



**FINANCE** lundi 03 janvier 2011

# Quatre économistes pour penser 2011

Propos recueillis par Sébastien Dubas, Mathilde Farine et Frédéric Lelièvre

## Débat L'année qui débute marquera-t-elle la fin de la crise? Les pistes des chroniqueurs du «Cœur des marchés»

Le Temps: Le Sommet de l'Union européenne, mi-décembre, n'a pas débouché sur d'importantes décisions. Combien de temps la zone euro peut-elle tenir?

Andreas Hoefert: Elle peut tenir très longtemps en allant de crise en crise. Le Portugal sera touché, puis l'Espagne. A ce moment-là, une réflexion pourra commencer pour trouver un moyen de sortir de cet engrenage. La seule porte de sortie se trouve dans une intégration économique, sociale et des politiques budgétaires plus importantes. Mais ce n'est pas la voie prise par les politiciens aujourd'hui.

Michel Juvet: Cela dépendra surtout de l'Allemagne et de sa façon de juger les coûts et les bénéfices qu'implique sa présence dans la zone euro. C'est une question politique, car économiquement, on arrive tous à la même réponse.

Michel Girardin: Il est important de créer les bases des Etats-Unis d'Europe. Mais pour l'instant, on parle de financement sans résoudre la question de la dette. Or les marchés sont très sceptiques, ce qui provoque une hausse des taux et un cercle vicieux puisque cela augmente la charge de la dette. Ce sont les marchés qui dictent le «timing» possible de l'implosion.

François Gilliéron: Ce sont surtout ses adversaires qui se plaisent à parler d'implosion, donc les Anglo-Saxons. Cependant, vu l'ampleur de l'endettement américain, l'Europe a encore beaucoup de marge en la matière: elle aussi pourrait se mettre à imprimer de la monnaie...

Michel Girardin: Ce serait une mauvaise solution à un vrai problème. On suivrait l'exemple américain, qui est celui du mauvais élève. On peut réduire le problème de l'endettement en stimulant la croissance. Mais à un moment donné, il faudra en payer le prix: une inflation qui ne sera pas liée à une surchauffe économique, mais qui sera bien plus grave parce qu'elle viendra de la défiance envers les banques centrales et la monnaie papier.

- L'Europe fait-elle tout faux?

- M.Ju.: Non. Le «timing» est mauvais, mais le raisonnement est intéressant. Elle essaie de coordonner les politiques budgétaires et met la pression sur les pays trop endettés. Parallèlement, elle essaie de se montrer solidaire en ce qui concerne les dettes, ce qui paraît juste lorsqu'on est dans une zone monétaire unifiée. Les réticences de l'Allemagne à augmenter la taille du fonds de stabilisation sont en revanche incompréhensibles. Dans ces problèmes il vaut mieux anticiper que réagir, et d'ailleurs cela ne lui coûterait pas grand-chose. Berlin craint le moment où elle aura tellement aidé les autres pays et augmenté

tenement sa dette que ses coûts de financement grimperont. Avant d'en arriver là, on peut mettre en place un fonds de 1000 à 2000 milliards d'euros [ndlr: il pèse aujourd'hui 440 milliards]. Dans ce cas, l'augmentation potentielle de sa dette l'amènerait à environ 100% du PIB, ce qui correspond à la moyenne européenne.

– M.Gi.: On ne demande pas à l'Etat de Washington de payer pour celui de l'Arkansas. Pourtant, il existe des différences en termes d'endettement et de richesse qui sont parfois plus marquées entre Etats américains qu'entre l'Allemagne et la Grèce. Les Etats-Unis disposent de mécanismes compensatoires, ce qui n'est pas le cas en Europe. Qui ne peut pas non plus se servir de la monnaie pour regagner de la compétitivité. Aujourd'hui, l'ajustement se fait donc par des mesures qui pourraient conduire à une spirale de la déflation de la dette, à des récessions, voire des dépressions.

– F.G.: La vraie question qui se pose derrière le maintien de l'euro, c'est la réalité d'une politique de puissance européenne. La monnaie unique est l'un des rares domaines où le Vieux Continent a peu de concurrents au niveau mondial.

– Le rééchelonnement des dettes ne pourrait-il pas éviter tous ces problèmes?

– A.H.: Oui. Je ne vois d'ailleurs pas pourquoi l'Irlande est derrière ses banques. On aurait pu commencer à faire payer les privés dès ce moment.

– M.Ju.: La question est plutôt: quand faut-il restructurer la dette? Aujourd'hui, les risques sont trop importants pour le système bancaire européen et les Etats ne sont pas suffisamment assainis pour lancer un processus de restructuration. Il est inutile de le faire tant que les déficits budgétaires courants sont trop importants. Il faut attendre en tout cas deux ans.

