

Taux de change, taux d'intérêt : une arme à double tranchant **Quels risques pour nos économies ?**

Conférence n°1

Intervenants :

Jean-Hervé LORENZI, Président du Cercle des économistes

Valérie PEREZ, Responsable de l'activité Changes pour la France à la Deutsche Bank

Jean-Marin SERRE, Professeur à l'Université d'Auvergne – Clermont 1, spécialité Macroéconomie et Finance de marché

Yves-Thibault de SILGUY, Président de Vinci

La conférence a été animée par François-Xavier PIETRI, Directeur de la Rédaction de La Tribune.

I. Introduction

François-Xavier PIETRI

Le thème de cette conférence a été choisi avant l'été. Il n'était alors pas imaginable qu'il soit d'une telle acuité. Mais l'actualité est aujourd'hui brûlante en matière de taux d'intérêt, de changes et de banques centrales. Comment ces dernières gèrent-elles la crise des *subprimes*, qui est importante pour les marchés financiers ? L'actualité des banques centrales est aussi marquée par l'arrivée de Ben Bernanke en remplacement du célèbre Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale américaine : quelle politique mettra-t-il en œuvre pour gérer cette crise ? Dans ce contexte, quel rôle peut jouer la Banque Centrale européenne, actuellement pilotée par Jean-Claude Trichet, qui est controversé par plusieurs responsables politiques ?

Le deuxième grand sujet est l'actualité des changes. Là encore, il n'était pas imaginable, lorsque le thème de cette conférence a été choisi, que l'euro battrait tous ses records, à 1,42 dollar contre 1 euro aujourd'hui ? Cette envolée de l'euro est un véritable choc pour l'économie européenne. A moins qu'il ne s'agisse de la faiblesse du dollar.

II. Panorama conjoncturel

1. Une économie mondiale très largement déterminée par la nouvelle conjoncture actuelle

Jean-Hervé LORENZI

La question posée est vitale : en examinant de près la conjoncture de cette rentrée 2007, nous pouvons constater que la force de l'euro a des effets dans tous les pays européens. Curieusement, alors que les économistes avaient développé un discours selon lequel la France était davantage touchée que l'Allemagne par l'euro fort et ce, pour des raisons structurelles, l'économie allemande donne des signes de ralentissement de la croissance.

Cette question est, par ailleurs, hors du temps et ce, pour trois raisons. Premièrement, les taux d'intérêt à long terme sont aujourd'hui largement déterminés par un phénomène contemporain : depuis cinq ou six ans, le taux d'épargne mondial est passé de 23 à 27 %, ce qui est considérable. Et les taux d'intérêt à long terme sont conditionnés par ce phénomène structurel, qui témoigne d'un monde tiré par l'investissement – car il faut créer des capacités de production pour le milliard et demi de personnes sans emploi – et largement non inflationniste. Je ne pense pas que cela durera éternellement, mais il est clair qu'aujourd'hui, les taux d'intérêt à long terme ne sont pas déterminés par l'intervention publique.

Deuxièmement, il s'échange chaque jour sur les marchés de changes 3 200 milliards de dollars, ce qui représente 1,5 fois le PIB français. De tels montants sont hors d'atteinte de toute politique quantitative qui pourrait être menée par des banques centrales.

Troisièmement, les liens entre taux d'intérêt et taux de change ne sont pas aussi mécaniques que l'on pourrait l'imaginer.

2. La politique des banques centrales

Actuellement, les banques centrales, quelles qu'elles soient, privilégient un seul objectif : lutter contre l'inflation, ou plutôt, contre une inflation que je crois fantasmagique.

François-Xavier PIETRI

Est-ce la même chose pour la BCE et la Fed américaine ?

Jean-Hervé LORENZI

Oui. L'idée qui prévaut est que l'Europe se borne à un seul objectif, alors que les Etats-Unis en poursuivent plusieurs, mais en réalité, ils ont, eux aussi, cet objectif. Cela signifie que les banques centrales ne se préoccupent pas de l'endettement, alors que depuis dix ou douze ans, toutes les grandes crises ont eu ce phénomène pour origine, et qu'elles n'ont pas non plus pour objectif de contrôler les taux de change.

3. Le nécessaire retour vers une logique de stabilisation des taux de change

Il faudrait détourner les banques centrales de l'objectif que je viens d'évoquer, qui me paraît des plus abstraits. L'inflation n'est pas un sujet mondial, aujourd'hui, au contraire de la hausse des actifs à long terme, donc de l'endettement et de la stabilisation des taux de change. La BCE a bâti sa crédibilité sur sa capacité à maintenir son objectif de lutte contre l'inflation. Simplement, le monde des banques centrales vit, me semble-t-il, dans un univers économique quelque peu daté, car les économistes peinent souvent à se projeter dans l'avenir, à imaginer les changements. Or, actuellement, le changement tient à ce qu'il faudrait parvenir à stabiliser les changes et porter un regard plus attentif sur l'endettement.

