

L'EUROPE, MAILLON FAIBLE DE LA REPRISE MONDIALE

(Mai 2010)

- Addendum à la note de conjoncture d'avril 2010 -

L'Europe, maillon faible de la reprise mondiale

L'Europe, mal partie dans la reprise mondiale, en est le maillon faible. Au point que son accès de faiblesse du printemps est perçu avec inquiétude dans le reste du monde s'il devait s'avérer déclencheur d'une réplique majeure de la crise financière et d'une rechute de l'activité mondiale. L'Europe cumule des faiblesses politiques, productives et financières qui la mettent en mauvaise posture, même dans l'hypothèse favorable d'une reprise mondiale confirmée.

Dilemmes européens

Les gouvernements européens sont confrontés à une équation difficile, qui porte sur la compatibilité entre la consolidation de la sortie de récession et le maintien sous contrôle de la trajectoire de la dette publique :

– La récupération des pertes de production suscitées par la crise ne sera pas spontanée. Il y a des risques de manques à gagner irréversibles (liés par exemple au fait que les investissements nouveaux iront plutôt vers les marchés émergents en expansion). Le temps perdu ne sera pas rattrapé parce que les nouvelles positions compétitives des différents pays se consolideront. Ce risque, tangible au vu des évolutions respectives d'activité dès la sortie de récession, justifie une poursuite de l'effort public pour un redressement rapide de l'activité productive. On ne peut pas attendre que les perspectives de croissance européennes reviennent plus ou moins spontanément à hauteur de 2 à 3% l'an à horizon de la fin de la décennie si les dégâts de la crise sur le tissu productif ne font pas l'objet d'une action correctrice rapide et suffisante.

– Le contrôle de la dette publique pour qu'elle reste sur une trajectoire soutenable est nécessaire. Les déficits publics bien contrôlés, et donc réversibles, ont des vertus contra-cycliques mais l'excès cumulatif de dette publique rend l'Etat otage des marchés financiers, comme lorsque, au Moyen-âge, la puissance des rois était faible devant celle de leurs créanciers. La difficulté est que la définition de la soutenabilité de la dette ne va pas de soi et que cette incertitude participe aux troubles actuels. Une dette publique est soutenable si elle est désirée par les investisseurs comme une composante fiable de leurs placements et si l'Etat peut escompter des rentrées fiscales compatibles avec son remboursement. La soutenabilité dépend donc des anticipations sur la croissance future et de l'efficacité, à cet égard, de la dépense publique et de la politique économique. Elle a ainsi une dimension « subjective » qui fraie la voie à la spéculation. Elle est fonction de la confiance des investisseurs dans les titres publics, élément conditionnel et contingent, voire volatil. Face à ces difficultés, la paresse consiste à s'en tenir à la lettre des textes communautaires, qui prônent le plafonnement ou le retour de la dette publique à 60% du PIB. C'est un chiffre conventionnel hérité de l'histoire, correspondant à la dette moyenne des pays européens en proportion du PIB à la fin des années 1980 lorsqu'il a fallu fixer les critères de convergence de Maastricht (sachant qu'ensuite, le critère de dette a été sérieusement relativisé par rapport à celui, plus court-termiste, de déficit).

Le FMI s'est livré à l'exercice pour l'ensemble des économies avancées (et pas seulement l'Europe) : s'il s'agit, pour cet ensemble, de faire revenir d'ici 2030 à hauteur de 60% du PIB une dette publique brute qui sera vraisemblablement au voisinage de 100% au milieu de la présente décennie, il faudra procéder d'ici 2020 à une inversion du déficit public primaire structurel (hors

charges d'intérêt et hors effet conjoncturel), en passant régulièrement d'un niveau de - 4% du PIB à + 4% et en restant ensuite à ce niveau. Un ajustement d'une telle ampleur est difficilement envisageable sans une croissance qui le rende politiquement et socialement tolérable. Le FMI n'est guère disert à cet égard mais la Commission européenne fait de la surenchère, en privilégiant un horizon bien plus court : elle appelle tous les pays membres à revenir à des déficits publics en deçà de 3 % du PIB d'ici à 2013. Les Etats ont déposé auprès de la Commission des programmes de stabilité à horizon 2013 qui sont censés s'inscrire dans ses recommandations mais qui misent pour les trois années 2011-2013 sur le retour à des taux de croissance honorables, souvent autour de 2,5% l'an.

