

La crise est devant nous !

Arnaud Diemer

Université Blaise Pascal, Clermont Ferrand

Depuis près de 2 ans, les tensions sur la dette publique des pays européens alimentent la presse économique et font débat parmi les économistes. Ce n'est pas le fait d'en parler qui est alarmant, mais plutôt de faire croire à la société civile que l'on découvre aujourd'hui les conséquences d'une crise déjà programmée, il y a près de 3 ans.

Les feuillets islandais, grec, irlandais, portugais, espagnol... tendent à révéler une profonde faille dans notre système capitaliste. Nous avons applaudi l'intervention des banques centrales et des Etats lors de la crise des subprimes : la crise financière de 2008 ne serait pas la crise de 1929, nous avait-on dit ! Nous découvrons aujourd'hui que cette intervention salutaire et nécessaire, n'a fait que repousser les échéances... et nous continuons à persister dans cette voie. Or de quoi parlons nous ? Non pas du futur mais d'un avenir proche que l'on peut résumer en une phrase : se dirige-t-on inéluctablement vers la fin de la zone euro ? Impossible dirons certains, l'Europe est une puissance économique amenée à s'étendre (de nombreux pays frappent depuis plusieurs années à la porte de l'Europe : Turquie, Croatie, les Balkans...) et à peser sur la scène internationale (l'euro est une monnaie de réserve qui entre dans le portefeuille d'actifs de nombreuses institutions internationales). Et pourtant, le scénario catastrophique reste une hypothèse de plus en plus réaliste ? Trois raisons nous amènent à le privilégier :

(1) La première est d'ordre macroéconomique. Si pour le moment, les banques centrales parviennent à contenir les problèmes de liquidité du système financier, elles sont incapables de régler le problème qui est à l'origine de ce mal : les déséquilibres en matière d'investissement et d'épargne, plus précisément l'excès d'épargne. Après un bref repli, ces déséquilibres sont repartis à la hausse depuis 2010.

Tableau 1 : Soldes du compte des transactions courantes des principales économies

Pays	2007	2008	2009	2010*
Allemagne	254	245	163	200
Chine	372	436	297	270
Etats Unis	-718	-669	-378	-466
Japon	211	157	142	166

Source : FMI, octobre 2010 (l'estimation pour l'année 2010* est une prévision), en milliards de \$

Dans le cas européen, cette situation est particulièrement alarmante, car nous sommes entrés dans un jeu non coopératif où les excédents des uns entraînent les déficits des autres. Les années 80 ont vu l'opposition entre le modèle anglo-saxon et le modèle rhénan (allemand) tournée à l'avantage du premier. Dans les années 90, Michel Albert évoquait cette victoire comme un paradoxe : « *Des deux variantes du capitalisme, l'américain et le rhénan, le second est globalement plus performant que l'autre. Aussi bien sur le plan social qu'en matière strictement économique. Or c'est le premier...qui gagne du terrain depuis le début des années 80, psychologiquement et politiquement* ». (1991, p. 217). Ainsi, la règle de Gresham, « la mauvaise monnaie chasse la bonne » serait en passe de s'appliquer en matière de capitalisme. Les capitalismes américain et anglais ont progressivement gagné du terrain au Japon, en Allemagne, en France... et dans la plupart des pays émergents. Ce modèle a pris des

