

# Le Monde

# Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

## Les voisins de la zone euro saisis par le doute

- Le plan d'aide au Portugal devrait être entériné le 16 mai par l'Eurogroupe, après ceux de la Grèce et de l'Irlande
- Royaume-Uni, Pologne, République tchèque, Roumanie et pays baltes mesurent les atouts et les risques d'une monnaie nationale



Un plan de sauvetage de 78 milliards d'euros sur trois ans pour le Portugal, financé par l'Union européenne et le Fonds monétaire international

### Dossier

(FMI), a été annoncé mardi 3 mai. Cet accord, qui doit être entériné par les ministres des finances de la zone euro lors de la réunion de l'Eurogroupe du 16 mai, juste à temps pour que Lisbonne puisse honorer

un remboursement de 4,9 milliards d'euros le 15 juin, imposera au prochain gouvernement, issu des législatives du 5 juin, la mise en œuvre d'un programme d'austérité sans précédent. L'économie portugaise devrait se contracter de 2% en 2011, puis en 2012, selon le ministre portugais des finances, Fernando Teixeira dos Santos.

Après la Grèce et l'Irlande, le Portugal est le troisième pays de la zone euro à recourir à une aide extérieure depuis la crise de 2008, qui a provoqué l'envolée de l'endet-

tement de nombreux Etats européens. Les conditions d'emprunt sont alourdies par la hausse des taux de la BCE, qui vise à lutter contre l'inflation, mais qui contribue au renchérissement de la dette de tous les pays de la zone euro. Le président de l'institution, Jean-Claude Trichet, a d'ailleurs décidé, jeudi 5 mai, de ne pas relever à nouveau le principal taux directeur, qu'il avait augmenté d'un quart de point, à 1,25%, en avril.

Si les pays de l'Union européenne non membres de la zone euro

ne sont évidemment pas éligibles à de tels plans de sauvetage, ils subissent pourtant les conséquences de la crise, puisqu'ils commercent et empruntent en euros.

La difficulté à refinancer la dette, la hausse de l'inflation liée aux spéculations sur les matières premières, font réfléchir les futurs adhérents à l'union monétaire. Certains restent convaincus du bénéfice de cette adhésion, d'autres en doutent de plus en plus.

Anne Rodier

►►► Lire la suite page 4

Droit social p. 3  
« Une décision protectrice des immigrés », par Francis Kessler

Chronique p. 3  
« L'industrie financière disqualifiée », par Paul Jorion

Stratégie p. 6



Le groupe Millet promeut une filière bois « durable »

Jean Pisani-Ferry



Déficits à l'anglo-saxonne



L'abaissement de la perspective d'évolution de la dette à long terme des Etats-Unis de « stable » à « négative », le 18 avril, par l'agence de notation Standard & Poor's a été un coup de tonnerre : hier limité à quelques pays en situation pathologique, le débat sur les dettes publiques touche désormais le cœur des économies avancées. La question n'est plus de savoir s'il est temps de réduire les déficits, mais à quel rythme, jusqu'où et par quels moyens.

En Europe, la chancelière allemande, Angela Merkel, fait figure de mère-la-rigueur. Mais elle agit avec précaution : l'ajustement budgétaire du pays est très graduel. Les vrais tests, ce sont le Royaume-Uni et les Etats-Unis, dont les déficits ont dépassé 10% du produit intérieur brut (PIB) en 2010. A Londres, le premier ministre, David Cameron a, dès son arrivée au pouvoir, confié les prévisions budgétaires à un Office for Budget Responsibility (bureau pour la responsabilité budgétaire) indépendant, se fermant ainsi la possibilité de recourir à des habiletés comptables. Puis il a annoncé un effort structurel annuel de 1,5 point, en vue de réduire le déficit à 3,5% du PIB en 2013. Son pari est que cet ajustement ne pèse pas sur la croissance, voire qu'il la stimule. Depuis que l'Irlande et le Danemark en ont illustré la possibilité, il y a vingt-cinq ans, nombre de gouvernements rêvent de réussir des contractions budgétaires expansionnistes.