Ces programmes de stabilité ont une crédibilité faible (et les opérateurs sur les marchés financiers le savent). Ils n'ont guère pris en compte la conjonction d'ajustements budgétaires généralisés et rapides dans nombre de pays. Ils sous-estiment l'effet restrictif, voire récessif, sur l'activité qu'exercera cette conjonction (phénomène déjà observé au milieu des années 1990 au cours de la convergence généralisée vers le critère de déficit de Maastricht). Cette conjonction fait qu'il est plus difficile, pour chaque pays, de réaliser ses objectifs propres de croissance et de déficit public que s'il était seul à pratiquer un tel ajustement, dans un environnement neutre. La bonne réponse (théorique évidemment) à ce problème serait une coordination suffisamment intelligente des pays européens pour différencier l'ampleur et le rythme des ajustements budgétaires : les pays en situation budgétaire critique et contraints à des ajustements rapides devraient pouvoir bénéficier du soutien à la demande apporté par les pays plus à l'aise. La cohésion politique de l'Union européenne ne se prête pas spontanément à cet exercice mais on ne peut pas faire comme si le problème n'existait pas : son traitement conditionne le réalisme des perspectives et des objectifs avancés pour chacun des pays, dont la France.

Au départ épice de la crise, les Etats-Unis ne sont pas indemnes des menaces sur les comptes publics, loin de là. Mais leur organisation fédérale, leur culture politique et la fonction internationale du dollar font qu'il n'en résulte pas des handicaps aussi forts qu'en Europe pour le retour à la croissance (sans préjuger des obstacles de tous ordres que celle-ci peut rencontrer chez eux aussi) :

- L'Etat californien s'est trouvé, en 2008-2009, dans une situation quasi-désespérée, puisqu'il a dû payer à un moment donné ses créanciers en simples reconnaissances de dette. Si la défiance suscitée par la dérive (et sa révélation) des comptes publics grecs secoue bien plus les marchés et le change euro-dollar que ne l'a fait la crise des comptes publics de l'Etat californien c'est pour plusieurs raisons : le secteur privé californien est certainement plus compétitif que le secteur privé grec, mais, surtout, l'unité de la souveraineté monétaire américaine n'est pas mise en doute par l'épisode californien.
- La reprise américaine repose fondamentalement sur la connivence entre le Trésor et la Réserve fédérale (FED), entre la relance budgétaire et la perfusion monétaire. Depuis le printemps 2009, au fur et à mesure qu'elle menait à bien le retrait progressif des programmes exceptionnels d'assistance à la liquidité du système financier, la FED a repris ses achats de titres publics, redevenus majoritaires dans son actif. Le soutien de la FED à la relance budgétaire est sans condition et la préoccupation d'inflation est secondaire.
- Le dollar, dont le cours peut subir logiquement le contrecoup des déséquilibres fondamentaux affectant l'économie américaine, reste une valeur-refuge géopolitique.

L'Union européenne et la zone euro ne sont clairement pas dans la même situation. L'équation posée aux gouvernements européens est d'autant plus difficile à résoudre que les disparités internes et persistantes, spécialement au sein de la zone euro, pèsent de tout leur poids pour compliquer la coordination politique entre les dirigeants nationaux. Les réflexes nationaux guident les premières réactions, les discussions sont tortueuses et les délais longs pour dégager des positions communes. L'affichage de ces positions n'est pas tout : l'activation des dispositifs soulève, à chaque pas, des difficultés techniques et politiques dès lors qu'elle doit être soumise à l'approbation des instances nationales. La force de frappe manque pour dissuader à temps les offensives spéculatives qui, classiquement, recherchent des lignes de fracture là où celles-ci ne sont encore qu'en pointillé. L'histoire économique ne connaît guère de monnaie solidement et durablement reconnue sans souveraineté politique à la hauteur. La zone euro manque cruellement des institutions politiques et des dispositifs de solidarité – certes dotés d'une conditionnalité suffisamment incitative à une gestion sérieuse – permettant d'affermir sa cohésion face à des chocs prononcés.