traits spécifiques bien connus aujourd'hui. D'un point de vue financier, il rappelle que les entreprises anglo-saxonnes sont principalement financées par l'émission d'actions et non plus l'endettement bancaire, que leur capital est détenu par des investisseurs institutionnels parmi lesquels on compte les fonds de pension, des hedge funds..., que leur gestion privilégie l'intérêt de l'actionnaire à tout autre partenaire (salariés, clients, sous-traitants...) et donc, un niveau élevé de rentabilité des capitaux. D'un point de vue économique, il se traduit par un taux de chômage faible et une flexibilité prononcée des salaires sur le marché du travail. Invoquer la montée en puissance du modèle anglo-saxon traduirait ainsi une dynamique de convergence, processus qui se serait intensifié dans les 2000 sous la pression des marchés financiers. Si le constat de Michel Albert reste d'actualité, il y a un fait important qui n'a pas été pris suffisamment en compte. C'est la vitesse d'ajustement des modèles, autrement dit leur capacité à adapter et à modifier leurs institutions face aux mutations de l'environnement économique et financier. Or dans ce domaine, l'Allemagne a fait preuve d'un certain pragmatisme. Hormis son orthodoxie monétaire (héritage des périodes d'hyperinflation qu'elle ne souhaite plus revivre) qui nous oblige à avoir un euro fort et un ciblage d'inflation à 2%, l'Allemagne a entamé un réel virage économique et social dans les années 2000. Les lois Hartz (flexibilisant le marché du travail et générant une pression sur l'évolution des salaires) et sa spécialisation sur la qualité (échappant au dilemme de l'euro fort) ont été mis au service d'une ouverture plus importante sur l'extérieur. Dans les années 90, sur 100€ gagnés, près de 34€ provenaient du commerce extérieur. Aujourd'hui, ce chiffre est passé à près de 51€. Cet excès de dynamisme commercial se paie au prix fort pour les autres pays européens, notamment ceux qui ont un déficit commercial. Les chiffres suffisent à eux seuls pour comprendre la situation.

Tableau 2 : excédent ou déficit commercial dans l'UE des 27

Pays	Balance commerciale	
	Jan – août 2009	Jan – août 2010
Allemagne	86.4	96.7
Irlande	26	27.8
Pays – Bas	23.9	25.1
Belgique	8.3	10.7
Danemark	4.7	6.4
Suède	6.2	4.1
Hongrie	2.1	3.5
Portugal	- 12.8	- 13
Grèce	- 19.1	- 15.6
Italie	- 3.1	- 15.5
Espagne	- 28.7	- 34.6
France	- 33.9	- 40.1
Royaume Uni	- 62	- 74.1

Source : Eurostat, novembre 2010 (en milliards d'€)

Cet excédent commercial de l'Allemagne est au coeur des tensions dans la zone euro (Rapport Rexecode sur la compétitivité de la France et de l'Allemagne, 2011). Au final, toute réforme, toute décision ou toute aide financière doit obtenir l'aval de l'Allemagne. On comprend désormais que la sortie de crise pour la Grèce, l'Irlande, le Portugal se fera au prix fort (application de plans d'austérité drastiques sinon mise en faillite des pays).

(2) La deuxième cause est d'ordre monétaire et découle directement de la première. Elle prend deux visages. (i) Avant l'avènement de l'euro, une crise monétaire ou un déficit commercial se traduisait par un ajustement des taux de change, autrement dit, un pays utilisait la dévaluation pour redevenir compétitif. La crise durait 5 à 6 ans (à renfort de coupes sombres