Comment faire ? Je pense que la solution procède d'une nouvelle gouvernance mondiale. Le FMI, la Banque Mondiale, l'OCDE, l'OMC : tous ces acteurs appartiennent au passé. Ils ont été créés à la

fin de la seconde guerre mondiale. Il faudrait créer une nouvelle gouvernance qui correspondrait au monde actuel, une nouvelle structure à laquelle des pays comme la Chine ou l'Inde ne seraient pas de simples invités, comme c'est le cas avec le G8.

François-Xavier PIETRI

Selon vous, le G8 est donc dépassé ?

Jean-Hervé LORENZI

Tout à fait. Il faut créer un « L18 » ou « L19 » en intégrant les grands pays émergents et lui donner pour objectif la stabilisation des taux de change. Je prends le pari qu'à l'horizon 2012, après avoir vu survenir des situations beaucoup plus tendues qu'aujourd'hui entre les grands blocs économiques mondiaux, après l'exposition universelle de Shanghai, nous aurons des taux de changes stabilisés, car l'on aura tenté d'inventer un système plus organisé qu'actuellement.

4. La place et le rôle de l'euro

François-Xavier PIETRI

L'un des rôles de la BCE a été de crédibiliser l'euro, qui est une monnaie jeune. Cette monnaie a-t-elle atteint son apogée ?

Valérie PEREZ

En 1999, lorsque l'euro a été lancé sur le marché des changes, le dollar était hégémonique. 17 % seulement des réserves des banques centrales étaient constituées d'euros. Aujourd'hui, cette part atteint quasiment 27 %. Là où des devises comme le deutschemark ou le yen ont échoué à concurrencer le dollar, l'euro a visiblement réussi son pari. Il est vrai que la politique de stabilité des prix de la BCE n'y est pas étrangère.

Nous assistons, depuis quelques années, à une hausse phénoménale des réserves des banques centrales de par le monde. De 2001 à 2007, elles ont augmenté de près de 150 %, si bien qu'aujourd'hui, les banquiers centraux disposent d'une arme de 5 000 milliards de dollars. Dans ce contexte, quel sera le rôle de l'euro ? Verra-t-il son influence s'accroître ? Comme je l'ai indiqué, sa part dans les réserves mondiales est passée de 17 % à 27 %. De plus, il y a aujourd'hui davantage de billets en circulation libellés en euros qu'en dollars, alors même qu'il n'existe pas de coupures d'un euro. De même, sur les marchés de la dette, 46 % des émissions obligataires sont effectuées en euros. Cette monnaie joue donc parfaitement son rôle de challenger du dollar.

Du point de vue des banques centrales, quelles sont les raisons pouvant inciter à détenir une devise plutôt qu'une autre ? Parce qu'elles vont chercher à diversifier ses réserves, ne pouvant se permettre d'être exposées à un seul actif, elles vont accroître encore leurs réserves en euros, seule alternative crédible au dollar. Il faut également y voir des raisons d'ancrage monétaire. Aujourd'hui, quarante pays d'Europe, d'Afrique et de Méditerranée ont aligné leurs taux de change sur l'euro, alors que

soixante sont alignés sur le dollar. De ce point de vue, l'euro tient donc également parfaitement la comparaison.

Si l'on essaie de faire de la prospective, quel rôle l'euro est-il appelé à jouer en tant que devise de réserve ? Selon la Deutsche Bank, les réserves des banques centrales en euros à l'horizon 2010 pourraient atteindre 30 à 40 % des réserves mondiales. La principale raison à cela est l'extrême vulnérabilité actuelle du dollar, du fait du déficit commercial américain. Il pourrait baisser face aux devises asiatiques, notamment le yen et le yuan chinois. Il est passé d'une surévaluation face à l'euro de 20 % en 2002 à une sous-évaluation équivalente aujourd'hui. Il existe une limite à partir de laquelle se produit un retour vers la parité des pouvoirs d'achat et nos experts estiment qu'elle se situe aujourd'hui, s'agissant du dollar, à 1,15 ou 1,20. Mais nous avons également des exemples, dans le passé, dans lesquels le dollar était sous-évalué de 25, voire 30 %. Il est donc possible que les deux prochaines années soient marquées par une faiblesse persistante du dollar.

Pour une banque centrale, accumuler encore davantage de réserves en euros, alors que sa parité par rapport au dollar est à 1,42, présente un intérêt en termes de diversification, mais en termes de ratio de *Sharpe*, cela n'est guère intéressant. Certes, le dollar a encore un potentiel de baisse jusqu'à 1,45 ou 1,50, soit 4 à 5 % supplémentaires, avec une volatilité d'environ 7 %, soit un ratio de *Sharpe* de cet investissement inférieur à 1, mais son attrait pour les banques centrales, qui vont encore chercher à diversifier leurs réserves, s'amenuise.

Une autre raison conduisant les banques centrales à détenir davantage d'euros tient au fait que de plus en plus de pays émergents font évoluer leur régime de changes, passant d'un PEG dollar à un panier de devises comportant de l'euro. Celui de la Chine ainsi est composé de 7 devises, en plus du dollar, et celui de la Russie est uniquement composé de dollars et d'euros.

Enfin, les gouvernements demandent de plus en plus aux banques centrales de se focaliser sur le rendement de leurs investissements, si bien qu'elles se comportent comme des *asset managers*, comme en témoigne la création, par la Banque centrale de Chine, de trusts indépendants devant se préoccuper principalement d'un objectif de rendement.