Spirale de la défiance

Les comptes publics grecs, même après prise en compte des mesures de rigueur décidées, sont sur une trajectoire qui les expose à des tensions répétées au cours des années qui viennent. Si la Grèce, pays de taille modeste, disposait encore de sa propre devise, une procédure de défaut et de restructuration de la dette, comme cela s'est passé pour d'autres crises nationales dans le monde, serait envisageable : politiquement et socialement douloureuse, une telle procédure est techniquement gérable. La Grèce étant membre de la zone euro, cette solution a été jusqu'à présent repoussée : elle aurait miné la crédibilité financière de l'ensemble de la zone et de sa devise, exposant d'emblée d'autres pays à un effet de contagion et nombre de banques françaises, allemandes, etc., fortement engagées auprès de débiteurs grecs, à des pertes significatives et irréversibles.

Les gouvernements et les institutions européens, utilement complétés par le FMI, ont donc annoncé, dans la lenteur et le désordre, des dispositifs permettant de gagner du temps, en vue de permettre à la Grèce et, éventuellement à d'autres pays menacés, de passer le cap difficile des prochaines années.

- l'annonce, le premier week-end de mai, d'un plan d'aide à la Grèce : 110 milliards d'euros sur trois ans, dont 80 apportés par les pays de la zone euro au prorata de leurs parts dans le capital de la BCE et 30 par le FMI. Il ne s'agit pas de charité : les prêts consentis par les Etats membres seront rémunérés au taux de 5%.
- Lorsqu'il fut rapidement constaté que cette première annonce ne suffisait pas à calmer les effets de contagion, l'annonce d'un « mécanisme européen de stabilisation », pouvant mobiliser jusqu'à 600 milliards d'euros (60 par la Commission, 440 par les Etats membres, 100 par le FMI) pour faire face à des menaces sur tel ou tel pays. Politiquement, c'est un pas significatif en direction d'un dispositif de solidarité financière au sein de la zone euro. Le montant impressionnant correspond à des engagements virtuels, à des garanties publiques mobilisables en cas d'accidents.

Les opérateurs des marchés financiers ont en effet été impressionnés dans un premier temps, ce qui s'est traduit par une brève euphorie boursière, puis les doutes sont revenus, non sans raison :

- Ce sont des dispositifs qui rajoutent de la dette (même virtuelle) à la dette publique déjà existante, qui combattent la dette par la dette : ils ressemblent donc à de la cavalerie financière à grande échelle organisée par les Etats ! Ce n'est crédible qu'autant que la dette publique des grands Etats « sérieux » (l'Allemagne, la France,...) reste considérée comme une valeur-refuge solide comparativement aux titres émis par les Etats plus fragiles atteints par la contagion de la défiance (le Portugal, l'Espagne,...). C'est en effet encore le cas dans la période présente, où l'Allemagne et la France, notamment, placent aisément, à coût faible, leurs émissions de dette publique. Mais jusqu'à quand ? Il n'est pas sûr que les dispositifs annoncés suffisent à éloigner définitivement le besoin d'une restructuration franche de la dette des Etats défailants, y compris pour que soient mieux distinguées des situations nationales qui ne sont pas équivalentes : l'histoire des comptes publics espagnols n'est pas celle de la Grèce.
- En dépit du recours aux valeurs refuge, la défiance envers les titres publics est devenue suffisamment généralisée pour dégrader la liquidité sur les marchés de titres publics, c'est-à-dire l'aisance avec laquelle s'échangent ces titres une fois qu'ils ont été émis. C'est là une situation dangereuse, source d'un retour de bâton de la crise financière car les banques et autres institutions financières (comme les compagnies d'assurances) ont donné un poids d'autant plus important aux titres publics dans leurs actifs qu'elles les considéraient sans risques. Le déclassement d'une série de titres publics (irlandais, grecs, espagnols, portugais) par les agences de notation a exercé un effet ravageur à cet égard. Le danger a conduit la BCE à admettre une altération significative du code génétique qui lui a été légué par la Bundesbank : l'achat de titres publics sur le marché où s'échangent ces titres, quitte à réguler les liquidités supplémentaires ainsi injectées par l'incitation sur les banques à les placer sagement sous forme de dépôts auprès de la BCE elle-même. D'un côté, la BCE se résout à faire ce que la FED pratique presque de manière routinière dans la crise ; de l'autre c'est un événement qui a une dimension de rupture vis-à-vis de la doctrine fondatrice de la zone euro : l'Allemagne, compte tenu de sa culture (le mark comme devise forte et stable garantissant la pérennité de l'économie sociale de marché) et des conditions qu'elle a mises à la création de la zone (l'euro aussi fiable que le mark), ne peut y être indifférente. Les autres européens, français inclus, doivent en être conscients : la BCE évoluant sous la pression des circonstances, ce ne sera pas sans contrepartie. Une meilleure coordination européenne, avec la pleine participation allemande, n'est pas envisageable sans surveillance réciproque des déséquilibres et sans conditionnalité renforcée des soutiens financiers.
- La Grèce est un pays de taille modeste mais le nombre de pays, de taille variable, mettant en œuvre des plans d'ajustement public qui ressemblent plus à de la déflation organisée qu'à de l'austérité ou à de la rigueur classiques, s'accroît : dans la zone euro, l'Irlande, la Grèce y sont déjà, le Portugal et l'Espagne y viennent ; les grands Etats moins immédiatement menacés (l'Allemagne, la France...) annoncent des plans de rigueur qui signifient le retrait du soutien public à la croissance ; à l'extérieur de la zone euro, plusieurs pays sont durement atteints (mesure-t-on ce que veut dire en Roumanie, dans un pays au