dans les dépenses publiques, notamment les politiques sociales) cependant la baisse artificielle des prix permettait de regagner des parts de marché rapidement. Aujourd'hui, cette stratégie n'est plus permise. La création de la zone euro empêche tout recours à la dévaluation. On comprend ainsi très vite les conséquences de cette règle : si l'on ne peut pas dévaluer, la seule solution pour redevenir compétitif, c'est de baisser les prix et les salaires (les économistes rappellent qu'il faut raisonner en taux de change réels !). La Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne sont en train de vivre cette expérience, socialement intolérable ! Les aides financières qui leur sont octroyées sont aujourd'hui conditionnées par des réformes sévères : une baisse des salaires, un licenciement des fonctionnaires et une privatisation du secteur public dans l'urgence. (ii) Cette impossibilité de dévaluer la monnaie contraste avec la politique monétaire menée par la Reserve Federal. En effet, afin d'assurer la liquidité du marché et dans un contexte de taux extrêmement bas (proches de 0%), la FED a été amenée à mettre en place des mesures non conventionnelles. Ces mesures dites de *Quantitative Easing*, ont consisté à injecter des milliards de dollars dans le système financier afin de circonscrire la crise (en décembre 2010, la FED sous la pression du Parlement américain a été obligée de publier les montants accordés aux banques et aux entreprises, à la fois américaines et étrangères). Pour certains, cette action s'est révélée bénéfique. Cependant des voix s'élèvent aujourd'hui pour signaler que l'objectif de la FED ne se limitait pas à injecter de la liquidité sur le marché pour éviter les risques de défaillance, il constituait également un moyen de pression sur la Chine et son excédent commercial. Faute d'une réévaluation conséquente de l'Yuan, Washington se serait lancée dans une véritable guerre des nerfs, menaçant à la fois les réserves de change (libellés en dollars) et la compétitivité de la Chine. Cette guerre des monnaies a des effets collatéraux importants, notamment pour l'Europe. Des pays comme la Grèce tendent à souligner que la politique monétaire américaine s'est traduite par une appréciation de la monnaie européenne. Les chinois ont à la fois procédé à un arbitrage dans la détention de leurs actifs monétaires (des dollars échangés contre des euros) et augmenté leurs exportations vers la zone euro. La tension au niveau des excédents et des déficits commerciaux européens serait ainsi à son comble, et pour partie, directement rattachée au laxisme de la FED (notons au passage que la FED a un objectif de taux de change, ce qui n'est pas le cas de la BCE).

(3) La troisième cause est d'ordre financier. Au plus profond de la crise dite des subprimes, les discours politiques nationaux et internationaux se targuaient de donner un coup de frein aux pratiques frauduleuses constatées dans le système financier (voir le Rapport d'enquêtes paru en février 2011 aux Etats Unis), de mieux réguler les pratiques bancaires (Bâle I, II et III) et de redéfinir les contours des institutions financières. Pour certains, la crise financière marquait la fin du modèle anglo-saxon et l'avènement d'un nouveau modèle qui restait à définir. Ce scénario est aujourd'hui derrière nous et ceci pour plusieurs raisons.

Premièrement, loin d'avoir perdu de leur pouvoir, les marchés financiers sortent grandis de la crise financière. Ils se portent même très bien et nous assistons aujourd'hui à une intensification de l'intégration financière internationale. Ce phénomène, déjà évoqué par Lane et Milesi-Ferretti (2001, 2007) en 2008 (calcul du ratio IFI, somme des actifs étrangers et de la dette extérieure rapportée au PIB), prend une nouvelle ampleur à la suite de deux événements : la directive européenne MIF et la concentration au niveau des entreprises de marché.

Tableau 3 : Tendances en matière d'intégration financière internationale

PAYS	1998	2002	2007
Allemagne	2.01	3.09	4.12
Autriche	2.01	3.44	6.04
Belgique	5.11	6.85	10.48

Finlande	2.08	3.36	4.84
France	2.68	3.40	5.53
Espagne	1.56	2.50	3.58
Grèce	1.16	1.71	2.77
Irlande	9.35	16.01	25.74
Italie	1.77	2.10	2.87
Luxembourg	112.26	175.57	244.40
Pays Bas	4.77	7.03	9.84
Portugal	2.41	3.63	4.84
Slovaquie	1.17	1.49	1.58
Slovénie	0.83	1.32	2.41

Source : Lane, Milesi-Ferretti (2007)