Trois devises pourraient challenger l'euro à l'avenir :

- le yen, bien que sa renaissance soit peu probable dans la mesure où les taux d'intérêt japonais sont très bas, que ce pays n'est pas sorti de la déflation et que la volatilité associée au yen est très importante, du fait des opérations de portage des *carry trade*, si bien qu'il ne devrait vraisemblablement pas devenir un challenger de l'euro pour concurrencer le dollar ;
- le franc suisse, qui ne représente que 0,5 % des réserves des banques centrales, si bien qu'il y a, là encore, peu de chances de le voir challenger l'euro ;
- la livre sterling, seule devise qui a vu sa part dans les réserves des banques centrales augmenter depuis 1999, pour atteindre 6 à 7 % aujourd'hui, mais là encore, sa liquidité est insuffisante pour permettre aux banques centrales d'investir la majorité de leurs réserves dans cette monnaie.

Sur un horizon à trois ans, la part de l'euro devrait donc continuer à s'accroître dans les réserves des banques centrales.

5. Les taux d'intérêt : une arme contre quoi ? Une arme efficace ou dangereuse ?

Jean-Marin SERRE

Les taux d'intérêt apparaissent comme une arme contre l'inflation. Mais de quelle inflation est-il question ? Aujourd'hui, nous vivons dans un système qui n'est plus régi par la dynamique des années de grande inflation, notamment les années 1970. Dans cet ancien système, la création monétaire était excessive et le financement de l'économie était très intermédié. De plus, les taux d'intérêt réels étaient très faibles, voire négatifs, comme en France en 1978. Les salaires, pour leur part, augmentaient rapidement. Le pacte social était donc à une augmentation régulière du pouvoir d'achat. Résultat : ce système encourageait les emprunteurs, qui s'enrichissaient grâce à l'inflation, et qui appauvriissait les prêteurs.

Ces conditions ont aujourd'hui disparu. Dans les années 1980, nous avons vu émerger un système ayant des caractéristiques inverses. Aujourd'hui, les taux d'intérêt réels sont positifs, ce qui paraît normal sur des marchés libres : la théorie économique dit, depuis longtemps, que le taux d'intérêt réel à long terme doit être égal ou voisin du taux de croissance économique et c'est ce que l'on observe en tendance. Les revenus du travail, pour leur part, augmentent faiblement. Leur part dans la valeur ajoutée a brutalement chuté depuis les années 1980. Le système actuel avantage les prêteurs et appauvrit les emprunteurs, ce qui est redoutable.

Dans un tel système, l'inflation « traditionnelle » ne peut être que très limitée : c'est le régime d'inflation lente, qui peut cacher des tendances déflationnistes. Prenons l'hypothèse d'une création monétaire excessive, ce qui s'est produit il y a quelques semaines à l'occasion des interventions massives des banques centrales sur les marchés. Cet excès de liquidités ne va plus passer en hausses des prix des produits ou des salaires. Les premières sont limitées car nous vivons dans des économies ouvertes, où un excès de demande est rapidement satisfait par des exportations : ainsi, pour qu'une inflation de la demande se développe, il faudrait qu'elle soit mondiale. Les secondes, du fait de la mondialisation, de la concurrence étrangère et de la nouvelle gouvernance des entreprises, plus actionnariale que par le passé, sont très limitées. Il reste une nouvelle forme d'inflation : l'inflation patrimoniale, celle du prix des actifs. A ce niveau, l'on rencontre des dangers.

Les politiques monétaires ont connu des succès évidents par le passé. En premier lieu, la grande inflation des années 1970 a été cassée, notamment à l'initiative de Paul Volker, aux Etats-Unis, dans le milieu des années 1980. Mais d'un autre côté, ces politiques n'ont pas su empêcher le développement de la nouvelle inflation, celle du prix des actifs. Peut-être même l'ont-elle favorisée car, à chaque krach boursier ou immobilier compensé par la politique monétaire, l'on regonfle la bulle suivante. Nous l'avons vu après 1987, où nous avons financé la bulle immobilière suivante, et en 2000-2001, avec le krach technologique.

D'où un danger évident : celui de la déflation. Les banques centrales, notamment la Fed, s'en préoccupent depuis longtemps. La déflation peut intervenir selon trois mécanismes. Il y a tout d'abord l'effet direct des krachs, immobiliers – les plus dangereux – ou boursiers. C'est ce que l'on appelle un « effet de richesse négatif », donc un appauvrissement qui entraîne une réduction de la dépense. Mais il existe d'autres canaux de déflation, en particulier « l'accélérateur financier », une sorte d'amplification financière de la déflation dans la mesure où les ménages sont, maintenant, fragilisés, puisque leurs revenus augmentent lentement alors que les taux d'intérêt sont élevés. Nous sommes donc dans une situation où le moindre choc défavorable sur le revenu ou la moindre hausse

du taux moyen de la dette risque de créer un processus d'endettement cumulatif, un « effet boule de neige ». Il faut ajouter que le système bancaire joue un rôle important dans ce problème, car il a tendance à augmenter les primes de risque sur les entreprises et les clients lorsque la situation économique se dégrade. Voilà pourquoi la Fed a réduit si brutalement ses taux après l'an 2000 : elle savait parfaitement que les banques américaines ne répercutaient que la moitié de la baisse des taux, tout en relevant les primes de risques. Enfin, il existe un troisième canal à la déflation : la situation de fonds propres des banques. Elle est largement liée à la situation économique. La réaction des banques peut être un rationnement du crédit ou un durcissement des conditions de crédit.

