

CRISE DE LA DETTE, MENACES SUR L'EURO QUELS SCÉNARIOS POUR L'EUROPE ?

Compte-rendu de la Rencontre du mardi 14 décembre 2010, Paris

Intervenants :

Gérard DUSSILLOL, Conseil en investissement, président du groupe de travail Finances publiques de l'Institut Thomas More

Paul GOLDSCHMIDT, Ancien administrateur de Goldman Sachs International, ancien directeur à la Commission européenne, membre de l'Advisory Board de l'Institut Thomas More

Jean-Marc DANIEL, Professeur d'économie à ESCP Europe, chargé de cours à l'Ecole des Mines de Paris, chroniqueur au journal *Le Monde* et sur BFM Radio, auteur de *Histoire vivante de la pensée économique : Des crises et des hommes* (Pearson, 2010)

Le présent compte-rendu, le contenu, les titres et les intertitres, résultent du travail de retranscription réalisé par l'Institut Thomas More et n'engagent pas la responsabilité des intervenants.



La Rencontre est consacrée à ce qui apparaît comme l'un des principaux sujets de préoccupations de cette fin d'année 2010 – et qui le restera sans doute début 2011 : les attaques à répétitions contre la dette de certains pays européens, leur conséquences sur l'euro et donc sur l'édifice institutionnel et politique de l'Union européenne. En effet, endettement excessif des États, croissance durablement faible de la zone euro, chômage élevé, absence de leadership européen et perte de confiance entre les partenaires : le tableau n'est pas brillant.

Tous les scénarios sont aujourd'hui ouverts – dont celui de la fin de l'euro – : il faut avoir le courage de les regarder en face, de les analyser, voire de les anticiper. C'est ce que nous avons demandé aux trois éminents experts qui ont bien voulu participer à ce débat.

> Intervention de Gérard DUSSILLOL

Pour comprendre ce qui se passe en ce moment, il convient d'adopter un raisonnement en trois temps : le très court terme, le moyen terme (c'est-à-dire d'ici 2013) et le long terme pour comprendre les enjeux de fonds et les forces qui sont en œuvre.

A l'horizon immédiat, on peut compter à ses yeux sur une accalmie en Europe car les marchés ont tendance à se concentrer sur un seul événement à la fois et ils regardent actuellement plutôt de l'autre côté de l'Atlantique. Après la crise irlandaise, ils se concentrent en effet sur les États Unis où le président Obama vient de signer un protocole d'accord avec le Sénat pour une augmentation du déficit de 1000 milliards de dollars : la dette américaine s'en trouve encore alourdie et les marchés anticipent donc une hausse des taux.

A moyen terme, d'ici 2013, la question est de savoir si l'Europe et les États membres peuvent restaurer la confiance sur l'euro et sur la dette et comment ils peuvent le faire. La confiance sur la

dette veut en fait dire *sustainability*, i.e. la capacité non pas de rembourser cette dette mais de la contenir... Les États européens fortement liés à l'euro n'ont rien à gagner d'une explosion de celui-ci du fait de leur fort engagement. Concernant la dette, les problèmes irlandais et grec sont *a priori* réglés ou en passe de l'être. Le Portugal est trop petit pour faire vaciller le système mais la question de l'Espagne est plus sérieuse : est-elle « *too big to bail* » ?, Après elle, c'est l'Italie et la France qui pourraient se retrouver sur le radar. Pour le moment, elles restent au bord du radar... mais pour le moment seulement. A chaque période de panique, on constate que la différence de taux entre l'Allemagne et la France sur les *Bonds* à 10 ans augmente au détriment de la France – ce qui montre la fragilité de sa dette. Il est intéressant de noter que, dans ce climat, la BCE a accepté de revoir son dogme et ne s'interdit plus de racheter de la dette souveraine. Ce point est crucial ! Dans la mesure où personne n'est en mesure de restaurer la confiance, elle crée un deuxième niveau d'incertitude : « *if you cannot convince them, confuse them* ». Les marchés peuvent se brûler les doigts à trop jouer les scénarii de défaut mais personne ne sait jusqu'où la BCE peut agir. Sa capacité est en théorie illimitée, mais les pressions à l'orthodoxie risquent de revenir.