Mais l'analyse de ces épisodes quasi miraculeux montre que, pour annuler ou même inverser les effets récessifs usuels, il faut que l'épargne de précaution des ménages diminue, que les taux d'intérêt à long terme baissent et que la banque centrale mène une politique monétaire plus expansionniste, dépréciant par là le taux de change. Hors ces conditions, les ajustements budgétaires sont presque toujours coûteux en croissance, comme l'a récemment confirmé une étude du Fonds monétaire international (FMI).

Dans le cas britannique, on ne pouvait compter sur une chute de l'épargne (les ménages sont très endettés) ni sur une baisse des taux longs (ils sont très bas). Restait la politique monétaire. Mais, en partie à cause de l'envolée du prix des matières premières et des faibles gains de productivité des entreprises, l'inflation est plus élevée que prévu : la Banque d'Angleterre prévoit qu'elle sera aux alentours de 3% début 2012, près de deux points au-dessus de ce qu'elle envisageait en 2010. Du coup, il lui devient de plus en plus difficile de soutenir la croissance, alors même que celle-ci est au point mort : sur les deux derniers trimestres, elle a été nulle. Le pari de David Cameron n'est pas gagné.

L'attitude américaine a été tout autre. Confrontée au chômage, l'administration Obama a retardé l'ajustement budgétaire pour ne pas peser sur la reprise. Elle a même procédé, fin 2010, à une nouvelle relance (en partie pour compenser les politiques très restrictives des Etats) : choix tout à fait défendables, mais qu'est venu ternir le manque de toute réflexion sérieuse sur le rythme et les modalités du redressement futur.

►►► Lire la suite page 2

### Annonces

Paroles d'experts Ingénieurs Page 9  
Dirigeants ■ Finance, administration, juridique, RH ■ Banque assurance  
■ Conseil, audit ■ Marketing, commercial, communication ■ Santé ■ Industries et technologies ■ Carrières internationales  
Multiposte ■ Collectivités territoriales  
Pages 7 à 10  
Consultez notre site: [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr)

L'Insee présente :

### Revenus et patrimoine en France...

- > Inégalités et pauvreté de 1996 à 2008
- > Les différents types de patrimoine détenus par les ménages
- > Quatre dossiers
  - l'effort monétaire des ménages pour se loger
  - les effets du salaire horaire, de la durée d'emploi et du temps partiel sur les écarts de niveau de vie
  - le niveau de vie des descendants d'immigrés
  - l'effet d'une naissance sur le niveau de vie
- > 27 fiches thématiques

En vente en librairie à l'Insee et sur [www.insee.fr](http://www.insee.fr)

18,50 € - Collection Insee Références

INSEE

## Déficits à l'anglo-saxonne

►►► Suite de la chronique de Jean Pisani-Ferry

À l'évidence, le sentiment d'urgence qui imprègne tous les comportements européens n'était pas si répandu outre-Atlantique.

Mais une nouvelle phase s'est ouverte, le 8 avril, avec l'accord de dernière heure, au Congrès, entre républicains et démocrates pour éviter une « fermeture » (*shutdown*) des services administratifs du gouvernement fédéral, qui aurait entraîné la mise au chômage technique de 800 000 fonctionnaires, et avec le programme budgétaire préparé par le républicain Paul Ryan, qui a reçu l'adhésion de la Chambre des représentants.

Le débat budgétaire est engagé. Cependant, les objectifs restent flous et le désaccord quant aux moyens, massif. L'administration Obama veut procéder pour deux tiers par une réduction des dépenses, et pour un tiers par une hausse des prélèvements. Le plan Ryan, lui, affiche une réduction plus forte du déficit, mais surtout, il envisage des coupes dans les dépenses sociales en vue d'en finir avec ce qui reste du modèle *welfare* et de financer une baisse des impôts.

L'opposition frontale entre les deux camps suggère qu'une guerre d'attrition s'est engagée aux Etats-Unis. L'urgence commune est la situation des finances publiques, mais chaque camp veut utiliser le déficit pour faire prévaloir ses propres préférences.

