

## CRISE SOUVERAINE

# « Les démocraties occidentales présentent un dysfonctionnement grave depuis plus de 30 ans »

Pierre de Lauzun tire les leçons de la crise, tant en ce qui concerne les marchés financiers et la dette souveraine que la gestion de la dette publique. Il souligne à cet égard les spécificités des pays de la zone euro et la nécessité de profondes réformes, qui devront être menées notamment en France.

### Pierre de Lauzun

Délégué général

AMAFI

Directeur général adjoint

FBF



### INTERVIEW

#### ■ Quelles leçons peut-on d'ores et déjà tirer de la crise des dettes souveraines ?

La crise européenne, bien que présentant certaines spécificités importantes, s'inscrit dans une crise plus large de la dette souveraine, elle-même résultant du fait que la plupart des pays développés ont connu une croissance insoutenable de leur endettement public par rapport au PNB. Or la dette ne peut pas augmenter indéfiniment, car elle devient alors totalement démesurée par rapport aux ressources des

pays. À un moment, elle est inévitablement plafonnée en proportion du PNB, ce qui implique, dès que ce seuil est atteint, de ne plus avoir de déficit. Un pays peut certes fonctionner avec un déficit pendant des années, en créant une dette et, de ce fait, aussi un fardeau pour les générations futures, mais cette recette ne peut fonctionner que pendant un temps limité. Les démocraties occidentales présentent donc un dysfonctionnement grave depuis plus de trente ans. C'est leur mode de vie collectif qui est en fait erroné.

La mesure prioritaire est donc aujourd'hui de répudier le déficit dans son principe. Cela n'empêche pas d'avoir des déficits temporaires, ou une dette ciblée finançant des activités qui génèrent leur propre remboursement. Mais un déficit général, qui finance pour l'essentiel des dépenses courantes ou qui ne peuvent être productives qu'à très long terme (comme celles liées à l'éducation), n'a pas de sens. Cela ne veut pas dire qu'il ne faut pas les financer, mais cela doit être fait par des impôts ou par des économies réalisées par ailleurs, et non par de la dette.

#### ■ Quelles sont les spécificités, concernant la zone euro ?

Le cas de la zone euro pose un problème particulier. En général, les pays de la zone sont endettés dans la monnaie commune, mais sous leur loi locale. L'enjeu est important, puisque le pays peut ainsi changer unilatéralement les règles s'appliquant à sa dette, comme l'a montré le gouvernement grec en imposant des clauses d'action collective avec effet rétroactif – même si ces clauses seront généralisées dans tous les pays européens. Les autres pays développés s'endettent eux aussi en grande majorité sous la loi locale, mais c'est dans leur monnaie, émise par leur banque centrale située

dans le même pays que l'émetteur. Dans ce cas de figure, la promesse de remboursement des obligations souveraines pourra toujours, en théorie, être satisfaite, ne serait-ce que par la planche à billets. Un actif de ce type – une dette émise par un État qui maîtrise sa monnaie – est dès lors juridiquement sans risque, puisque sa valeur nominale sera remboursée – ce qui ne garantit pas, bien sûr, que son pouvoir d'achat sera maintenu. Actuellement, les États-Unis ou la Grande-Bretagne financent largement leur déficit par création monétaire. Cela comporte cependant un risque inflationniste élevé et, à terme, un risque de dérapage de toute l'économie et de perte de confiance des prêteurs. Pour le moment, l'inflation est restée limitée, mais en bonne logique, cela ne peut pas durer indéfiniment.

Dans la zone euro, la situation est totalement différente : chaque pays émet dans la monnaie qui a cours légal chez lui, mais celle-ci n'est pas émise par une banque centrale placée sous ses lois : la BCE, banque centrale consortiale, applique une politique définie en commun par les pays de la zone et précisée par les traités européens, avec notamment l'interdiction du financement direct des États. Tout est donc organisé pour que le mécanisme décrit précédemment ne joue pas ; pourtant, dans leur processus de notation, les agences ont longtemps appliqué le même raisonnement aux deux cas, sans intégrer cette différence structurelle.

#### ■ Quelles sont les conséquences de ces spécificités ?

C'est une situation inédite : la dette est sous la loi locale, mais émise dans une monnaie qui est extérieure au pays considéré. Dès lors, le pays ne peut pas recourir à la création monétaire pour se financer et rembourser. À défaut de nouveaux financements, il lui faut trouver des ressources pour payer, et donc des baisses de dépenses ou l'impôt... ou alors le pays doit faire défaut, ou restructurer sa dette comme la Grèce, ce qui revient au même. L'autre originalité de la zone euro tient au fait qu'il est très difficile de remettre en question l'appartenance à une zone monétaire, même si un gouvernement le souhaitait (ce qui n'est pas le cas actuellement).