A long terme enfin, au-delà de 2013, de nouvelles dettes seront émises selon de nouvelles règles mais on ne sait pas quel poids auront les autres dettes contractées antérieurement. Comme on l'a dit précédemment, la dette doit d'abord être contenue avant d'être remboursée afin de garantir la croissance économique. La question est de savoir si on peut contrôler cette dette ou si une restructuration est inévitable. Sachant que les enjeux sont très lourds, la seule peur du défaut peut à elle seule amener au défaut... avec un effet domino incontrôlable : la restructuration d'une dette entraînerait les autres, suivie d'une nouvelle crise des banques, c'est-à-dire une impossibilité pour elles de se refinancer (comme en 2008) et donc un besoin de recapitalisation massif des États.

D'un point de vue technique, le remède adopté par l'Europe et imposé par l'Allemagne peut au bout du compte « tuer le patient »... Comme la dévaluation n'est pas possible dans une union monétaire, la pression sur la baisse des coûts semble la seule option possible pour rétablir la compétitivité. Cela entraîne des pressions déflationnistes qui affectent la demande interne, et dans un premier temps la croissance mais aussi un désendettement des banques, des entreprises et des ménages : on appelle ça le processus de *deleveraging* et il peut durer des années. Cependant, la dégradation initiale de la croissance est compensée par la suite par la récolte d'effets positifs favorables à cette dernière. Si au final, l'économie ne redémarre pas, les recettes fiscales stagnent, voire régressent, et le taux d'endettement continue à croître – d'où une augmentation du risque de défaut et donc une remontée des taux puis l'arrivée du défaut. Il faut donc une politique monétaire plus agressive (QE2) pour compenser cet effet dépressif initial sur la demande par le maintien de taux bas, au risque de déclencher l'inflation ou, pire, de créer de bulles spéculatives. Tout se joue alors, dans ce type de situation, sur les perspectives de croissance. C'est ce qui explique la politique américaine actuelle qui fait fi pour le moment de toute rigueur budgétaire pour maintenir la croissance et qui considère qu'elle s'occupera de la dette plus tard. Alors que les économistes s'interrogent sur la bonne politique économique à adopter, les marchés, eux, ont tranché : pour preuve les cours de CDS (*Credit Default Swaps*) montrent de fortes probabilités de défaut.

D'un point de vue politique, il faudrait que l'Union montre aux marchés qu'elle possède une véritable volonté politique et qu'elle sait où elle veut aller. Ce n'est pas vraiment le cas aujourd'hui... Les relations franco-allemandes en particulier ne sont tout simplement pas assez équilibrées. Il n'y a qu'un seul pilote et ce pilote, c'est l'Allemagne qui impose sa propre vue. La crise grecque aurait pu être traitée de façon moins aléatoire et coûter moins cher au final si l'Allemagne s'était manifestée plus rapidement. Il en est de même pour la crise irlandaise où le gouvernement d'Angela Merkel a imposé une restructuration de la dette alors que cette dernière n'aurait pas été nécessaire quelques semaines plus tôt. Elle a aussi voulu le mécanisme de 2013 qui est un mécanisme dont l'objectif est que les marchés fassent eux-mêmes directement pression sur les pays concernés pour mettre de l'ordre dans leurs finances publiques afin de compenser l'inefficacité des traités.