rattrapage limité et partiel, situé dans un environnement balkanique toujours fragile, une baisse de 25% des salaires des fonctionnaires et de 15% des retraites ?). Le cumul de ces ajustements est facteur de rechute de l'activité en Europe et les marchés boursiers, pas toujours irrationnels, en tiennent compte : si la coordination des politiques est incapable de faire jouer à certains pays le rôle de moteur de la demande intérieure européenne, les perspectives de croissance et d'emploi sont pires que médiocres et les ajustements nationaux seront sources de tensions sociales. C'est tangible dès le début de l'année 2010 : la reprise patine en Europe et les troubles sociaux diffusent. L'Europe pesant son poids dans l'économie mondiale, le reste du monde n'est pas indifférent à ce qui s'y joue.

L'euro : le retour au réel

Graphique : Taux de change dollar / euro (jusqu'au 21 mai 2010)



Source : BCE

Que le cours de l'euro soit affecté par la crise de l'Union monétaire est logique : la valeur fondamentale d'une monnaie n'est pas indépendante de la qualité de la gouvernance de la zone dont elle est la devise. La rapidité de la glissade récente de l'euro, notamment en mai, est inquiétante parce qu'elle intervient simultanément à l'annonce des plans européens et ne conforte donc pas leur crédibilité. Elle n'est pas assimilable à une gestion ordonnée du cours de l'euro, reposant sur une doctrine cohérente, visant à faire revenir et à stabiliser l'euro dans une plage acceptable pour la compétitivité moyenne des pays européens. Le repli de l'euro favorisera certes, toutes choses égales par ailleurs, les exportations des producteurs européens, mais les causes de sa baisse, précédemment résumées, ne jouent pas en faveur de la croissance : les exportations se substitueront à la demande

intérieure des pays européens, sans qu'il soit acquis que la croissance mondiale et les gains de parts de marché soient suffisants pour que l'effet net sur la croissance et l'emploi soient positifs.

Le cours atteint par l'euro à la mi-mai, qui se rapproche de 1,2 dollar, n'est pas à dramatiser : à ce niveau-là, ce n'est pas un euro faible et il permet encore aux touristes européens de voyager à l'aise ! Au vu de sa trajectoire depuis sa naissance, c'est un cours à proximité du niveau enregistré dans les « bonnes » années de la décennie 2000 (2005 à 2007, durant lesquelles la croissance européenne connut un sursaut significatif mais transitoire), avant que la défiance envers le dollar déstabilisé par l'entrée des Etats-Unis en crise entraîne l'euro vers des sommets à la fois exagérés et instables : le cours actuel est bien au-dessus du plancher proche de 0,8 dollar touché au début des années 2000. L'estimation d'un taux de change d'équilibre au sens de la parité des pouvoirs d'achat¹ dépend du panier de biens conventionnellement retenu pour le calculer, mais elle aboutit à une fourchette, dont la médiane est plutôt en dessous de 1,2 dollar. La clarification de la doctrine sur le taux de change de l'euro devrait être sur l'agenda de la gouvernance de la zone, de telle sorte que le renforcement de sa croissance potentielle soit parmi les critères permettant de définir un taux de change cible contre le dollar et les devises émergentes.