Ce combat est inégal, parce que ceux qui aspirent à ramener l'Etat à la portion congrue sont plus disposés à prendre le risque de le mettre en faillite que ceux qui tiennent à le préserver. L'administration Obama a déjà fait des concessions sur les baisses d'impôts et les coupes dans les dépenses.

Une fois encore, Royaume-Uni et Etats-Unis servent de laboratoire de politique économique du monde. Nul doute que les résultats des expériences qui s'y déroulent seront de grande portée pour tous les autres pays avancés. ■

Jean Pisani-Ferry est économiste et directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe. Courriel : [chronique@pisani-ferry.net](mailto:chronique@pisani-ferry.net)



Par Martin Wolf

**P**ourquoi l'Espagne acquitte-t-elle sur sa dette publique des intérêts plus élevés que le Royaume-Uni? Parce qu'appartenir à une union monétaire fragilise le budget d'un pays. C'est un phénomène inhérent à l'union: ses membres ne sont ni des Etats souverains ni les éléments d'une fédération.

Dans un article important, Paul De Grauwe (université de Louvain) souligne que le rendement sur les obligations espagnoles à dix ans est supérieur de presque deux points à celui des obligations britanniques, soit 5,3%, contre 3,5%. La différence est en réalité plus importante. Si l'on part de l'hypothèse que la Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne (BCE) atteignent toutes deux leur objectif d'une inflation à 2%, le taux d'intérêt réel de l'Espagne est plus du double de celui du Royaume-Uni.

Les situations budgétaires des deux pays expliquent-elles ce contraste? Ce n'est pas évident: l'Espagne enregistrera, au moins jusqu'en 2016, des ratios de dette publique nette et brute sur produit intérieur brut (PIB) inférieurs à ceux du Royaume-Uni. Elle présentera aussi des déficits budgétaires plus modestes jusqu'en 2014 et un moindre déficit budgétaire primaire (avant règlement des intérêts) jusqu'en 2013. Certes, d'après le Fonds monétaire international (FMI), le déficit budgétaire britannique devrait représenter 1,3% du PIB en 2016, tandis que celui de l'Espagne se montera à 4,6%. Mais cela n'est pas dû juste à une différence entre les efforts de rigueur: l'économie espagnole devrait croître en moyenne de 1,6% entre 2011 et

## L'éclairage Les Etats membres sont fragilisés par leur appartenance à la monnaie unique. Les mécanismes d'assurance doivent être renforcés

# Zone euro : se fédérer ou périr

2016, contre 2,4% au Royaume-Uni. Comme le souligne le professeur De Grauwe, la liquidité des marchés de la dette est cruciale. Si, par exemple, un pays refinance sa dette tous les six ans tout en enregistrant un déficit budgétaire d'environ 3% du PIB, il doit émettre un nouvel emprunt égal chaque année à un cinquième du PIB. Supposons qu'il n'y ait plus d'acheteurs: nous assisterions à un défaut de paiement. Imaginons que les créanciers estiment qu'une telle pénurie de liquidité est un risque. Ils refuseraient alors d'acheter des obligations, les taux d'intérêt flamberaient et l'économie s'effondrerait. Mais il serait tout aussi stupide d'acheter des obligations à un taux d'intérêt plus élevé: plus le taux est élevé, plus fort est le risque d'être acculé au défaut.

## L'Espagne est, de fait, semblable à un pays en développement ayant contracté des emprunts en devises

S'il existait des doutes sur la liquidité du gouvernement britannique, les créanciers vendraient leurs obligations contre des dépôts en sterling. Ensuite, ils pourraient vendre ces dépôts contre des devises, et la livre se déprécierait. Mais les nouveaux détenteurs de dépôts en sterling devraient acheter des actifs en sterling, lesquels incluraient probablement des obligations. Si le pire devait arriver, la Banque d'Angleterre pourrait aider le gouvernement jusqu'à ce que la rigueur budgétaire produise ses effets. La dépréciation de la livre stimulerait les exportations nettes, ce

qui rehausserait la confiance dans les perspectives budgétaires. Le Royaume-Uni ne peut donc être confronté à une crise de liquidité dans sa dette en sterling, et le moindre doute relatif à sa solvabilité conduirait à des ajustements.