La directive européenne dite directive MIF, entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007, a relancé le processus concurrentiel dans la finance européenne. Elle stipule que la concentration des ordres concernant une valeur sur un lieu d'exécution unique (Euronext ou Londres) où la valeur est cotée, est supprimée. Désormais, lorsqu'un épargnant souhaite vendre ou acheter des actions, l'intermédiaire par lequel il passe, pourra exécuter son ordre soit à la Bourse où les actions sont cotées, soit sur un Système Multilatéral de Négociation (SMN) exploité par une entreprise d'investissement, soit sur un Système interne à une entreprise d'investissement sans présentation de l'ordre sur un marché. Le mouvement de concentration des entreprises de marché, initié en 2007, avec la fusion d'Euronext et NYSE, a quant à lui été relancé au cours du premier trimestre 2011 sous l'effet de deux annonces. Le 9 février 2011, la Bourse de Londres a fait une offre d'achat pour la Bourse de Toronto. Plus précisément, le LES (London Stock Exchange) a annoncé qu'il s'était entendu avec la direction du groupe TMX pour une fusion entre les deux entreprises de marché. Bien évidemment, cette fusion devra être approuvée par le gouvernement fédéral qui l'examine sous l'angle des intérêts canadiens (l'émir de Dubaï, Mohammed Ben Rachid Al Maktoum deviendrait le premier actionnaire du groupe avec 11.3% du capital). Si c'est le cas, cette nouvelle entité ferait partie des nouveaux géants de la finance internationale : premier groupe boursier avec plus de 6700 sociétés cotées, première plateforme mondiale de cotation des entreprises spécialisées dans l'extraction de ressources naturelles et la production énergétique (40% du commerce des matières premières)... En valeur boursière, ce sont près de 7 milliards de \$ qui sont en jeu. Le 15 février 2011, la bourse Deutsche Börse¹ AG (Francfort) et NYSE Euronext (NYSE) ont annoncé la conclusion d'un accord² de rapprochement de leurs activités après approbation du Conseil d'administration de chacune d'entre elles. La nouvelle entité, qui n'a pas encore de nom, sera de droit néerlandais, détenue à 60% par les actionnaires de Deutsche Börse et 40% par ceux de NYSE Euronext. Aux termes de cet accord, la fusion des deux sociétés donnera naissance au leader mondial pour la négociation de produits dérivés et de la gestion des risques³ (plus d'un tiers du chiffre d'affaires total), ainsi que le centre le plus important et le plus réputé de levée de capitaux et d'échanges de titres. Bien entendu, l'accord doit encore être approuvé par les autorités de la concurrence aux États-Unis et en Europe.

¹ L'opérateur boursier allemand a annoncé un bénéfice net de 417,8 millions d'euros en 2010, en baisse de 16% sur un an en raison notamment de dépréciations sur sa filiale américaine ISE au quatrième trimestre (Deutsche Börse a passé 453,3 millions d'euros de dépréciations sur des actifs immatériels).

² C'est la bourse de Deutsche Börse qui a pris l'initiative de lancer une offre d'achat sur NYSE Euronext, au grand dam de ses actionnaires. Ces derniers contestent la répartition du capital de la future entité et la valeur relativement basse d'Euronext NYSE (9.5 milliards d'€).

³ Les deux entreprises de marché estiment que le rapprochement devrait générer des synergies de coûts de 300 millions d'euros ainsi que d'importantes opportunités de croissance du chiffre d'affaires (en 2010, ce dernier est estimé à 4,1 milliards d'euros). La combinaison des ressources devrait permettre d'échanger plus 90 millions de contrats de produits dérivés par jour).

Cependant, la finalisation de l'opération, attendue pour la fin de l'année, ne devrait constituer qu'une nouvelle étape vers la cotation en continu (24 h sur 24 h), les Bourses de Madrid et de Zurich pourraient bien rejoindre la nouvelle entité dans l'année qui vient, il ne manquerait alors plus qu'un chaînon manquant, l'Asie ! Le cocktail concurrence – concentration constitue un puissant appel à l'innovation financière et au risque systémique !