Donc, que ce soit par les taux, qui risquent de monter, ou par le crédit, qui risque de devenir rare, à l'image de ce qui s'est produit au Japon, ce phénomène aggrave la déflation. Il existe donc des risques de processus cumulatifs tenant aux structures du système et à la dynamique patrimoniale de ce dernier.

6. La réussite de l'euro ; comment piloter une entreprise face à un euro fort et aux fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt

François-Xavier PIETRI

Yves-Thibault de Silguy, vous êtes l'un des créateurs de l'euro, qui a pratiquement réussi son pari à devenir une monnaie de référence. A la fin des années 1990, imaginiez-vous qu'il serait une telle réussite ?

Par ailleurs, en tant que chef d'entreprise, comment gérez-vous, concrètement, les fluctuations de taux de change et de taux d'intérêt ?

Yves-Thibault de SILGUY

Sur le premier point, lorsque nous avons créé l'euro, l'on ne se souciait pas de sa valeur externe. Nous l'avons créé pour sauver le marché commun, alors que nous étions dans une situation, entre 1992 et 1995, dans laquelle la lire s'était dépréciée de 40 % par rapport au deutschemark ou au franc. Nous avons donc mis en place une monnaie pour sécuriser notre marché commun, qui représente 60 % de nos exportations. Aujourd'hui, 60 % du commerce se fait en euros.

Deuxièmement, la création de l'euro était la première tentative partielle et régionale de reconstitution d'un système monétaire après l'échec de la conférence de Bretton Woods, en 1970. Il s'agissait d'une étape dans le processus de reconstitution du système monétaire international.

Troisième remarque : je suis plutôt partisan d'une monnaie forte car, selon moi, toute dévaluation correspond à un appauvrissement, car cela défend le pouvoir d'achat et car il ne faut pas transformer la BCE en bouc émissaire lorsque l'on ne fait pas ce qu'il convient pour réduire sa dette et maîtriser son budget. En règle générale, les pays ayant une monnaie forte, comme l'Allemagne, s'en sont plutôt bien sortis jusqu'à maintenant. Mais il arrive un moment où l'on commence à douter. Alors, l'on se dit qu'il faut faire quelque chose. Soit : essayons de reconstruire le système monétaire international de manière plus solide. Pour cela, il faut une volonté politique sans faille. En laissant de côté les Japonais et les Chinois, cette volonté politique doit s'exprimer des deux côtés de l'Atlantique. Si elle est bien réelle, il faut être crédible. Aujourd'hui, 3 200 milliards de dollars sont échangés chaque jour sur les marchés de change. Lorsque j'ai quitté Bruxelles, fin

1999, ce chiffre était à 1 500 milliards, soit 1 fois le PIB de la France. Dans ces conditions, si vous n'êtes pas crédible, les marchés feront « sauter le système », car l'incertitude nourrit la spéculation. Il faut que le processus de reconstitution corresponde à une réalité en termes macroéconomiques. Cela suppose une coordination des politiques économiques, faute de quoi il n'y aura pas de crédibilité. En troisième lieu, il faut trouver des structures adaptées. Jean-Hervé Lorenzi a indiqué qu'il fallait passer du G8 au « L18 » : peut-être, mais en tout cas, il y a un réel problème de structures. Enfin, je pense qu'il y a un préalable, que les Européens n'ont pas encore compris : il faut casser la règle monétaire internationale datant de 1970 selon laquelle, selon les propos de John Connely, Secrétaire au Trésor de Nixon : « *le dollar, c'est notre monnaie, mais c'est votre problème* ». Telle est bien la difficulté : il faut permettre à l'euro de se développer suffisamment. Je pense que les Européens n'ont pas suffisamment pris conscience du potentiel formidable de leur monnaie. Il faut que l'euro, comme monnaie commerciale, de change et de placement d'actifs financiers, prenne progressivement une force correspondant à la force économique et commerciale de l'Europe dans le monde. A partir de ce moment, les Américains ne pourront plus faire ce que bon leur semble avec le dollar. Depuis 1970, ils ont fait financer leurs déficits par le reste du monde. Lorsqu'ils ont eu une balance commerciale négative du fait des importations chinoises, ils l'ont rétablie au titre de la balance des capitaux car l'épargne chinoise est venue se placer aux Etats-Unis. Lorsque l'euro sera suffisamment développé, ils ne pourront plus bénéficier de cette correction automatique de leurs déséquilibres par le reste du monde. Ils seront alors obligés de prendre des mesures ou de venir autour de la table pour rebâtir un système monétaire international plus stable.