Dans le cas de l'Espagne, en revanche, les doutes sur sa liquidité peuvent se manifester à n'importe quel moment. Ceux-ci risquent de générer des attentes qui s'auto-alimenteraient en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la fuite des capitaux. Il en résulterait une pénurie de liquidité, aussi bien sur le marché de la dette publique que dans le système bancaire. Le pays est, de fait, devenu semblable à un pays en développement ayant contracté des emprunts en devises, à ceci près que c'est la BCE qui finance son système bancaire. Cela place

le professeur De Grauwe, elle le fait sans conviction et dans la confusion: le fonds d'aide d'urgence est trop maigre, le niveau élevé des taux d'intérêt a un effet déstabilisant, les « clauses d'action collective » qui ont été proposées sur les obligations émises après 2013 laissent augurer de futures crises. Le professeur De Grauwe recommande, lui, l'émission collective d'obligations européennes représentant jusqu'à 60% du PIB de chacun des membres, et la surveillance collective des excès financiers.

Tout cela ne va cependant pas assez loin. Voyez ce que le gouvernement fédéral peut faire en cas de crise aux Etats-Unis. Si la Californie venait à faire défaut, son système financier, assuré au niveau fédéral, survivrait, pensions et prestations de santé continueraient d'être versées. Le défaut d'un Etat serait douloureux, mais pas catastrophique. Le défaut d'un Etat européen générerait une crise bien plus grave. En rejoignant la zone euro, les Etats membres ont perdu leurs mécanismes d'assurance intérieurs, et les mécanismes européens qui les remplacent sont insuffisants.

Comment la zone euro peut-elle y remédier? Je vois trois alternatives: accepter la fragilité, devenir plus homogène, progresser vers une union plus étroite.

La première option revient à faire fonctionner la zone euro à la manière de l'ancien système de l'étalon-or. Les gouvernements n'assisteraient pas les systèmes financiers, et la politique budgétaire serait procyclique et dépourvue de mesures de politique monétaire compensatoires. Je vois mal comment les Européens accepteraient une telle perspective.

La deuxième option consisterait à limiter la zone euro à des pays si semblables que toute divergence importante paraîtrait improbable. Mais s'orienter dans cette direction impliquerait de subir le choc transitoire d'une rupture partielle. De plus, les pays structurellement excédentaires pâtiraient de l'énorme appréciation qui, selon toute probabilité, s'ensuivrait.

La troisième option serait d'aller vers une union beaucoup plus étroite. C'est ce vers quoi la zone euro est en train, lentement, de se diriger. Mais, comme le remarque

le professeur De Grauwe, elle le fait sans conviction et dans la confusion: le fonds d'aide d'urgence est trop maigre, le niveau élevé des taux d'intérêt a un effet déstabilisant, les « clauses d'action collective » qui ont été proposées sur les obligations émises après 2013 laissent augurer de futures crises. Le professeur De Grauwe recommande, lui, l'émission collective d'obligations européennes représentant jusqu'à 60% du PIB de chacun des membres, et la surveillance collective des excès financiers.

Tout cela ne va cependant pas assez loin. Voyez ce que le gouvernement fédéral peut faire en cas de crise aux Etats-Unis. Si la Californie venait à faire défaut, son système financier, assuré au niveau fédéral, survivrait, pensions et prestations de santé continueraient d'être versées. Le défaut d'un Etat serait douloureux, mais pas catastrophique. Le défaut d'un Etat européen générerait une crise bien plus grave. En rejoignant la zone euro, les Etats membres ont perdu leurs mécanismes d'assurance intérieurs, et les mécanismes européens qui les remplacent sont insuffisants.

