

## CHRONIQUE FINANCE

# La parité euro/dollar se joue... en Asie

L'analyse de la structure des flux financiers montre qu'Américains et Européens ont finalement peu d'influence sur leurs devises.

**A**u grand soulagement des exportateurs européens, le spectaculaire mouvement de hausse de l'euro – 50% de hausse cumulée sur 2002 et 2003 – s'est essoufflé au début de 2004. A 1,21 dollar quand ces lignes sont écrites, l'euro recule même de 7%, relativement à son pic de février. Mais beaucoup redoutent que ce répit ne soit très bref et que le déficit extérieur américain (plus de 500 milliards de dollars) n'affaiblisse à nouveau le dollar d'ici à la fin de l'année.

La reprise économique européenne serait alors menacée.

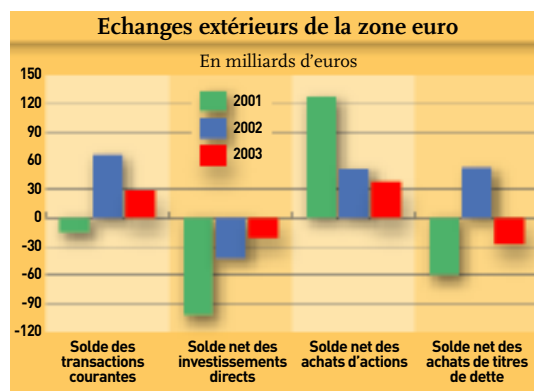
Pour apprécier la réalité de ce risque, il faut tenir compte de la structure particulière du déficit extérieur américain qui résulte surtout des échanges avec les pays asiatiques. Or ces pays ne veulent pas laisser leurs monnaies s'apprécier de façon trop marquée. Leurs banques centrales, en achetant notamment des bons du Trésor américains pour des quantités records, se substituent au secteur privé pour financer l'économie américaine. Une fois ces flux financiers de l'Asie vers les Etats-Unis pris en compte, le besoin de financement résiduel des Etats-Unis n'est pour l'instant pas considérable.



Par **Olivier Davanne et Thierry Pujol**  
Associés de DPA Conseil

On peut en juger par la balance des paiements extérieurs de la zone euro. Celle-ci a dégagé en 2003 un excédent courant de 29 milliards d'euros, soit 0,4% du PIB. Pour qu'offre et demande d'euros s'équilibrent sur le marché des changes sans intervention de la Banque centrale européenne (BCE), les mouvements de capitaux du secteur privé doivent ainsi se solder par des sorties nettes d'une trentaine de milliards d'euros. Ce n'est pas considérable, d'autant plus que, même si les entreprises européennes ont considérablement diminué depuis trois ans leurs investissements directs à l'étranger, ceux-ci ont malgré tout représenté en 2003 des sorties nettes d'environ 20 milliards. Au total, la pression à la hausse de l'euro issue des opérations « réelles » (échanges commerciaux et investissements directs) n'est donc pas massive.

Le constat sur la tendance spontanée, c'est-à-dire à taux de change inchangé, des investissements de portefeuille



**Echanges commerciaux et investissements de la zone euro en 2003 n'ont eu qu'un impact limité sur la devise.**

– achats nets d'actions et d'obligations – est plus difficile à apprécier. Les statistiques disponibles pour 2003 – entrées nettes de près de 40 milliards sur les actions et sorties nettes de près de 30 milliards sur les obligations – ne sont pas très éclairantes. L'équilibre observé sur le passé récent s'est fait dans un contexte de forte appréciation de l'euro qui a certainement influencé ces flux financiers. Et certaines de ces opérations s'accompagnent de couvertures de change qui neutralisent leur impact sur les parités. On peut cependant penser que ces mouvements de capitaux ont plutôt un impact haussier sur l'euro. D'un côté, en effet, nos marchés reçoivent des flux structurels importants de capitaux longs de la part des zones à forte capacité de financement (Suisse, Moyen-Orient, Asie). De l'autre, une tendance structurelle à la diversification des portefeuilles internationaux joue au « bénéfice » de l'euro (ainsi, sa part dans les réserves de change des banques centrales est passée de 13 à 19% du total, de la fin 1999 à la fin de 2002). Mais on est loin d'un raz-de-marée que la BCE ne pourrait endiguer avec les instruments à sa disposition (baisse des taux d'intérêt et interventions sur le marché des changes).

La situation serait cependant très différente si les banques centrales asiatiques ralentissaient leurs achats de bons du Trésor américains et laissaient aux soins du secteur privé une partie plus importante du besoin de financement américain. Cela se traduirait probablement à court terme par une pression supplémentaire à la hausse de l'euro. En effet, les achats des banques centrales asiatiques sont plus concentrés sur les actifs en dollars que ne le seraient les achats du secteur privé. En revanche, s'ils laissaient s'apprécier leurs devises, la situation compétitive de la zone euro relativement à ces pays s'améliorerait. L'avantage n'est pas mince, mais cela ne réglerait pas pour autant le problème de la parité euro/dollar.