

2011, ANNEE DE TOUS LES DANGERS

Jacky Fayolle

Billet du CEP

Janvier 2011

2011, année de tous les dangers

A l'orée de 2011, il faut relire *Le marchand de Venise* : paiera-t-on la livre de chair demandée par les créanciers, et qui ? Le sort des dettes est au cœur des incertitudes de la conjoncture mondiale et, spécialement, des désordres européens. Après de brèves considérations sur les perspectives mondiales, le propos de ce billet se centre sur l'Europe : l'année 2011 voit l'entrée des pays européens dans le tunnel de l'austérité budgétaire, sans que pour autant la maîtrise crédible de la trajectoire des dettes publiques soit assurée.

Si on file la métaphore, les années 2008 et 2009 auront été l'année des tempêtes déchainées et des naufrages ; l'année 2010 celle de la rentrée des bateaux au port, en eaux protégées, sauf la flottille européenne, mal commandée, égarée et dispersée. L'année 2011, c'est la tentative de sortie, pour reprendre la haute mer de la croissance mondiale, par temps d'épais brouillard : les écueils sont nombreux et pas tous visibles.

Les perspectives encore volatiles de la croissance américaine

Début 2010, une fourchette assez large de prévisions prévalait aux Etats-Unis pour la croissance américaine de l'année 2011, après une année 2010 encore laborieuse : la FED, soucieuse de conjurer le risque déflationniste par sa propre action, manifestait parmi les prévisions les plus volontaristes, jusqu'à envisager une croissance 2011 de l'ordre de 4%.

La reprise américaine s'est essoufflée au cours de 2010, sous le poids de plusieurs facteurs :

- L'enlèvement du marché immobilier et le fardeau persistant des dettes hypothécaires.
- Une rigidité nouvelle du marché du travail, pour partie consécutive au freinage de la mobilité géographique par la pesanteur des dettes hypothécaires mais peut-être aussi liée à des déséquilibres d'intensité nouvelle, entre jobs offerts et demandés: la crainte d'un *skills mismatch* structurel fait s'affirmer, aux Etats-Unis, des préoccupations portant sur les besoins de formation professionnelle.
- La reconstitution, inévitable, de la capacité interne d'épargne limite l'expansion de la demande de consommation et d'investissement. De pair avec les injections de liquidités de la FED, elle nourrit le gonflement d'une bulle obligataire, les Bons du Trésor restant le placement ultime mais leur qualité de valeur-refuge à toute épreuve n'étant pas sans susciter la méfiance.

L'année 2010 voit ainsi les Etats-Unis guettés par le risque d'une situation structurelle de sous-emploi, peu compatible avec l'*American way of life* et lourde de conséquences politiques.

La reprise américaine reprend de la vigueur en fin d'année 2010:

- La politique d'émission monétaire de la FED et son programme d'achat d'obligations publiques (phase 2 du *quantitative easing*, QE2) assument les lourds et persistants déficits fédéraux.

- Le compromis fiscal du Président Obama avec les Républicains prolonge la relance budgétaire, sous la forme des exemptions fiscales prorogées sur deux ans.
- Le *benign neglect*¹ confirmé envers le cours du dollar répercute en partie les coûts de cette politique sur le reste du monde.

La politique et les perspectives américaines ne peuvent que susciter des réactions contradictoires : comment dynamiser et équilibrer l'économie US sans effets externes négatifs ? L'économie mondiale reste suffisamment dépendante de la santé américaine pour qu'un redémarrage américain soit largement souhaité, sans que pour autant les autres pays aient envie d'en subir les implications moins agréables, en matière de taux de change notamment. Comme le dit crûment l'éditorialiste du Financial Times, Martin Wolf, « ceux qui souhaitent que leurs Bons du Trésor restent sûrs devraient se réjouir de tout ce qui permet aux Etats-Unis d'accroître leur demande intérieure et rééquilibrer leur position extérieure »². Il reste que le défi du rééquilibrage budgétaire de moyen-long terme reste posé aux Etats-Unis, qu'il n'est pas réglé par le compromis circonstanciel entre le Président Obama et les Républicains et que son mode de règlement (ou de déni) ne sera pas sans implications pour les doutes récurrents sur la suprématie du dollar.

La coordination internationale trop évanescence pour consolider et équilibrer sûrement la reprise internationale³

En 2010, la reprise internationale, appuyée sur le dynamisme vite retrouvé des grands pays émergents, est effective (près de 5% pour la croissance de la production mondiale). Les profits et les investissements des grandes entreprises branchées sur le commerce mondial en bénéficient et progressent. Les déséquilibres de balance courante entre pays, exprimés en proportion du PIB mondial, se sont réduits d'un palier par rapport à l'avant-crise mais subsistent.

