

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - Le «peg» avec le yuan est-il le seul soutien du dollar ?

Par **Hubert de La Bruslerie**, professeur à Paris Dauphine, DRM Finance

et **Isabelle Delattre**, directeur de la gestion, Raymond James Asset Management

La vraie innovation de la crise financière pourrait être la disparition du dollar comme monnaie leader au niveau mondial, attaqué à la fois par la volonté de croissance géopolitique de la Chine et des pays émergents, et délaissé par les pays arabes exportateurs de pétrole.

Que retenir des événements récents ? Au-delà des effets de démonstration et d'autosatisfaction du G20, le plus important semble qu'en profondeur un nouveau monde financier se met en place dont la victime durable est le dollar.

Une dynamique conjoncturelle favorable

La reprise en cours trouve sa source dans les pays émergents et non dans les pays développés. La prévision de taux de croissance du PNB 2010 est de 7,3 % pour les pays émergents contre environ 1,8 % pour les pays développés. La dynamique de rebond conjoncturel distingue deux cercles. Dans les pays émergents, surtout en Asie où la demande intérieure est forte, cette reprise profite à la production domestique, mais moins aux importations. Le commerce international qui se (re)développe est celui qui lie les pays émergents entre eux et se fonde largement sur des échanges de matières premières. Le deuxième cercle des échanges internationaux est celui des pays développés. Ceux-ci dans un second temps vont profiter du surcroît de demande des pays émergents. La mécanique d'entraînement est incertaine car le développement économique des pays d'Asie est de plus en plus auto-centré sur la consommation et l'investissement domestique. L'après-crise induit une restructuration des échanges internationaux dont la croissance sera à l'avenir moins forte que celle des PNB, ce qui n'était pas le cas auparavant.

La re-régionalisation induit des effets négatifs qui peuvent aller loin. S'il y a déglobalisation et recentrage sur une croissance fondée sur la demande interne, les pays émergents seront moins dépendants des exportations. Leurs devises peuvent s'apprécier car ils sont aussi importateurs.

Une lame de fond pousse le dollar à la baisse

Le dollar cède sa place. Tout pousse à sa dépréciation, moins cependant à court terme dans la dynamique conjoncturelle que dans le long terme où sa position structurelle de monnaie leader au niveau mondial est profondément remise en cause. Il existe un sentiment de défiance poussé par les BRIC ou certains pays latino-américains ou arabes.

A court terme, dans le cycle de reprise conjoncturel, les éléments réels en faveur de la baisse du dollar sont puissants : a) une politique monétaire durable-

ment expansionniste aux Etats-Unis, b) des taux d'intérêt quasi nuls qui font jouer au dollar le rôle de monnaie faible servant à financer des «carry-trades» ; c) la déconnexion des dynamiques conjoncturelles entre une croissance économique forte dans les pays émergents et une absence de croissance des pays de l'OCDE. Heureusement et paradoxalement, le «peg» yuan-USD existe. Celui-ci permet plus ou moins d'éviter des déséquilibres de changes qui auraient été plus forts. Les Etats-Unis sont complices implicites de la situation actuelle. Les seules victimes sont les Européens avec un euro fort qui pénalise les exportations au moment même où leur redémarrage est crucial. Les créanciers en dollars sont conscients

de la nécessité de changer les choses en douceur pour des raisons simples d'intérêt concernant la structure de leurs avoirs et de leurs réserves de changes. Autre manifestation, l'apparition de nouveaux centres financiers. De grandes opérations drainant de l'épargne ont dorénavant pour épice l'Asie. Les levées de fonds, notamment par IPO, y ont été importantes avec la volonté de profiter de la bonne forme actuelle des marchés boursiers.

A plus long terme, il faut intégrer la perte de valeur et de puissance du

dollar. La vraie innovation de la crise financière pourrait être la disparition du dollar comme monnaie leader au niveau mondial, attaqué à la fois par la volonté de croissance géopolitique de la Chine et des pays émergents, et délaissé par les pays arabes exportateurs de pétrole. Au-delà il y a un désaveu et une défiance inexorables. L'attitude de la Chine, future deuxième puissance mondiale, est centrale. La faillite américaine aux yeux des Chinois est générale, notamment en tant que modèle financier. Des économies asiatiques plus autocentrées poussent à une appréciation du yuan. La méthode choisie est celle du temps long car il s'agit d'éviter la sur-réaction des marchés des changes.

La conséquence de cette lecture géopolitique est que le dollar est durablement atteint. Sa parité envers l'euro et le yen a déjà enregistré une partie de ce discrédit. La fermeté du «peg» yuan-dollar reporte l'ajustement vers les autres monnaies, c'est-à-dire aujourd'hui l'euro et le yen. A moyen terme la parité du dollar pourrait donc durablement se situer entre 1,5 et 2. ■

L'après-crise induit une restructuration des échanges internationaux dont la croissance sera à l'avenir moins forte que celle des PNB.