Au niveau de 1,2 dollar, le cours de l'euro fournit incontestablement un bol d'air aux producteurs français, dont la compétitivité est plus sensible aux écarts de prix que celle des entreprises allemandes. Pour que l'effet favorable à la compétitivité joue progressivement et significativement sur les exportations françaises, il faudrait que l'euro se stabilise durablement à ce niveau (pas plus haut en tout cas). Pour que cet effet positif sur les exportations exerce un effet d'entraînement sur l'activité, il faudrait que la trésorerie des entreprises, fragilisée par la crise mais en cours de reconstitution, ne subisse pas trop l'impact de la hausse des coûts d'approvisionnement consécutifs à la baisse de l'euro : les chefs d'entreprise français expriment quelques inquiétudes à cet égard (cf. en encadré, l'enquête de Rexecode) et ils ont donc besoin de l'appui confirmé de leurs banques. Il faudrait enfin que la demande intérieure (en France et dans les autres pays européens) ne soit pas comprimée à l'excès par les plans d'ajustement public en cours : il est en effet peu probable que le modèle exportateur allemand soit aisément et rapidement généralisable en Europe.

¹ La parité des pouvoirs d'achat est un taux de change fictif permettant l'égalisation des niveaux de prix entre les pays.

Encadré : l'impact de la baisse de l'euro sur la trésorerie des entreprises, vu par Rexecode

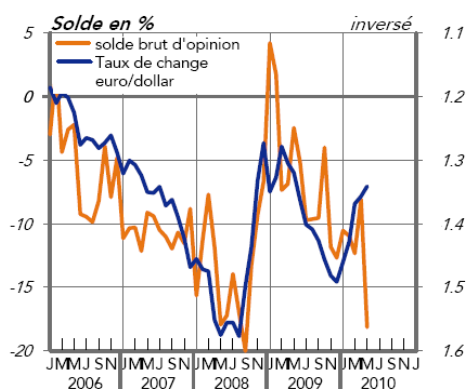
Trésorerie des Entreprises

* Influence du taux de change euro-dollar

Le solde d'opinion des trésoriers sur l'influence du taux de change sur les trésoreries subit une forte détérioration de 10 points en mai, passant de -8,1 % le mois précédent à -18,1 %. Dans le même temps, la dépréciation de l'euro initiée à la mi-décembre 2009 s'est intensifiée depuis la mi-avril 2010.

L'accroissement des coûts semble donc l'emporter dans une première phase sur les effets positifs éventuels, attendus ultérieurement grâce à l'amélioration de la compétitivité.

Influence du taux de change



Source : AFTE/ Coe-Rexecode
 Question : Jugez-vous que le niveau actuel du taux de change euro-dollar influence ou influencera la trésorerie de votre entreprise positivement, pas du tout ou négativement ?

Solde d'opinion, en %, brut

	déc.-09	janv.-10	févr.-10	mars-10	avr.-10	mai-10
Influence du change*	-12.7	-10.5	-10.9	-12.3	-8.1	-18.1

* Écart entre le pourcentage de réponses "positive" et le pourcentage de réponses "négative".
 (R) : Révisé, (P) : Provisoire

Source : « France : Indicateur Trésorerie des grandes entreprises », Association Française des Trésoriers d'Entreprise et COE-Rexecode, 20 mai 2010,
<http://www.coe-rexecode.fr/public/Indicateurs-et-graphiques/Indicateurs-Coe-Rexecode/Indicateur-de-la-Trésorerie-des-entreprises/Impact-négatif-a-court-terme-de-la-chute-de-l-euro-sur-les-trésoreries>