Deuxième, les marchés financiers se sont immiscés dans la conduite des politiques économiques et ont pour cela cherché des repères intangibles dans un environnement instable. Ce mouvement a eu trois conséquences importantes :

(i) Dans un contexte de taux d'intérêt faible, les Etats n'ont pas hésité à recourir au marché financier, et plus précisément aux emprunts à court terme. Dans un premier temps, cet appel au marché s'est révélé efficace, des pays comme la France n'ont pas hésité à anticiper le remboursement d'un emprunt à long terme par un financement à court terme (moins onéreux). Cependant l'état de dépendance vis-à-vis du court terme s'est d'autant plus fait sentir que les échéances de remboursement arrivaient à terme. Les marchés financiers, et les agences de notation financière en tête, très critiquées depuis quelques mois, se sont donc lancés dans une frénésie communicationnelle qui tend à remettre en cause tous les efforts des Etats visant à assainir leurs finances. Ceci a des conséquences dramatiques sur les spread (différence des taux d'emprunt sur les marchés). Dans le cas de la Grèce, avec une dette de 350 milliards d'€, la hausse du taux d'emprunt d'un point augmente le déficit de 3.5 milliards d'€. Dans le cas de la France, cette même hausse pourrait générer une augmentation de la dette de 15 milliards !

(ii) Cette situation est d'autant plus préjudiciable qu'elle s'accompagne d'une recherche d'indicateurs pertinents et rassurants. Faute de lisibilité, les marchés financiers ont pris comme repères, les fondamentaux de l'économie allemande (identifiés par le taux des emprunts obligataires, les plus bas du marché !)

(iii) On le voit, il ne suffit plus de procéder aux ajustements structurels permettant l'assainissement des finances publiques, il faut encore que les marchés continuent de croire à la soutenabilité de la dette publique. En d'autres termes, les différents gouvernements seront jugés sur la crédibilité de leurs engagements et le bien fondé de leurs réformes (en 2010, Roubini évoquait un scénario de domino dans lequel la France, faute de réformes pertinentes, courait certains risques). Et c'est bien là le problème, derrière les réformes et les plans d'austérité, tous les Etats européens n'ont pas les mêmes ambitions et les mêmes marges de liberté. Le Royaume Uni⁴ et l'Irlande, symbolisant le modèle anglo-saxon et durement touchés par la crise, ont fait le pari qu'ils pourraient relever leur économie en s'engageant dans un programme d'austérité sans précédent. Si ce choix s'avère payant (et il le sera si les marchés financiers et les agences de notation considèrent que les plans proposés sont crédibles), tout porte à croire que le modèle anglo-saxon se relèvera de ses cendres plus rapidement que prévu, ce qui annihilerait tout espoir de refonte du système économique et financier international. L'Espagne, qui a connu une croissance importante tirée par la

⁴ Le gouvernement britannique s'est engagé dans une course au rétablissement des finances publiques, avec à la clé, une forte réduction des prestations familiales, la division par deux des aides au logement, le relèvement des loyers HLM, la multiplication par trois des frais d'inscription à l'université...). Au final, la dépense publique a été réduite de 2% au dernier trimestre 2010. L'année 2011 semble prolonger un certain nombre de mesures votées en 2010. Ainsi, le 4 janvier 2011, le taux de TVA est passé de 17.5% à 20%. Le gouvernement a également annoncé la suppression de 250 000 fonctionnaires (sur un total de 500 000) et une réduction de 4% des dépenses publiques (soit l'équivalent de 30 milliards d'€).

libéralisation de son économie, a présenté pour 2011, un budget visant à réduire drastiquement les déficits publics (11.1% en 2009, 9.3% en 2010, 6% en 2011). Le plan d'austérité prévoit une diminution de 16% des dépenses des ministères et de 7.9% des dépenses de l'Etat. Les fonctionnaires ont été frappés d'une baisse de 5% de leurs salaires. A cela s'est ajoutée une hausse de l'impôt sur les revenus les plus élevés (1 point pour les revenus de plus de 120 000 euros, 2 points pour ceux supérieurs à 175 000€). De son côté, la Grèce au bord de l'implosion sociale, doit accepter des mesures drastiques (privatisation du secteur public à hauteur de 50 milliards d'€, licenciement de fonctionnaires...) pour continuer à lever des fonds sur le marché financier. Cette pression est d'autant plus forte que l'octroi des aides est conditionné par le bon vouloir de la communauté européenne (notamment de l'Allemagne) et du FMI. Tous les scénarii sont ici envisagés.