– M.Gi.: Dans certains pays, la situation n'est pas si dramatique. En Italie, l'intérêt de la dette représente l'essentiel du déficit. On parle d'une restructuration après 2013. Mais pour les marchés, cela signifie qu'il faut se débarrasser des obligations sur les PIIGS [ndlr: Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne] dès maintenant.

– Pour certains, une restructuration est risquée car les banques ont trop investi dans ces pays. Il faudrait alors les recapitaliser...

– A.H.: La Banque centrale européenne devrait résoudre ce problème – comme la Fed l'a fait avec le «subprime» – en faisant passer les dettes des PIIGS sur son bilan.

– M.Ju.: Quid de l'indépendance de la banque centrale dans ce cas? On lui demande d'intervenir dans la gestion publique.

– M.Gi.: C'est bien ce que fait la Fed. On est dans une configuration où il s'agit de choisir la stratégie qui fera le moins de mal.

– M.Ju.: C'est un point intéressant qui est soulevé. Car si tout le monde s'est inquiété des dettes européennes en 2010, personne ne s'inquiète de la dette américaine. Puisque ce sont les créanciers qui mènent la barque, quand vont-ils – la Chine, le Japon et la Grande-Bretagne en particulier – s'inquiéter de la situation américaine?

– M.Gi.: Les Chinois s'en inquiètent déjà fortement. Ils détiennent des wagons de dette américaine. A mon avis, on va aller vers un rééquilibrage du monde. On

ne peut continuer à vivre avec cet impérialisme économique des Etats-Unis au aeternam où ils continuent d'imprimer de la monnaie.

– A propos des Etats-Unis: vont-ils finir par recréer de l'emploi?

– A.H.: Je ne pense pas pour les trois ou quatre prochaines années. Lors de la récession précédente, au début des années 2000, la poussée du chômage a été telle qu'il a fallu cinq ans pour la résorber. Maintenant, nous avons atteint un pic près de deux fois plus élevé. En outre, la situation du marché immobilier rend plus difficile la mobilité vers les Etats où se créent davantage d'emplois parce qu'il n'est pas toujours possible de céder son logement.

– M.Ju.: La situation pourrait devenir temporairement plus positive. Surtout avec le dernier plan budgétaire américain. Si les entreprises peuvent anticiper une croissance meilleure qu'attendu, elles peuvent investir dans les capacités et recruter. Il pourrait donc y avoir des créations d'emplois, même si cela ne veut pas dire que le chômage va baisser. Les entreprises se sont d'abord concentrées sur l'amélioration de leurs marges bénéficiaires.

– A.H.: Le désendettement du secteur privé va certes continuer, mais on force les Américains à consommer alors qu'ils sont toujours endettés, ce qui n'est pas très efficace. Les entreprises n'ont pas envie d'investir non plus. Depuis la Deuxième Guerre mondiale, il n'y a jamais eu de relance par les exportations aux Etats-Unis. Par ailleurs, on ne peut pas dire qu'ils vendent des produits que les gens ont envie d'acheter – généralement, ce que les gens achètent, c'est du «made in China» conçu aux Etats-Unis. La croissance américaine à long terme a pris un sérieux coup, et cela bien avant la crise financière. J'ai l'impression que la politique monétaire et budgétaire américaine vise à ramener l'Amérique sur un taux de croissance qui n'est plus le sien. Des phénomènes inflationnistes s'en dégageront forcément.

– F.G.: On peut même rappeler, même si je partage ce dernier avis, que la situation des sociétés est excellente aux Etats-Unis: elles regorgent de liquidité et ont retrouvé leur «pricing power» [ndlr: capacité à défendre le prix de vente de leurs produits]. Du point de vue boursier, c'est très positif.

– M.Gi.: On s'en remet quand même toujours au consommateur américain et à sa résilience fantastique. Mais jusqu'à quand peut-on sauver le malade?

– M.Ju.: Les ménages américains, dans leur ensemble, ne sont pas très endettés. Leur fortune – immobilier et actifs financiers – est nettement supérieure à leur endettement. Avec leurs seuls dépôts bancaires ils pourraient rembourser 75% des emprunts hypothécaires. En fin de compte, s'ils ont des actifs qui progressent – immobilier qui se stabilise, bourse bien orientée, taux d'intérêts qui restent bas – les ménages endettés peuvent survivre encore pas mal d'années.

– M.Gi.: Dans ce cas, on s'en remet à la bourse. Si elle est bonne, il y aura un effet de richesse. Cela stimulera la croissance et on rentrera ainsi dans un cercle vertueux. Mais je trouve dangereux de tabler sur les marchés pour arriver au scénario macroéconomique. En général, c'est l'inverse qui se produit.

– F.G.: Le nombre de consommateurs décroît actuellement aux Etats-Unis alors que les bénéficiaires des «food stamps» – leurs Restos du cœur – explosent.

– M.Ju.: Là, on est sur un terrain politique. Economiquement, on sait que les

20% les plus aisés contribuent pour 50% de la consommation américaine. C'est ce qui compte pour la croissance.

---