En effet, du fait de son histoire, l'Allemagne est traumatisée par l'inflation des années 1930 et la rigueur est un principe fondamental de la conduite économique du pays. L'Allemagne veut donc faire une Europe à son image fondée sur la discipline fiscale, mais aussi sur une pression permanente de la demande interne (+5% de 1999 à 2008 en termes réels) pour être extrêmement compétitive à l'export. On croirait volontiers qu'elle souhaite imposer une « germanisation » de l'économie européenne, ce qui reviendrait à dire : des pays européens tous dépendants des exportations avec un scénario permanent de baisse des coûts. En fait sans pouvoir ajuster les taux de change, les Européens ont accepté une combinaison dévastatrice pour eux : besoin de compétitivité extérieure et restriction de la demande interne. L'Allemagne a bénéficié largement du système européen, sans rien lâcher en contrepartie. La « convergence », tant chantée par les responsables politiques français en ce moment, n'a pas fonctionné dans ce sens non plus. A long terme, cela n'est certainement pas une bonne idée pour elle non plus. En effet, elle ne pourra plus exporter vers le reste de l'Europe puisque les autres pays seront devenus aussi compétitifs qu'elle et qu'en plus ils risqueront de lui reprendre des parts de marché à l'international. Le risque est d'entrer alors dans une spirale sans fin de course à la compétitivité par la contraction de la demande entre pays de l'Eurozone. Si ce n'est pas le cas, cela veut certainement dire que des déséquilibres au sein de l'Europe sont inévitables. Ce qui amènerait alors à la question hypersensible des transferts fiscaux et ceci est le vrai débat que les Européens devraient avoir aujourd'hui...

Au fond, l'idée européenne est désormais devenue beaucoup moins « stratégique » pour l'Allemagne. A chaque temps fort de la crise, elle n'a apporté son soutien que parce qu'elle avait plus à perdre qu'à gagner, une explosion de l'euro signifiant pour elle une réévaluation massive, une chute des exportations et un risque de récession. On peut appliquer ce même raisonnement pour un défaut des pays actuellement dans le collimateur des marchés : il risque d'entraîner une crise bancaire majeure en Allemagne.

Seule la France pourrait encore faire changer d'avis son voisin, mais il faudrait pour cela qu'elle soit plus forte, plus exemplaire, plus sérieuse. Or, elle est aujourd'hui trop faible : elle doit raffermir ses positions avant de prétendre faire bouger son partenaire d'Outre Rhin. L'État français devrait en effet aujourd'hui envoyer un signal massif en réduisant fortement ses dépenses. L'Allemagne, avec les réformes Schröder, a réduit son taux de dépenses publiques de presque 5 points, soit à un niveau de 44% en 2008. Sans cet effort, elle dépenserait 117 milliards d'euros de plus aujourd'hui chaque année... La cigale française pendant ce temps continuait à osciller entre 52 et 54% de taux de dépenses publiques – soit un des taux les plus élevés au monde. Si bien qu'en 2007, elle dépensait 160 milliards d'euros de plus que l'Allemagne ! Les réformes des niches et l'harmonisation fiscales, annoncées par le gouvernement, semblent donc bien dérisoires à côté de ce gigantesque surplus de dépenses qui doit être compensé par l'impôt. Or ces impôts pèsent sur le coût du travail. En 2006, nous avons effectué un calcul sur ce coût : pour assurer le même salaire net à leurs salariés, les entreprises françaises doivent payer 23% de plus que leurs homologues allemands. On mesure ainsi très concrètement l'affaiblissement de notre compétitivité, donc de notre croissance, donc un chômage élevé, donc une dépense publique trop élevée, nécessitant en retour un alourdissement de la pression fiscale – tous les ingrédients de la spirale négative dans laquelle nous nous enfonçons depuis tant d'années.

En conclusion, une baisse des dépenses serait un signal fort lancé aux Allemands – peut-être le seul qu'ils peuvent entendre – pour qu'ils acceptent en échange de relancer leur consommation interne. Au niveau européen, cela marquerait un renouveau du couple franco-allemand et montrerait aux marchés qu'une véritable volonté politique existe au sein de l'Union. Ces derniers verraient alors une diminution du risque et pousseraient à une baisse des taux, condition à une relance de la croissance.