Dès lors, la situation actuelle est peut-être une étape dans cette direction. Lorsque nous avons fait l'euro, nous avons fait une première tentative régionale de stabilisation monétaire. A présent, il convient d'aller plus loin, ce qui ne sera possible que si nous sommes en position de force, si l'on rétablit l'équilibre avec le dollar en renforçant l'usage de l'euro dans le monde.

En tant que chef d'entreprise, maintenant, ma réflexion ne va pas jusque-là. Je me dis que le problème de mon actionnaire est de se voir verser un dividende maximal. Il nous appartient donc de gérer notre risque de change, en visant la neutralité. Chez Vinci, nous réalisons 70 % de notre chiffre d'affaires en euros. Il faut une volonté de travailler dans cette monnaie pour minimiser le risque de change. Ensuite, il faut développer au maximum le chiffre d'affaires en euros. En termes de dividendes et de marges, nous avons un risque, qui est systématiquement couvert, soit par des *swaps* de changes, soit par des contrats d'achat et de vente à terme.

J'en retiens que lorsque l'on est chef d'entreprise, il faut faire avec l'euro fort, sans états d'âme. Cela implique d'anticiper sur la politique commerciale, avec les instruments financiers *ad hoc*, et de s'adapter.

III. Questions-réponses

François-Xavier PIETRI

Jean-Hervé Lorenzi a affirmé qu'il fallait détourner les banques centrales de leur objectif de lutte contre l'inflation au profit d'une politique de changes. Il faut également mettre en place une gouvernance mondiale. Mais comment imaginer un jour une gouvernance mondiale entre banques centrales alors que les différents pays européens, notamment l'Allemagne et la France, ne s'accordent pas sur la politique de la BCE ?

Jean-Hervé LORENZI

Il faut bien définir l'éventuel terrain de désaccord entre l'Allemagne et la France. De ce point de vue, il me semble que les propos du Président de la République ont été un peu vifs et guère productifs. Jean-Claude Trichet me disait récemment que tous les chefs d'exécutif français ont adressé au responsable de la banque centrale – Banque de France, puis BCE – ce genre d'avertissement dans les six premiers mois suivant leur élection, avant de les abandonner. Il ne reste donc plus qu'un mois...

Sur le fond, il convient d'évoquer deux volets : l'indépendance des banques centrales et la nature des objectifs à atteindre. Il n'y a pas à discuter sur l'indépendance de la BCE. Comme sa création est récente, si elle veut assurer sa crédibilité pour les années à venir, elle doit absolument donner le sentiment aux marchés qu'elle est indépendante.

S'agissant des objectifs, l'on oppose souvent, trop rapidement, celui de la BCE, qui est l'inflation, et ceux de la Fed : l'inflation et la croissance. Selon moi, la réalité est plus subtile : il y a, d'un côté, la vision du patron de la Fed, qui pense qu'en jouant sur les taux d'intérêt à court terme, il influe sur les taux d'intérêt à long terme, et d'un autre côté, la vision inverse. En réalité, le risque réside dans l'endettement. Quant aux taux de change, il s'agit d'un problème de nature politique. Lorsque l'on mettra à plat le système monétaire international du fait de tensions entre les Etats-Unis et la Chine, l'on verra qu'il s'agit d'un problème de nature politique et non d'un problème de banques centrales.

Yves-Thibault de SILGUY

Il n'est pas possible de comparer les situations américaine et européenne, car l'économie américaine est beaucoup plus souple. La politique monétaire américaine peut donc opérer un *fine tuning* impossible en Europe.

De plus, pourquoi la crédibilité d'une banque centrale est-elle importante ? Parce qu'elle assure la crédibilité de notre monnaie, autrement dit notre pouvoir d'achat. Le monde change, notamment en termes d'inflation, mais en Europe, certains pays, comme l'Allemagne, ont gardé un fort mauvais souvenir de l'inflation, qui est, pour eux, la hantise absolue. La France y est moins sensible. La grande réussite de la BCE, depuis le lancement de l'euro, est d'avoir contenu l'inflation et d'avoir permis de maintenir des taux d'intérêt relativement bas. Cette politique a grandement participé à la croissance européenne.

De la salle

Comment voyez-vous évoluer les taux à court et long terme dans le futur et quelles en seront les conséquences sur les marchés d'actions ?

Jean-Marin SERRE

Les taux courts sont pilotés par les banques centrales. La BCE avait prévu de les relever en septembre, mais la crise récente l'en a dissuadée. Comme la Fed a réduit les siens, tout se passe comme si la BCE les avait relevés. Monsieur Trichet a-t-il renoncé à toute idée de hausse de taux ?

Un facteur pourrait l'y pousser dans quelque temps : l'existence de pressions politiques pour qu'il les abaisse.

François-Xavier PIETRI

L'on attend d'ailleurs une décision aujourd'hui, qui devrait être un *statu quo*.

Jean-Marin SERRE

Probablement. Le fait, pour la BCE, de ne pas réduire ses taux alors que la Fed l'a fait équivaut, je le répète, en quelque sorte, à une hausse. D'où le problème de la coordination des politiques : ce que font les autres a un impact sur nous. Si l'on ne fait rien, l'on œuvre dans le sens inverse.