La volatilité des perspectives américaines contribue aux tensions sur les changes. L'étalon-dollar évite aux Etats-Unis un retour forcé à la discipline sur le mode de l'étalon-or mais le *benign neglect* n'incite évidemment pas les autres pays à une attitude coopérative.

La fragilité financière mondiale persiste:

- L'estimation des pertes bancaires est désormais stabilisée (2200 milliards de dollars, dont les trois quarts comptabilisées, selon les *Perspectives du FMI* d'Octobre 2010) mais les risques de dégradation des titres publics peuvent être un facteur de relance de ces pertes. Les *stress tests* auxquels ont été soumises les banques, notamment en Europe, se sont bien gardé d'explicitement de facteur de risque.

¹ L'insouciance dite bienveillante manifestée par les Etats-Unis envers le cours de leur devise.

² Martin Wolf, « Pourquoi la FED a raison », *Le Monde*, 16 novembre 2010.

³ Ce paragraphe mobilise des analyses proposées par les *Perspectives du FMI* d'Octobre 2010.

- Le désendettement des agents surendettés reste encore largement à réaliser et va contraindre durablement la croissance.
- Le fardeau immobilier plombe la reprise dans nombre de pays.
- L'entente effective du G20 sur les principes de régulation financière et leur mise en œuvre reste difficile.

La coordination internationale exigerait davantage de différenciation des efforts de relance, entre pays à excédents courants et pays à déficits, que ce n'apparaît être le cas aujourd'hui. Face à la persistance des tensions monétaires et financières, nombre de pays émergents se protègent en accumulant des réserves financières. Ils freinent les afflux d'investissements externes et resserrent leur politique monétaire face aux risques d'inflation interne.

Ce qui se confirme au cours de l'année 2010, c'est que le rattrapage des émergents ne sera pas neutre pour la trajectoire des anciennes puissances industrielles (un rattrapage en douceur n'implique pas *a priori* que le leader s'en trouve ralenti). Les émergents combinent une corrélation cyclique renforcée avec les grands pays développés et une meilleure résilience après les chocs récessifs qui affectent l'économie mondiale : lorsque celle-ci repart, ils prennent des positions que ne retrouvent plus les anciens leaders. En particulier, l'économie duale de la Chine – des secteurs hautement compétitifs assis sur une vaste « arrière-économie » à faibles coûts – ne répond guère aux canons des modèles de rattrapage harmonieux et régulier passant par une revalorisation progressive du taux de change réel du pays en rattrapage : les leçons d'économie adressées aux chinois n'y suffiront pas.

Du printemps 2010 à l'hiver 2010-2011: l'auto-défense de la zone euro en quête éperdue de crédibilité

La récupération des pertes d'activité suscitées par la crise n'étant pas spontanée, l'action publique reste nécessaire en Europe pour consolider les perspectives de croissance. Les vertus contra-cycliques de déficits publics réversibles supposent cependant la maîtrise de la trajectoire des dettes : l'excès de dette publique fait des Etats les otages des marchés financiers, qui leur imposent des coûts prohibitifs s'ils jugent que les seuils de tolérance de la dette publique (en proportion du PIB) sont dépassés.

Ces seuils sont historiquement et géographiquement variables⁴. Ils s'abaissent aujourd'hui pour certains pays de la zone Euro, ce que concrétise le retour, vraisemblablement durable au-delà de la volatilité de très court terme, d'un spectre élargi des primes de risque s'appliquant aux emprunts nationaux. Ce retour entérine l'échec de la zone euro à assurer son homogénéisation structurelle.

⁴ Voir l'ouvrage désormais de référence de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff sur les crises financières, *This time is different, Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

Les programmes de stabilité budgétaire des Etats européens manquent de crédibilité pour concilier la consolidation de la reprise et la maîtrise de la dette: les effets réciproques négatifs d'ajustements budgétaires précipités et la carence de coopération entre pays aux marges de manœuvre différenciées sont mal pris en compte dans les prévisions. La spirale de la défiance envers les titres publics se propage : Les Etats apparaissent prendre la tête de la « cavalerie financière », qui consiste à garantir la valeur des dettes privées par la capacité d'endettement public. La BCE acquiert désormais des obligations souveraines : cette altération de son code génétique, hérité de la Bundesbank, la rapproche de sa consœur américaine et constitue un soutien bienvenu à l'activité européenne, mais, l'euro n'étant pas le dollar, la défiance à l'égard des actifs financiers et monétaires européens ne s'en trouve pas automatiquement réduite.