> Intervention de Paul GOLDSCHMIDT

Face aux tempêtes que nous observons sur les marchés et en Europe actuellement, on peut annoncer une bonne nouvelle et une mauvaise. La bonne nouvelle est que l'euro n'est pas en

danger car c'est une monnaie forte. En effet, le taux de change d'équilibre était de 1,17 euros pour 1 dollar lors de son lancement en 1999 et, malgré de nombreuses fluctuations, il n'est pas descendu en dessous de ce seuil depuis 2001.

La mauvaise est que, s'il n'y a pas crise de l'euro, il y a une crise politique profonde de l'Union économique et monétaire (UEM). C'est cette crise qui pourrait à terme éventuellement déboucher sur une implosion de la monnaie euro. La question, un peu simpliste de la « fin de l'euro » doit être comprise de cette façon.

La crise de l'euro a d'abord été une crise de l'endettement excessif. Il est généralement évoqué un endettement public important mais il s'agit plutôt à l'origine d'un excès d'endettement du secteur financier au secours duquel se sont portés les États à partir de l'automne 2008. La solvabilité des États membres est remise en cause, et non pas directement la valeur de la monnaie unique gérée sur ce plan spécifique par la BCE avec une grande fermeté. Cependant, la crise de la dette déclenchée par la crise de sur-endettement à la suite de l'explosion des *subprimes* a fait peser un risque sur l'euro. Les fluctuations de ce dernier reflètent les incertitudes sur la capacité des États à se financer et les conséquences d'une implosion éventuelle de l'UEM. Elles sont aussi le reflet de la passivité structurelle de la BCE en matière de taux de change, faisant de la valorisation de l'euro sur les marchés une résultante partielle de décisions prises par d'autres banques centrales plus ou moins indépendantes. L'euro sert de mécanisme de transmission dans l'achat et la vente d'obligations d'État, la résolution de la crise est donc importante pour préserver la solidité de cette monnaie. Il ne faut pas oublier non plus que sont à l'origine de cette dépression les gouvernements qui ont laissé courir leurs déficits mais aussi les régulateurs qui n'ont justement pas assez régulé et les consommateurs qui se sont sur-endettés.

Aujourd'hui, il faut évidemment se désendetter pour ne pas entraver la croissance et lancer un signal fort aux marchés afin qu'ils arrêtent la spéculation sur les dettes européennes. Deux solutions se présentent alors : soit on suit le modèle d'orthodoxie budgétaire avec des comptes publics en équilibre et donc un remboursement graduel de la dette, soit on dévalorise cette dette grâce à l'option de l'inflation.

Ayant négocié et construit l'UEM à la suite de la période inflationniste des années 1970 et 80, les membres de la BCE ont une phobie de l'inflation et donc ne sont absolument pas pour la deuxième solution mais plutôt pour la réduction des dépenses publiques. D'autant plus que l'Allemagne a décidé unilatéralement de s'imposer une règle constitutionnelle visant à l'équilibre des finances publiques. Cela augmente inévitablement la pression sur les autres membres de l'UEM. Il y a tout d'abord lieu de considérer si une telle mesure est souhaitable dans la mesure où un État ne dispose plus de sa souveraineté monétaire. En effet, si aux États-Unis, une obligation de budget équilibré est imposée au 50 États fédérés, des recours sont prévus au niveau fédéral, qui dispose de moyens pour leur venir en aide. Un deuxième problème est celui de la hiérarchie des normes : on a déjà constaté que l'Allemagne insiste sur un amendement du Traité pour se conformer à une disposition constitutionnelle dans le cadre du mécanisme de résolution de crise. La question est donc de savoir comment réaliser un arbitrage si chaque État adopte des règles constitutionnelles différentes.

La piste de l'inflation mériterait d'être étudiée avec précaution bien sûr, mais sans œillères, car les effets d'une déflation, entraînés par la rigueur budgétaire, seraient épouvantables pour la croissance. De plus, subir cette inflation reviendrait à appliquer une sorte de loi éthique à l'économie : elle serait comme une sanction à la surconsommation. Le problème du repli sur soi, caractéristique de la récession des années 1930 en Europe est un risque majeur face à cette crise que traverse l'Union. Or la cohésion et la solidarité sont la seule solution pour sortir de ce marasme. L'Allemagne refuse de relancer sa consommation et donc d'œuvrer pour la croissance européenne, considérant que l'effort doit être partagé par tous. Elle estime avoir assez travaillé pour l'Europe ces dernières années.