S'agissant des taux longs, nous pouvons penser que les mouvements de taux courts finissent par avoir une influence sur eux. L'objectif de la Fed est de modérer ces taux longs pour qu'ils suivent, en moyenne, le taux de croissance économique. Par conséquent, si la croissance devait s'accélérer, les taux longs tendraient à augmenter, et *vice versa*, pour des anticipations d'inflation données, bien entendu.

François-Xavier PIETRI

Il y a cinq ans, l'euro valait 0,80 dollar, contre 1,42 dollar aujourd'hui, soit une hausse de 75 % en 5 ans. Cela signifie-t-il, d'une part, que ce mouvement de baisse du dollar va se poursuivre et que, d'autre part, l'euro fort exclut l'Europe de la croissance mondiale ? Joachim Almunia, Commissaire européen aux Affaires économiques, et Jean-Claude Juncker, Président de l'Eurogroupe, s'en sont inquiétés.

Valérie PEREZ

Sur l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, l'on estime que la parité des pouvoirs d'achat du dollar face à l'euro se situe aux alentours de 1,20. Cette baisse massive du dollar devrait se poursuivre dans les deux prochaines années, parce que les banques centrales ont de plus en plus de réserves, qu'elles diversifient mécaniquement, et parce que les différentiels de taux et de croissance entre ces deux zones se réduisent en faveur de l'euro. Cela étant dit, nous arrivons à une sous-évaluation record du dollar, atteignant 20 %. Par le passé, en pareil cas, nous avons toujours observé un rapide retour à la moyenne. Dans les années 1992 à 1995, le dollar a dépassé ses « lignes imaginaires » de parité pour finir par être sous-évalué jusqu'à 27 ou 28 %. Si l'on considère le dollar face à l'ensemble de ses partenaires commerciaux, il serait plus utile qu'il se déprécie face au yen ou à la devise chinoise. Or cette dernière s'est appréciée de 6 % depuis 2005, ce qui est insuffisant.

Yves-Thibault de SILGUY

Je voudrais revenir sur cette idée typiquement française que c'est en dévaluant que l'on génère de la croissance. Si vous prenez le pétrole, avec un baril à 84 dollars début septembre, le baril de brut, en Europe, ne coûtait que 57 euros, soit 3 euros de moins que l'été 2006.

Par ailleurs, l'on évoque toujours Airbus, comme si les problèmes de l'A380 ou encore les récents problèmes chez EADS étaient causés par l'euro. Il n'y a pas qu'Airbus dans l'économie européenne : cette dernière est, de plus en plus, une économie de services, qui sont fortement importateurs. Cela a permis de réduire les prix de certains produits en vue, comme les téléviseurs digitaux, et donc, de soutenir la consommation et, par voie de conséquence, la croissance.

En outre, il existe aujourd'hui des opportunités d'investissement à l'étranger grâce à l'euro fort. Il faut donc savoir s'adapter à toutes les situations. En tant que chef d'entreprise, il importe de voir quels avantages retirer d'une situation donnée. Le plus important est donc d'avoir une capacité d'adaptation face à une situation à laquelle on ne peut rien, parce que la volonté politique de stabilisation me paraît encore défaillante.

Jean-Hervé LORENZI

Il existe, selon moi, un problème sur le court terme. Je suis d'accord avec Yves-Thibault de Silguy pour dire qu'à long terme, la croissance européenne est liée à la capacité des grands pays de se réformer. Je suis optimiste quant à la croissance européenne, car ce mouvement de réforme est en cours et, surtout, parce que l'arrivée de nouveaux pays dans l'Union, qui représentent une centaine de millions de personnes ayant un niveau de vie extrêmement faible, fait qu'il existe une véritable capacité de délocalisations à l'intérieur de l'Union européenne. Voilà ce qui explique d'ailleurs la reprise de la croissance en Allemagne. Je pense que nous verrons la croissance européenne remonter autour de 2,5 %, ce qui n'est pas si mal pour des pays dont la population vieillit.

En revanche, j'ai un motif d'inquiétude à court terme : si le dollar faiblit considérablement, alors des tensions internes se manifesteront en Europe, qui seront difficiles à gérer. En effet, un euro très fort pénalisera tous les pays de l'Union, y compris l'Allemagne, mais pas de la même manière : entre une économie très délocalisée, comme l'Allemagne, avec des produits différenciés et dont le commerce extérieur est très organisé, qui ne peut donc que bénéficier d'une croissance mondiale qui demeurera forte, des pays comme la France ou l'Italie, dont les produits ne sont pas différenciés et qui connaissent des difficultés de commerce extérieur, et une Espagne qui vit avec une croissance très brillante, dont l'économie est fondée sur les services et s'appuie sur des productions intérieures, comme le BTP, la survenue d'un choc de taux de change fera qu'ils auront tendance à discuter entre eux. Or si l'on souhaite, dans les mois à venir, que les tensions ne soient pas trop fortes en Europe, il faut espérer que l'on pourra trouver les moyens de maintenir les taux de change actuels.

De la salle

Par le passé, les banques centrales japonaise ou américaine intervenaient sur le marché en cas de disparités trop fortes sur leur devise. La BCE pourrait-elle également utiliser cette arme ? Pourrait-on imaginer une intervention de la BCE pour infléchir la tendance actuelle du dollar ?

