

The Banker's View – January 2006

Euro/dollar et taux à long terme : merci à l'axe Etats-Unis/Chine, mais l'Europe n'en sortira pas forcément gagnante à moyen terme

Jean-Pierre PATAT

(écrit mi janvier 2006)

Abstract

An informal US-China alliance has induced a relatively weak euro and very low bond rates, but it is not necessary good for Europe.

In 2005, the euro dropped against the US dollar, against most analysts' forecasts of a further appreciation after the 2004 gains; long-term interest rates increased very modestly in the US and declined in Europe, in spite of more restrictive monetary policies (modestly so in Europe).

Such a situation is mainly the result of the American/Chinese implicit agreement in which each partner finds advantages: China can export huge quantities of goods to the US market and maintain a relatively low exchange by buying huge amounts of US bonds; the US can finance its external deficit and increase its worldwide monetary and financial domination.

Europe would be wrong in considering only the apparent advantages of this situation, i.e. a (relatively) weak currency and a low cost of money. Everybody knows the obsession of Europeans (specially the French) for these factors, which are not, unfortunately, decisive for the growth of the continent.

What is the benefit of a weak currency if the potential GDP is insufficient (as illustrated by a return of external deficits in France, for example)? What advantage can be derived from low interest rates if firms do not invest because of an unfavourable structural context?

But many European leaders and economists remain convinced that the European macroeconomic and policy environment is the main reason of our poor performances, blind to the bare fact that interest rates are between 2.25 and 3.30%! It would be far better to concentrate on achieving the Lisbon Agenda and objectives, i.e. increasing the working capacity and developing investments in productivity and innovation.

A Euro at 1.18 dollar, a ten- year interest rate at 3.30... and a GDP increasing only by 1.5% in the euro zone! We would prefer, by far, a 3.5% GDP growth and a Euro at 1.30, as investors would then surely be attracted by the European dynamism!

Le cours de l'euro contre dollar termine l'année entre 1,19 et 1,18, en baisse de plus de 13% par rapport à son niveau de fin 2004.

Il y a un peu plus d'un an la montée en flèche de l'euro contre dollar suscitait des commentaires alarmistes et des prévisions à l'unisson. Nombre d'analystes et d'économistes de marché voyaient le cours de la monnaie européenne durablement au dessus de 1,35, le déficit extérieur des Etats-Unis étant selon eux une cause majeure de baisse du dollar, baisse d'ailleurs, toujours selon ces prévisionnistes, sagement orchestrée par les autorités américaines.

Nous avions, à cette époque, estimé que les facteurs jouant en faveur d'un dollar relativement fort (et donc d'un euro relativement faible dont nous estimions la parité «de croisière » aux environs de 1,20) étaient prédominants, car plus que le déficit américain, c'était, à notre sens, l'attractivité de l'économie américaine qui guiderait les investisseurs. Cette hypothèse s'est vérifiée. La vague d'investissements directs vers les Etats-Unis est restée très forte. S'agissant des investissements de portefeuille, également très nourris, les pays asiatiques, et spécialement la Chine, jouent un rôle déterminant en acceptant d'acquiescer des montants considérables de bons du Trésor américains.

Ces mêmes déterminants expliquent (outre le fait que les marchés d'actions ont été, durant la première partie de l'année, relativement peu attractifs) le niveau exceptionnellement bas des taux à long terme : le 10 ans américain termine l'année à 4,40, en hausse de moins de 20 points de base par rapport à Décembre 2004, à 15 points seulement au dessus du taux directeur de la Fed qui a augmenté de 200 points. Les taux européens se situent à fin décembre à 3,30, en baisse de 35 points de base sur l'année, en dépit, ou à cause, de la hausse de 25 points (à 2,25) du taux directeur de la BCE.