Concernant les mécanismes européens, la situation semble assez précaire. Le fonds européen de 750 milliards d'euros mis en place apparaît assez fragile car il n'est en quelque sorte pas destiné à être utilisé, ce qui ne donne pas vraiment confiance aux marchés. Il y a en effet une faille dans la

structure car la garantie parallèle de la dette n'est composée qu'à hauteur de 70% par des actifs AAA, ce qui est épouvantable pour la confiance des investisseurs.

La solution prônée par Paul GOLDSCHMIDT, sans doute audacieuse, serait plutôt d'étendre l'UEM aux 27 pays membre de l'UE d'un seul coup et sans attendre... Cela paraît fou mais agrandir comme cela l'Union engendrerait des effets bénéfiques pour une reprise économique et un renforcement de son poids sur le plan international. Il serait plus judicieux d'accueillir des nouveaux membres et de mettre en place des programmes de convergence en parallèle à la restauration d'une discipline budgétaire chez les anciens pays. L'entrée des 11 pays actuellement hors de l'euro entraînerait des chocs maîtrisables, du fait de leurs poids économiques relativement légers. Le Royaume-Uni serait obligé de suivre le mouvement, sinon le gouvernement anglais risque de signer l'arrêt de mort de la City. Cela encouragerait une coordination des politiques économiques – ce qui est actuellement la priorité de l'UE. De plus, un agrandissement de la taille de son marché améliorerait ses positions pour négocier face aux géants chinois et américain. Cela renforcerait l'euro qui pourrait alors prendre toute sa place sur la scène internationale en devenant une alternative au dollar de plus en plus solide.

> Intervention de Jean-Marc DANIEL

Le désarroi a été la réaction la plus généralement observée face à la crise. Keynes a été présenté par bien des observateurs comme le sauveur ultime, celui qui détenait les bonnes clés... mais ce n'est pas sûr qu'en Irlande ou en Grèce la population l'entende de cette oreille. En effet, l'intervention massive des États et les plans de relance mis en place ont été perçus comme un retour des politiques keynésiennes. Keynes prône l'augmentation des dépenses publiques sans augmentation de la fiscalité afin d'accroître la demande globale, de relancer l'investissement et donc au final l'emploi. L'accroissement final de la production est supérieur à celui initial de dépenses publiques : c'est la dynamique du « multiplicateur keynésien ». Or, lors de la crise financière, l'accroissement des dépenses étatiques se sont additionnées à des déficits budgétaires excessifs. D'où des problèmes de solvabilité des États et de spéculations sur leurs dettes et la mise en place de plans de sauvetage nécessitant l'application de politiques d'austérité et de restrictions budgétaires difficiles à accepter pour les populations concernées.

Il est encore aujourd'hui difficile de mesurer l'ampleur de la crise. Nos économies, qui sont des économies que l'on pourrait qualifier de « mûres », fonctionnent par cycles – c'est-à-dire avec des phases d'expansion et de ralentissement voire de récession. Plusieurs récessions d'ampleurs différentes ont ainsi marqué la fin du XXème siècle comme en 1975, en 1992, en 2000 entre autres. Mais ces récessions ont toujours été suivies de phase de croissance ascendante. La chute de Lehman Brothers en 2008 a marqué l'entrée dans la période de crise que nous vivons actuellement. La période de récession de 2009 s'est caractérisée dans l'économie réelle par une chute de la production liée à un déstockage massif et à une diminution forte de l'investissement exactement comme en 1993. Ces deux caractéristiques correspondent aux critères de Keynes qualifiant une crise...