Yves-Thibault de SILGUY

Lors de la crise des *subprimes*, les banques centrales sont intervenues massivement pour réinjecter des liquidités dans le système. Quant aux interventions sur le marché des changes, elles ne peuvent être faites que si les conditions s'y prêtent, que si cela accompagne un mouvement plus large. De plus, je pense qu'il y a une évolution dans les réserves de changes, car beaucoup de pays n'ont plus d'or. Une fois encore, pour que les interventions des banques centrales sur le marché des changes soient efficaces, elles doivent intervenir dans le cadre d'un processus défini, faute de quoi elles peuvent donner une impression de panique.

François-Xavier PIETRI

N'y a-t-il pas aujourd'hui un défaut de coordination entre les différentes banques centrales ?

Jean-Marin SERRE

Il n'y a aucune régulation mondiale de la politique économique. Je voudrais dire que les comportements de la Fed et de la BCE en matière de taux d'intérêt ne sont pas si différents que cela. Certes, la Fed est plus réactive : les taux montent plus haut et descendent plus bas, mais cela est lié à la structure de l'économie américaine. Mais les deux banques réagissent aux situations conjoncturelles. La BCE est cependant plus restrictive.

Cela étant dit, la coordination entre banques centrales est un problème politique. Par le passé, elles sont parfois intervenues sur le taux de change : voici deux ans, une phase d'appréciation de l'euro commençait à devenir inquiétante. Elle a été stoppée, dans l'intérêt du dollar lui-même. Il existe sans aucun doute un seuil critique à ne pas franchir pour le dollar. Si les Américains voulaient avoir un dollar fort, ils devraient renoncer à leur mode de vie actuel.

De la salle

Monsieur Serre, vous avez évoqué un changement de conditions macro-économiques entre les années 1970 et aujourd'hui. En déduisez-vous que la déflation est inévitable ?

Jean-Marin SERRE

Non, mais les banques centrales y sont très attentives. Ce problème fait partie du puzzle de la politique des taux d'intérêt. En effet, des taux d'intérêts suffisamment élevés pour lutter contre l'inflation, notamment patrimoniale, peuvent entraîner le développement de tensions déflationnistes, notamment dans des situations de fragilité des ménages.

De la salle

Ne pourrait-on expliquer par ce biais une partie de la faiblesse relative du dollar par rapport à l'euro en comparant les stocks de dette privée et publique dans la zone euro et la zone dollar ? En additionnant les dettes des Etats, des ménages et des collectivités locales, les Etats-Unis ne peuvent

que s'enfoncer et l'on ne voit pas comment, d'un point de vue structurel, il pourrait en être autrement dans les prochaines années. Autrement dit, la perspective du rétablissement d'une parité euro/dollar plus favorable n'est-elle pas éloignée ?

Jean-Marin SERRE

L'endettement est une manière de vivre. Effectivement, un stock de dettes signifie que, patrimoniallement, la richesse nette diminue. Tel est le cas aux Etats-Unis et cela a des conséquences sur la valeur du dollar. Dans ces conditions, la baisse du dollar me paraît normale.

De la salle

N'exagère-t-on pas le pouvoir et l'efficacité de l'arme des taux dans un contexte économique tendant à s'infléchir dans le mauvais sens ?

Quel est votre sentiment sur l'évolution des croissances économiques au niveau mondial ?

Jean-Hervé LORENZI

Votre première question est très intéressante. Honnêtement, je pense que les taux d'intérêt jouent un rôle, mais je ne saurais répondre plus précisément.

Sur la conjoncture économique mondiale, j'aurais trois remarques à formuler.

Premièrement, je suis convaincu que la conjoncture américaine va descendre plus bas qu'on ne le pense. Pour 2007 et 2008, les prévisions de croissance tournent entre 1,8 et 2,3 %. Les crises immobilières étant toujours brutales, comme celle qui s'est produite en France au début des années 1990, elles ont un impact important sur l'ensemble de l'économie. Je pense également que la conjoncture américaine est peut-être un peu plus dégradée qu'on ne le pense. Les Américains risquent donc fort de réagir avec la vigueur qu'on leur connaît, avec le souci, à terme, d'un impossible rétablissement de la balance commerciale à moins d'une baisse extrêmement forte du dollar, bien au-delà de ce que l'on peut imaginer.

Deuxièmement, la conjoncture mondiale est aujourd'hui plus influencée que par le passé par les conjonctures européenne et asiatique. Selon moi, les perspectives sont assez optimistes, car la conjoncture asiatique devrait rester similaire à aujourd'hui dans les années à venir. Notre continent, qui est vieillissant, pourrait quant à lui améliorer sa croissance potentielle de 0,5 à 1 point. En France, si l'on arrive à réformer – un peu – le marché du travail et une partie du marché des biens et services, l'on pourrait atteindre cet objectif.

Troisièmement, je pense que cette réalité ne vaut que sur les quatre à cinq années à venir car, par la suite, les vrais problèmes arriveront sur la table, les grands blocs – pays développés et pays asiatiques – commençant à s'opposer fortement.