Ces tendances vont-elles perdurer ? Après avoir été plutôt acheteurs de dollars en 2005, les investisseurs et en particulier les fonds spéculatifs pourraient, sinon inverser leurs positions, du moins revenir quelque peu sur l'euro en prévision d'une rémunération en hausse. Mais, par ailleurs, les motifs de relatif soutien du dollar ne manquent pas : les perspectives de l'économie américaine restent bonnes, et surtout il y a des raisons de penser que l'alliance objective Etats-Unis-Chine va se maintenir encore quelques temps pour le plus grand profit des deux protagonistes : le premier conforte ainsi la situation du dollar et sa domination monétaire mondiale, avec un financement peu coûteux de son déficit et le rôle toujours directeur du marché financier américain ; le second continue de trouver dans le marché américain un énorme débouché, tandis que, par ses achats de dollars, il freine l'appréciation de sa devise, améliorant encore sa compétitivité.

Même si cette alliance n'est sans doute pas dirigée contre l'Europe, elle ne lui est cependant pas favorable et les responsables de notre continent auraient tort de se réjouir des avantages illusoire de la situation.

Un tel contexte maintient l'euro dans un rôle mondial mineur et retarde d'autant l'émergence d'une véritable identité monétaire et financière européenne. Nous pouvons nous réjouir de constater que les taux à long terme européens ont diminué en 2005 alors que les taux américains augmentaient, mais il ne faut pas se faire d'illusion : si les taux américains subissaient un choc, par exemple en cas de doute sur la maîtrise de l'inflation par le nouveau

patron de la Fed, nous en subirions les conséquences et pourrions dire adieu au bas niveau du coût de l'argent à long terme. C'est l'efficacité même de la transmission de la politique monétaire de la BCE, en particulier lorsqu'elle est accommodante qui se trouve de ce fait, amoindrie.

Surtout, la situation actuelle contribue à retarder les vraies décisions à prendre face aux problèmes du continent.

Les responsables européens sont obsédés par le taux de change qu'ils souhaitent aussi faible que possible et par les taux d'intérêt qu'ils souhaitent toujours très bas : ils sont heureux du cours actuel de l'euro (même s'ils ne souhaitent pas qu'il baisse encore davantage) ; ils poussent des clameurs face à la modeste hausse du taux de la BCE, alors que cette hausse, en rassurant les investisseurs sur les perspectives inflationnistes, pourrait bien avoir accentué le mouvement de baisse des taux longs européens. On est un peu consterné de lire dans un récent rapport du CAE, sous la plume d'économistes réputés, que la croissance européenne « pâtit essentiellement de politiques macroéconomiques excessivement et durablement restrictives. »

Mais à quoi sert un taux de change compétitif si l'appareil productif est défaillant (cf. le retour du déficit extérieur français) ? A quoi sert un bas coût de l'argent s'il ne favorise que l'immobilier tandis que les entreprises, considérant le médiocre environnement structurel dans lequel elles se trouvent, s'abstiennent d'investir ? Le gouvernement français envisage d'instaurer un dispositif permettant les prêts aux ménages gagés sur la valeur de leur patrimoine. Voilà une mesure qui peut doper la consommation, aggraver notre déficit extérieur, et permettra peut-être d'afficher un taux de croissance du PIB moins misérable, mais qui laissera toujours l'investissement en panne. Il serait, à notre sens, beaucoup plus important de se concentrer sur une politique visant la réalisation effective des objectifs de Lisbonne, en matière de force de travail et d'investissements de productivité et de recherche, qui sont les points faibles majeurs de l'Europe. Durant le même temps, le tandem USA-Chine (l'Inde s'y joindra certainement) étend son emprise sur l'économie et la finance mondiales et creuse l'écart avec le «vieux» continent.

Un euro à 1,18 dollar, un taux à dix ans à 3,30... et une croissance du PIB de moins de 1,5%, voilà quelques chiffres phares de la zone euro pour 2005. Nous préférerions de beaucoup une croissance de 3,5% et un euro à 1,30 soutenu par des investisseurs attirés par le dynamisme européen.