Il ne faut pas oublier que toute crise a un coût qui peut être plus ou moins réparti parmi les membres de la société. Elle peut être payée soit par les travailleurs devenus chômeurs à cause de la chute de la production, soit par les fonctionnaires avec la rigueur budgétaire, soit par tous avec l'inflation.

La question est donc de savoir quel biais et quelle répartition vont être utilisés pour évacuer ce coût et retrouver de la croissance. Les hommes politiques ont tendance à se tourner naturellement vers l'inflation car c'est un indice maîtrisable avec des objectifs faciles à atteindre grâce à des politiques économiques adaptées : une politique monétaire expansive pour injecter des liquidités dans l'économie afin de stimuler l'inflation ou au contraire une politique monétaire restrictive retirant cette liquidité. Cependant, l'inflation n'est pas créatrice de croissance et risque d'entraîner des bulles qui, en éclatant, replongeraient l'économie dans une nouvelle phase de crise.

L'inflation n'est donc pas la bonne solution, selon moi. On peut s'appuyer sur la théorie keynésienne pour le prouver. En effet, selon Keynes, pour résoudre une crise, il faut compter sur les investissements et les exportations qui sont véritablement à l'origine de la croissance de long terme. L'investissement permet d'augmenter la production, donc l'emploi, donc les revenus des ménages et de ce fait la consommation qui elle-même stimule l'investissement. Le vrai moyen de sortir de la crise, c'est tout d'abord de relancer l'investissement et il est aujourd'hui nécessaire pour cela de mettre en place des politiques de rigueur budgétaire. Des dépenses publiques trop élevées entraînent aussi une fiscalité trop élevée et donc des coûts pour les entreprises trop importants et handicapants. Il faut donc alléger les charges pesant sur les entreprises en diminuant le coût de l'État-Providence. Cette baisse entraînera une diminution des coûts de production et une amélioration de l'investissement et permettra donc aux entreprises d'être davantage compétitives et concurrentielles sur le plan international. De plus, il faut encourager la concurrence à l'intérieur afin de dynamiser le tissu productif : la directive Bolkenstein de l'Union Européenne permettant la libéralisation des services est donc de ce point de vue très importante, malgré tout ce qu'on en a dit, car elle stimule la compétition entre les entreprises. L'austérité n'est certes pas populaire mais elle est nécessaire et certains hommes politiques comme Papandréou en Grèce ayant eu le courage politique d'annoncer des réformes difficiles pour le pays, mais nécessaires, ont vu leurs côtes de popularité augmenter.

L'option du partage du travail, telle que mise en œuvre par les 35 heures en France, ne saurait être efficace : baisser le temps de travail pour embaucher plus d'individus et faire baisser le chômage n'est pas une solution économique pertinente car à long terme les effets de la réduction du temps de travail sur la baisse du taux de chômage est nul.

Un véritable fédéralisme budgétaire avec des États impliqués et convergents serait indispensable pour maintenir la stabilité des finances publiques et ainsi que la compétitivité des économies. L'équilibre peut être garanti par les fluctuations de l'économie. En effet celle-ci est cyclique, le déficit structurel devrait donc être en théorie nul et seul le déficit conjoncturel devrait être autorisé. C'est le principe des stabilisateurs économiques : en période de crise, il s'agit de mener une politique de relance financée par le déficit budgétaire et une fois la croissance revenue, utiliser les surplus permis par les rentrées fiscales pour résorber ce déficit qui est alors conjoncturel.

Cependant, un véritable fédéralisme est difficile à tenir au niveau européen et ne peut être envisagé dans un avenir proche. L'Europe ne peut se mettre d'accord à 27. Or, elle a plus que besoin aujourd'hui d'être unie et de montrer sa cohésion face à des pays émergents de plus en plus puissants. L'idéal serait d'avoir des leaders prêts à mener et à incarner une politique et une ambition européennes. Rêvons un peu... On pourrait alors imaginer ainsi la distribution des rôles : l'Allemagne en leader sérieux, la France en leader en second moins sérieux, la Grande Bretagne en « traître » de comédie et l'Italie en Colombine fantaisiste et imaginative...