s'échangent dans cette devise. En Asie, on ne négocie pas en yens mais en dollars. Tout comme en Amérique latine, la plupart des pays de cette zone sont arrimés au dollar. Seulement 15 % des échanges commerciaux se font en euros, et ce pourcentage est dû principalement aux échanges intra-communautaires. 64 % des réserves des banques centrales sont constituées de dollars contre seulement 20 % en euros. Payant en dollars, les États-Unis peuvent se passer de posséder d'importantes réserves. Seule évolution notable : la Chine, en réévaluant le yuan en juillet 2005, a décidé qu'elle le définirait non plus par rapport au dollar mais par rapport à un panier de monnaie qui reste à définir *(voir encadré page suivante).*

> *« Pour l'instant, que sa valeur monte ou descende, le dollar continue à imposer sa loi et l'euro a peu de moyens pour le contrer. »*

Des réserves de change… très asiatiques

En juillet 2005, les réserves de change se répartissaient ainsi (en Mdrs $) : 42,1 aux États-Unis ; 53,63 en Suisse ; 130,1 en Inde ; 176, 8 pour la zone euro ; elles s'élevaient à 253, 6 à Taiwan, 659 en Chine et 863 au Japon (source : Le Journal du management*).*
Les énormes réserves asiatiques proviennent à la fois de leurs excédents commerciaux et de l'achat systématique de dollars pour éviter de voir leur monnaie se réévaluer par rapport au dollar. En 1973, au moment de la hausse du prix du pétrole, la Chine avait choisi de réévaluer le yuan : il ne fallait plus que 1,5 yuans pour un $, contre 2,43 précédemment. En 1993, pour renforcer sa compétitivité, elle le dévalue violemment : il faut 5,8 yuans pour obtenir un $. En 1994, elle laisse flotter sa monnaie de manière très contrôlée et réussit à maintenir le yuan autour de 8,28 yuans pour un dollar. En juillet 2005, elle accepte une faible réévaluation en passant au cours pivot de 8,11 yuans pour un dollar, ce qui laisse sa monnaie encore très sous-évaluée. Les États-Unis, pour leur part, auraient souhaité une réévaluation de 15 à 20 %.

Depuis 1999, l'euro a supprimé les dévaluations compétitives entre les monnaies européennes. Il a ainsi probablement évité aux pays membres de la zone euro quelques millions de chômeurs supplémentaires. Sans l'euro, la situation aurait été pire que celle qu'une partie de la zone euro connaît. C'est une consolation, même si cela ne permet pas à l'Europe de faire véritablement front au flottement du dollar.

Même une « bonne politique » n'est pas garante d'un résultat adéquat dans les taux de change. La principale cause des variations des taux de change aujourd'hui ? Les mouvements de capitaux. Trois différentiels en seraient à l'origine : ceux des taux d'inflation, des taux d'intérêts et des taux de croissance. Malheureusement, l'évolution des taux de change durant les vingt-cinq dernières années ne permet pas d'établir des relations stables entre ces « fondamentaux » et le taux de change. Dans l'état d'instabilité dans laquelle se trouvent l'énorme masse de capitaux susceptibles d'être déplacés, c'est moins les fondamentaux économiques que les réactions des détenteurs de ces capitaux aux informations vraies ou fausses qui font varier de manière significative les taux de change.

Il n'est d'ailleurs pas évident de déterminer quel est le taux de change le plus économiquement intéressant. Les Américains, par suite de leur domination, s'en moquent éperdument : ils soldent leurs déficits avec leur propre monnaie et empruntent sans vergogne les dollars créés à l'étranger. Ils ne prennent au sérieux une variation des taux de change que si elle risque de leur causer des dégâts économiques importants. De son côté, la Chine, avec ses énormes réserves et le poids du pouvoir politique dans son économie, a la capacité de maintenir une sous-évaluation de sa monnaie en achetant massivement des dollars et des obligations du Trésor américain par des émissions de yuans.

BCE et pouvoir politique

Dans la zone euro, la situation est tout autre. La Banque centrale européenne n'a pas la responsabilité constitutionnelle du taux de change. En matière de change, on ne sait pas très bien qui doit décider. La fonction essentielle de la BCE est de garantir aux consommateurs européens le pouvoir d'achat de l'euro, d'éviter une reprise de l'inflation. Elle n'a d'ailleurs pas le droit de créer des euros pour financer des dépenses. La plupart des Européens, prisonniers du mythe de la monnaie forte, acceptent cette situation. Certains experts pensent que, dans les conditions actuelles, la valeur de l'euro pourrait ainsi monter au-delà de 1,35 dollars. Cela continuerait à gommer une partie de la hausse du pétrole et des autres matières premières mais pourrait causer des dégâts irrémédiables à un bon nombre d'activités et à l'emploi. Notons au passage qu'en France les variations des taux de change ont sur les exportations hors de la zone euro plus d'influence que celles des coûts salariaux. Pour obliger la BCE à se sentir responsable des changes, et d'y intervenir en achetant massivement des dollars ou en en vendant, il faudrait renforcer le poids des autorités politiques dans le fonctionnement de la zone. Agir sur le taux de change est une décision politique de première grandeur prise par un pouvoir politique crédible. La BCE est pour l'instant plus crédible que le pouvoir politique et la logique de banquiers centraux prime sur la logique économique.

On peut, bien entendu, envisager une réforme du système monétaire international ; des formules, il en existe tel un véritable défilé de haute couture. On peut prendre des mesures pour limiter les méfaits de la spéculation ; là aussi les projets abondent. Toutes ces propositions nécessiteraient un accord politique général et un soutien des États-Unis. Les deux sont pour l'instant plus qu'hypothétiques. La solution la plus à la portée des Européens demeure l'Europe. Mais les mésaventures récentes du Traité constitutionnel européen montrent qu'elle n'est pas facile à mettre en œuvre. ●

Jean-Marie Albertini

Jean-Marie Albertini est directeur de recherche émérite au CNRS. Pionnier de la recherche en pédagogie de l'économie, il est l'auteur d'une trentaine d'ouvrages.

Pour en savoir plus

Sur la monnaie, notre collègue Jean-Marie Albertini a notamment publié :

- *Des sous et des hommes* (Seuil, 1985, 1995) ;
- *La Monnaie et les Banques* (en collaboration avec Jacques Adenot, Seuil/éditions de l'Atelier, 1975, 1983) ;
- *Le Monde des sous* (éditions Circonflexe, 1999) ;
- *L'Argent de la France* (Milan, 2000) ;
- *Histoire de la monnaie* (en collaboration, Sélection du Reader's Digest, 2001).