Du printemps 2010 à l'hiver 2010-2011, l'auto-défense de la zone euro court après sa crédibilité :

- Début mai 2010, c'est l'annonce du plan d'aide à la Grèce (110 milliards d'euros sur 3 ans dont 80 apportés par pays de la zone euro et 30 par le FMI) sous forme de prêts à 5%.
- Devant le risque de contagion, qui persiste, un mécanisme européen de stabilisation, sanctuarisant les dettes publiques jusqu'en 2013 et pouvant mobiliser jusqu'à 600 milliards d'euros (60 par la Commission, 440 par les Etats membres, 100 par le FMI), est annoncé dans la foulée. C'est un pas significatif vers la solidarité financière sous forme d'engagements virtuels mobilisables en cas d'accident. Le Fonds Européen de Stabilisation Financière pourra émettre comme tel, mais la borne de 2013 interdit de fait l'emprunt direct à échéance plus longue pour les pays sous pression.
- La crédibilité du dispositif est mise à l'épreuve par « l'accident » irlandais de l'automne, c'est-à-dire la sur-mobilisation du budget irlandais par l'insolvabilité des banques irlandaises, jusque-là assistées par l'accès aux liquidités fournies par la BCE.
- Fin 2010, les dirigeants européens parviennent dans la douleur à une entente difficile sur :
 - le dispositif de soutien à l'Irlande et à son système bancaire (85 milliards d'euros, dont 35 captés par les banques)
 - la pérennisation du FESF au-delà de 2013: la responsabilité du secteur privé sera impliquée via des clauses d'action collective dans les nouveaux emprunts obligataires ; il y aura traitement d'une défaillance nationale par une séquence d'avertissements et de sanctions sous la responsabilité du Conseil européen, jusqu'à une éventuelle restructuration de la dette en dernière instance ; la capacité d'intervention du FESF et sa nature préventive restent à clarifier. Il faudra en tout cas amender le Traité de Lisbonne.

Ce n'est clairement pas une histoire qui se termine avec l'année 2010.

L'enjeu sous-jacent : qui va supporter la dévalorisation des dettes privées et publiques ?

L'effet boule de neige des dettes privées et publiques légitime la question : peut-on s'en sortir sans restructuration coûteuse pour les créanciers ? A nationaliser toutes les dettes privées pour mieux les garantir, on prépare en effet les défauts souverains de demain⁵. Le report des échéances a ses limites : les banques comme les Etats européens font face dès 2011 à des renouvellements de dettes importants, qui solliciteront les marchés. La crise irlandaise illustre le coût du retard dans le traitement des restructurations bancaires. L'Islande, qui a subi durement les contrecoups d'un système bancaire surdimensionné mais qui est allé plus résolument à la restructuration et n'a pas fait de cadeaux aux créanciers, commence aujourd'hui à souffler.

Le traitement de la dette est un point-clef de discordance entre dirigeants et institutions européens :

- La gestion des crises grecque et irlandaise a été conditionnée par le souci de protection des banques, notamment françaises et allemandes, engagées dans ces pays : l'activité bancaire *cross-border* est allée plus vite que l'intégration effective de la zone euro et les banques sont surprises par le retour du risque-pays obligeant à une renationalisation de la gestion actif-passif.
- Les dirigeants allemands souhaitent l'implication des créanciers privés, qui doivent assumer leurs responsabilités en tant qu'investisseurs trop imprudents ou trop goulus ; ils jugent aussi normal le retour de primes de risque rappelant les emprunteurs nationaux au sens des réalités.
- La BCE alerte sur une déstabilisation auto-réalisatrice et systémique des marchés, si la boîte de Pandore de la dévalorisation des obligations publiques est ouverte ; mais elle rechigne à refinancer sans limite les banques irlandaises et s'inquiète de la dégradation de son bilan induite par des achats d'obligations souveraines elles-mêmes dégradées ; elle considère que le recours obligé au FESF, en cas d'insolvabilité, doit s'accompagner d'une conditionnalité exigeante et quasi-automatique.
- L'Irlande nationalise ses banques insolubles et implique pour partie les créanciers privés non seniors dans la dévalorisation de leurs actifs. Elle répugne à passer sous les fourches caudines de la conditionnalité européenne, impliquant une purge budgétaire plus que douloureuse pour les citoyens irlandais.