Les pays doivent donc gérer le fait de vivre avec une monnaie relativement forte, alors même que des déséquilibres économiques importants se sont créés localement, impliquant des pertes de compétitivité. La Grèce, par exemple, se trouve dans cette situation avec la nécessité d'ajuster son budget pour ne pas dépenser plus qu'elle ne perçoit d'impôts et ne pas importer plus qu'elle n'exporte : cette politique demande un énorme effort, intrinsèquement, à partir du moment où le pays est endetté dans une monnaie qu'il ne contrôle pas et souffre d'une compétitivité insuffisante.

Une autre conséquence est que, dans une zone monétaire, la théorie de l'actif sans risque ne s'applique pas, et un débiteur privé peut être en principe plus solvable que son gouverne-



**Il faut [...] se réformer rapidement, car la France a atteint un tel niveau d'endettement que les marchés peuvent à tout moment recommencer à s'inquiéter, non sans raison. »**

ment. Une situation qui est normalement impossible dans un pays capable de faire marcher la planche à billets. Dans la pratique, comme la valeur de l'euro reflète la politique de la BCE, mais aussi, dans une large mesure, la force de l'économie allemande, les obligations allemandes (*bunds*) jouent aujourd'hui ce rôle d'actif sans risque... Même si, en théorie pure, elles pourraient à un autre moment connaître le même sort que les obligations grecques.

#### ■ Un pays peut donc faire défaut en Europe...

C'est une des leçons tirées de cette crise. Lorsque la Grèce s'est mise à avoir des difficultés à lever de l'argent sur les marchés, avec des taux de plus en plus élevés, un risque important de substitution des créanciers privés par des créanciers publics est apparu. Un coup d'arrêt a alors été donné, notamment par l'Allemagne, qui a été décisif : le marché a alors compris qu'il n'y avait pas de prêteur en dernier ressort pour la Grèce et qu'elle pouvait donc faire défaut. Il avait raison puisqu'elle s'est trouvée de fait en défaut et que les trois-quarts de sa dette privée ont été annulés – ceci dit, la Grèce a désormais une dette importante envers les autres États. Au cas où un autre pays de la zone ne parviendrait plus du tout à se financer, cette solution, assimilable à une procédure collective, serait sans doute la seule possible dans le système. Mais notons que si elle règle la question de la dette, elle laisse intacte celui de la compétitivité, contrairement à une dévaluation : la seule réponse dans le système est alors la déflation – avec la baisse des salaires, évidemment très impopulaire.

L'alternative aurait été :

– soit que les autres États continuent à se substituer à la Grèce, processus risqué car les pays joueraient alors sur leur propre crédit et pourraient être entraînés dans la même spirale ;

– soit de revenir au cas général et que la BCE finance la Grèce en faisant marcher la planche à billets, ce qui est contraire à sa mission telle que définie par les Traités européens et à la position de l'Allemagne.

Ajoutons à ce sujet que si la BCE devait financer indéfiniment les déficits des différents États membres, la situation s'avérerait encore plus dangereuse que dans le cas d'un pays

## Introduction

contrôlant sa monnaie : aucun pays de la zone euro n'aurait alors de raison de maintenir des comptes convenables. Ce serait le signal d'une irresponsabilité générale.

### ■ Quelle est la portée des opérations de refinancement à long terme (LTRO) ouverts par la BCE ?

Plusieurs questions se posent concernant les opérations de financement dites LTRO de Mario Draghi, portant sur environ 1 000 milliards d'euros de financement des banques : évidemment, celles-ci peuvent acheter des emprunts d'État ; mais ce faisant, elles prennent un risque sur leur compte de résultat, puisque ces emprunts peuvent voir leur valeur de marché se dégrader. D'autre part, ces opérations ne garantissent pas un financement durable, puisque le LTRO est à 3 ans, sauf à ce qu'il se renouvelle indéfiniment, ce qui serait malsain. Si les banques achètent du papier à 10 ans, il leur restera alors 7 ans à financer et il leur faudra retourner sur les marchés, ce qui est un autre élément de risque. Autrement dit, le LTRO ne fonctionne pas de la même manière que l'achat direct de papier par la FED, il a ses limites.