→ *Une restructuration brutale de la dette*⁵ (351 milliards d'€, soit 150% du PIB) avec une décote de 30%. Rejetée par les responsables européens, elle a la préférence des investisseurs financiers. D'une part, elle confirme une idée largement répandue, la probabilité de défaut de certaines dettes souveraines européennes n'est pas nulle ; d'autre part, les agences de notation menacent régulièrement les pays concernés de dégrader leur note crédit (le 9 mai 2011, l'agence Standard & Poor a abaissé les notes de la Grèce à court et long termes : la note de la dette à long terme est passée de BB- à B, la note de court terme est passée de B à C). Il ne va pas sans dire qu'un tel scénario fragiliserait la Grèce, le bilan financier de la BCE (des milliards de pertes) et pourrait provoquer un effet de contagion (Portugal, Irlande, Espagne...).

→ *Une restructuration souple*, préconisée par le chef de file de l'Euro-groupe, M. Juncker, elle s'appuierait sur un rééchelonnement des échéances de remboursement (investisseurs publics et privés) qui pourrait être accompagnée d'une baisse des taux d'intérêts⁶. Cette solution nettement moins douloureuse obligerait cependant les banques à passer des provisions conséquentes. Elle sèmerait également le doute parmi les investisseurs sur la crédibilité de la zone euro (malgré des conditions de rendement attractives, 15% par an sur dix ans, 23% sur deux ans, les investisseurs ont quelque peu déserté le marché de la dette grecque, c'est principalement la BCE qui assure aujourd'hui la transition). La contagion est donc toujours possible.

→ *Un nouveau plan d'aide* (préconisé par l'ancien directeur du FMI, Dominique Strauss-Kahn) permettant d'éviter une restructuration inefficace et qui ne ferait que reporter le problème (en 2012-2013, la Grèce devra lever près de 50 milliards d'€ pour faire face à ses besoins). Cette nouvelle aide conditionnée par l'évolution du plan d'ajustement (accélération des privatisations, lutte contre l'évasion fiscale...) sur lequel la Grèce s'est engagée (en échange du prêt de 110 milliards obtenu sur 3 ans) a été retenue par les différents Etats européens. Cependant le temps de la démocratie (négociation européenne) et le temps des marchés ne sont pas les mêmes, faute d'un accord rapide et d'un engagement ferme de l'Europe, tout porte à croire que les marchés financiers et les agences de notation continueront à distiller, durant l'été, de fausses rumeurs ou à dégrader une nouvelle fois la note d'Etats au bord de l'asphyxie.

⁵ Un an après le plan de sauvetage européen, le déficit public pour 2010 vient d'être revu à la hausse, de 9,4 % à 10,5 % du PIB.

⁶ Le ministre irlandais de l'énergie, Pat Rabbitte, a indiqué, le 8 mai dernier, qu'il souhaitait que la dette irlandaise soit restructurée et que les taux d'intérêt du prêt accordé à l'Irlande soient abaissés.

Encore une fois, faute d'une réelle gouvernance européenne, nous nous en remettons aux marchés financiers. Faute d'une solution politique, nous avons préféré aider les banques (plus de 6 000 milliards d'€ en Europe) plutôt que de venir au secours des peuples. Cette erreur, ce ne sont ni les français (pas encore tout du moins) ni les allemands qui la paient actuellement, mais bien les grecs, les espagnols, les portugais... Il ne manquerait plus qu'un ralentissement économique vienne balayer les estimations de réduction de dettes, prévues par les analystes. On assisterait plutôt que prévu aux premiers défauts de paiement. L'hypothèse d'éclatement de la zone Euro pourrait très bien constituer le nouveau feuilleton de l'hiver 2011-2012.

Clermont-Ferrand, le 2 juin 2011