La solution est-elle une procédure claire et ordonnée de restructuration des dettes publiques, comme l'a proposé le *think-tank* BRUEGEL ⁶ ? Une telle procédure, en vue de circonvenir les effets de contagion, conditionnerait, sur la base de la restructuration, une assistance financière durable par une

⁵ C'est le syndrome latino-américain des années 1980 appliqué à l'Europe. Cf. Kenneth Rogoff, « La crise de l'euro est loin d'être finie », *Les Echos*, 6 décembre 2010.

⁶ Cf. François Gianviti, Anne O. Krueger, Jean Pisani-Ferry, André Sapir, Jürgen von Hagen, *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal*, BRUEGEL, 9 novembre 2010.

supervision budgétaire et macroéconomique renforcée. Ce « fédéralisme assurantiel » ne confondrait pas la conditionnalité avec un régime punitif à l'excès, dont finiraient par souffrir même les parangons de la discipline : l'Allemagne aura du mal à être seule durablement prospère dans un océan de perdition. Ce serait aller vers une franche mutation de la gouvernance européenne, qu'espère encore Jacques Delors⁷. Sans être une véritable mutualisation des dettes publiques, à laquelle les allemands répugneront longtemps, une capacité d'émission européenne d'euro-obligations dédiées à des projets précis et productifs serait un facteur de relance de l'intégration européenne⁸.

L'avenir de la zone euro et de l'Union européenne

Les enjeux précédents étant loin d'être tranchés, le devenir de la zone euro reste objet de suspicion. A l'automne 2010, les scénarios de partition de la zone fleurissent: si la référence à l'histoire passée des unions monétaires ne rend une désagrégation de la zone pas plus improbable que celle de l'Union soviétique, les coûts seraient considérables pour les sortants comme pour les restants : la conscience de ces coûts virtuels reste un facteur défensif de cohésion forcée, mais elle ne suffit pas à faire le bonheur collectif.

Le risque d'éclatement de la zone n'est pas sans paradoxe : pour un petit pays ouvert confronté à un effondrement financier, l'abandon de la souveraineté monétaire (la « dollarisation ») s'impose plus aisément qu'une nouvelle monnaie dévaluée renchérissant encore plus les dettes. Au demeurant la zone euro est soumise à forces centrifuges et centripètes : le « bon élève » estonien, fier d'une gestion budgétaire exemplaire, adhère début 2011 à la zone euro. La complexité de ces forces traduit de profondes recompositions régionales, sensibles dans la géographie des performances de croissance : les pays baltes bénéficient de la force d'attraction et d'exemplarité scandinave ; la Grèce est isolée dans un monde balkanique encore en déshérence⁹ ; certaines régions de la « vieille Europe » (à commencer par le Mezzogiorno italien) font désormais moins bien que certaines régions dynamiques des nouveaux pays membres.

Cette recomposition des lignes de force géographiques complique l'action en faveur de la cohésion européenne. Elle peut ne pas être sans conséquences institutionnelles et politiques. Elle manifeste la difficulté à gérer et résoudre certaines crises nationales et régionales qui sont à la fois des crises de la dette et de la compétitivité : la baisse, au moins relative, des prix locaux est nécessaire au redressement de la compétitivité mais elle aggrave la déflation par la dette, en renchérissant le poids et le coût de cette dernière. C'est un argument supplémentaire pour restructurer, en cas de besoin, les dettes sans trop attendre. C'est aussi une invitation à éviter la fuite en avant dans des stratégies

⁷ Cf. l'interview croisée de Jacques Delors et Helmut Schmidt dans *Le Monde* du 8 décembre 2010.

⁸ Cf l'interview de Philippe Maystadt, Président de la Banque Européenne d'Investissement, dans *Les Echos* du 13 décembre 2010.

⁹ Dans le sud-est européen, l'économie dynamique, c'est l'économie turque ! Mais la Turquie commence, logiquement, à regarder ailleurs qu'en direction de l'Union européenne.

de compétitivité outrancières – la tentation irlandaise de pérennisation et de relance du dumping fiscal. Si conditionnalité il doit y avoir, elle devrait comporter des clauses de dissuasion de la compétition déloyale et d’encouragement au développement des capacités d’innovation et des compétences. Sujet obligé de réflexion pour la définition et la coopération des politiques publiques en période maigre : le sentier soutenable des dettes publiques à long terme n’est pas indépendant de la qualité des dépenses publiques et de leur capacité à impulser un développement durable.