Le LTRO aide en fait à franchir une étape d'affolement relatif des marchés et d'ajustement des banques aux nouvelles réglementations et au nouvel environnement. En outre, cela peut aider momentanément certains États dont le marché a été anormalement perturbé, et qui ont besoin de temps pour entreprendre des réformes. Mais il reste que ces pays doivent démontrer qu'ils sont capables de faire durablement baisser leur dette par rapport au PNB, sinon la mesure n'aura servi qu'à différer les problèmes. L'Italie en est un bon exemple. En outre, le gouvernement de Mario Monti a été apprécié jusqu'à présent, mais cela ne prouve pas que ce soit durablement soutenable.

### ■ N'y a-t-il pas le risque qu'une politique de rigueur entraîne une absence de croissance sur une période relativement longue, ce qui peut alourdir le déficit ?

Le fait de base est qu'il n'y a pas de solution dans un endettement accru, sauf à monétiser intensivement. L'austérité comptable est donc inévitable. Mais cela peut prendre économiquement des formes diverses. Il faut donc la mettre en œuvre intelligemment, en coupant les dépenses inutiles ou moins utiles, et en évitant que les impôts tuent la croissance. Mais si la récession entraînait une baisse incontrôlable des recettes fiscales d'un pays, la seule solution envisageable dans le cadre de la zone euro serait alors celle de la Grèce : une restructuration de sa dette. C'est ce qui interviendra si les réformes ne parviennent pas à enclencher une spirale vertueuse de croissance, ou au moins un processus dans lequel le déficit se stabilise.

### ■ Les politiques ont-ils pris la mesure de la situation ?

On peut avoir des opinions variées sur la manière d'en-

gager les réformes, mais la France a besoin de réformes bien plus importantes que ce que la totalité des candidats a publiquement envisagé. Par exemple, ces derniers ont tous prévu des déficits publics très supérieurs à ceux fixés par les Allemands. En outre, même si ces objectifs sont modestes, il n'est pas sûr qu'ils réussissent à les tenir. Quel qu'il soit, le président élu sera donc obligé de mener une politique sensiblement plus douloureuse que celle qu'il a annoncée.

Par ailleurs, on ne peut vraiment pas dire, à l'heure actuelle, que les marchés étranglent un pays comme la France, qui emprunte à 3 %, avec une inflation supérieure à 2 %, c'est-à-dire avec un rendement réel quasiment nul. Les marchés sont plutôt « bonnes filles » ! Il faut en profiter pour se réformer rapidement, car la France a atteint un tel niveau d'endettement que les marchés peuvent à tout moment recommencer à s'inquiéter, non sans raison.

### ■ Le fonctionnement de la zone euro serait-il facilité par plus de fédéralisme en Europe ?

Une unification extrêmement forte en Europe, à l'instar des États-Unis, impliquerait des transferts massifs, par exemple, de l'Allemagne vers la Grèce. Comme c'est aujourd'hui le cas dans le Mezzogiorno italien ou en Allemagne de l'Est, cela rendrait peut-être tolérable la vie dans les zones sous-productives, mais sans restaurer une activité économique compétitive. Ainsi, l'unification monétaire allemande en 1990 a totalement tué l'industrie est-allemande, qui était de type soviétique et donc non compétitive dans une monnaie forte. Il aurait mieux valu qu'elle s'adaptât progressivement, comme la Tchéquie ou la Pologne, et donc avec sa propre monnaie. Les transferts ne peuvent résoudre que le problème sociopolitique, mais ils n'ont jamais créé d'économie compétitive. Ce qui veut dire qu'un fédéralisme accru, même s'il était possible politiquement – ce que je crois exclu – ne rétablirait pas la compétitivité de ces zones.

### ■ Quelles sont, dans ces conditions, les perspectives pour les prochaines années ?

La zone euro se retrouve dans une situation extrêmement spécifique : ni la voie de la dévaluation, ni celle de la planche à billets ne sont praticables, nous allons donc vers des années d'austérité relative. Ceci n'est pas le fait des marchés, mais résulte de la conjonction d'un défaut de construction de la zone euro, d'un discours faux tenu pendant plusieurs années sur une convergence entre pays de la zone euro qui n'existait pas dans la réalité économique, et de la nécessité d'une adaptation à une économie sans déficits, dans un cadre qui la rend encore plus rugueuse. À nouveau, si la situation devenait trop difficile, la seule solution serait une réduction partielle des dettes, et encore, cela ne suffirait pas en terme de compétitivité... ■

Achévé de rédiger le 24 avril 2012.