Yves-Thibault de SILGUY

S'agissant des Etats-Unis, je pense que les Américains ont toujours une réserve de productivité et de réactivité à ne pas négliger. L'Europe doit faire toute la clarté sur l'implication du secteur bancaire et ses conséquences réelles. Les entreprises ont besoin d'être rassurés sur les produits proposés par les banques pour placer leur trésorerie.

Je constate, par ailleurs, que les carnets de commandes dans le secteur du BTP n'ont jamais été aussi remplis qu'aujourd'hui et je n'entrevois aucun signe de fléchissement de cette tendance. Cela signifie que nous avons une bonne visibilité, en Europe, à dix-huit mois, ce qui est une force non négligeable.

En outre, j'observe une reprise des investissements d'infrastructures, dans le monde entier, en lien avec la croissance de la population et avec l'insuffisance de tels investissements ces quinze dernières années. Il existe également de nouveaux moyens de financement, par des partenariats public-privé, qui soutiennent la demande d'investissements.

Enfin, sur le plan de la consommation, l'euro fort permet aux commerces de s'approvisionner à bas prix et à la consommation, de se maintenir. J'ai donc plutôt un panorama globalement positif.

De la salle

Quelle est l'influence de l'immobilier, aux Etats-Unis et en Europe, sur les économies « réelles » ?
En cas de retournement des marchés, que va-t-il se produire ?

François-Xavier PIETRI

Où en est la crise actuelle ? Estimez-vous qu'elle est terminée ou non ?

Jean-Hervé LORENZI

La crise qui s'est produite cet été n'est pas totalement terminée car le système bancaire et financier mondial a pensé que l'on pouvait répartir le risque. Denis Kessler a même théorisé ce phénomène : la représentation du système économique est une décomposition extrêmement fine du risque. En réalité, chaque acteur a des risques à sa disposition et maximise son utilité par rapport à cela.

François-Xavier PIETRI

Cela signifie donc que l'on répartit également le soupçon...

Jean-Hervé LORENZI

De fait, le risque est aujourd'hui tellement réparti qu'il est difficile à localiser, même si, en tous les cas, il est faible s'agissant des *subprimes*.

Le deuxième sujet, le seul qui soit de nature à m'inquiéter, est le suivant : le problème du monde financier mondial n'est pas lié aux liquidités, puisque les banques centrales ont agi avec beaucoup de vigueur, d'intelligence et d'efficacité, mais le crédit interbancaire ne s'est pas encore complètement rétabli, comme l'illustre le taux de l'Euribor à trois mois. Par conséquent, à un certain moment, le système bancaire mondial sera obligé de récupérer une partie de ses risques. Ce faisant, il devra trouver une contrepartie en fonds propres. Tel est le problème : les fonds propres du système bancaire. Je ne vois aucun événement dramatique survenir de ce point de vue, mais la période d'adaptation pourrait être délicate car le système bancaire aura tendance à être moins favorable au crédit. Sur ce sujet, je pense qu'il faut s'adresser aux régulateurs en leur demandant d'assouplir quelque peu Bâle 2, afin d'éviter un *credit crunch*.

Jean-Marin SERRE

Je suis tout à fait d'accord pour dire qu'il existe un aspect financiero-immobilier à la crise. Mais il existe un autre aspect : celui de la crise immobilière aux Etats-Unis, qui a mis deux à trois millions de personnes dans la rue. Cela peut avoir des effets macroéconomiques. De ce point de vue, il semblerait que l'on n'ait pas encore atteint le sommet de la crise, qui interviendra plutôt au printemps 2008.

De la salle

A l'époque du franc, nous avions une sorte « d'échelle de Richter » de l'appréciation du dollar par rapport à notre monnaie, qui avait son pendant en points de PIB. J'ai le souvenir de 10 % d'appréciation ou de dépréciation contre 0,3 % de croissance. A présent, avec l'euro, comment retranscrire cette échelle ?

Yves-Thibault de SILGUY

Je n'ai jamais été convaincu que la dévaluation était source de croissance. J'ai plutôt le sentiment inverse, au vu de la situation de l'Allemagne du temps du deutschemark, qui était en réévaluation continue et qui connaissait une forte croissance. Certes, l'économie française est différente, puisqu'elle offre des produits plus standardisés. Mais prenez, par exemple, LVMH, qui vend des produits de luxe dans de nombreux pays en zone dollar : ses résultats semestriels sont en hausse de 11 %. A l'heure actuelle, nous ne faisons pas suffisamment la différence entre les activités de notre économie qui sont délocalisables et les autres. Dans les domaines où une délocalisation est possible, le seul moyen de l'éviter est de mettre l'accent sur la recherche, la différenciation, la politique de marque et la qualité. Sur les activités non délocalisables, comme le BTP et les infrastructures, nous pourrions avoir une croissance plus forte si l'on se donnait les moyens de développer davantage les partenariats public-privé et si l'on transférait davantage vers le secteur privé la conception, la gestion et la réalisation des grands ouvrages.

Les réserves de croissance se situent donc à ce niveau. Pour ma part, je ne crois pas à un lien entre dévaluation et croissance, en tout cas sur le moyen terme, même si cela peut permettre une bouffée d'air ponctuelle.