La zone euro doit donc progresser ou régresser. Je suppose qu'elle choisira la première option. Mais c'est là un choix politique. Soit les peuples et les dirigeants politiques pensent qu'ils partagent un destin commun, soit ils ne le croient pas. Ce choix n'est peut-être pas pour demain matin. Mais tôt ou tard, il devra être fait. ■

Cette chronique de Martin Wolf, éditorialiste économique, est publiée en partenariat exclusif avec le « Financial Times » © « FT » (Traduit de l'anglais par Gilles Berton)

L'Economie, **L'Economie, une science elle-même? « L'arbre des connaissances économiques, qui s'est construit progressivement, s'est considérablement complexifié », écrit dans l'avant-propos Marie-Françoise Chevallier-Le Guyader, directrice de l'Institut des hautes études pour la science et la technologie (IHEST). Ce volume est le résultat d'un colloque tenu en septembre 2009, auquel ont participé une vingtaine d'économistes (dont plusieurs chroniqueurs de « Monde Economie »), parmi lesquels Philippe Askenazy, Annie L. Cot, Patrice Criqui, Philippe Frémeaux, Pierre-Noël Giraud, Armand Hatchuel, Philippe d'Iribarne, Paul Jorion, Joël Métais...**

**Le livre**  
**Devoir critique**

**L'Economie, une science elle-même? « L'arbre des connaissances économiques, qui s'est construit progressivement, s'est considérablement complexifié », écrit dans l'avant-propos Marie-Françoise Chevallier-Le Guyader, directrice de l'Institut des hautes études pour la science et la technologie (IHEST). Ce volume est le résultat d'un colloque tenu en septembre 2009, auquel ont participé une vingtaine d'économistes (dont plusieurs chroniqueurs de « Monde Economie »), parmi lesquels Philippe Askenazy, Annie L. Cot, Patrice Criqui, Philippe Frémeaux, Pierre-Noël Giraud, Armand Hatchuel, Philippe d'Iribarne, Paul Jorion, Joël Métais...**

Actes Sud-IHES, 384 pages, 27,95 euros

## Les acteurs de l'économie Jean-Marc Daniel Benjamin Strong, dollar fort et politique fine

Tandis que le dollar s'effrite, la politique de la Réserve fédérale américaine (Fed, banque centrale) paraît évidente: rétablir la compétitivité de l'industrie moins par la productivité que par la dévaluation. Pourtant, il n'en a pas toujours été ainsi et, à ses débuts, la Fed était associée à l'idée d'une défense ferme du taux de change du dollar. On parlait alors de « *strong dollar* » (« dollar fort », en anglais) en jouant sur les mots, car le personnage-clé de la Réserve fédérale était Benjamin Strong.

Né le 22 décembre 1872, Benjamin Strong rejoint la profession bancaire après des études de droit et d'économie. La crise financière et économique de 1907, qui se traduit par une baisse des cours de la Bourse de 50% et par une contraction de l'activité économique de 10%, incite le secteur bancaire, et principalement John Pierpont Morgan (1837-1913), fondateur de la banque du même nom, à s'interroger sur la nécessité de créer une banque centrale aux Etats-Unis. En effet, au début du XX<sup>e</sup> siècle, les Etats-Unis ne disposent plus d'un institut d'émission, le président

Jackson (1767-1845) ayant décidé de sa disparition en 1832.

Strong organise la réflexion sur la future Réserve fédérale, qui voit le jour en décembre 1913. A cette époque, elle est la fédération de douze instances bancaires régionales. La Réserve fédérale de Washington ne deviendra l'organisme décisionnel qu'en 1935. La plus puissante est alors celle de New York, dont Benjamin Strong prend la direction au printemps 1914.

### Réguler le crédit

D'emblée, il définit clairement ses trois objectifs. D'abord, assumer pleinement un rôle de prêteur en dernier ressort pour que le système bancaire ne sombre plus, emporté par les excès de spéculation - il étendra ce rôle à la dette publique, si bien qu'il finance sans problème l'effort de guerre américain à partir de 1917. Ensuite, réguler le crédit et la création de monnaie par le maniement du taux d'escompte pour éviter que les banques, sûres de ne pas faire faillite, ne s'engagent dans des politiques inconsidérées de création de monnaie. Enfin, garantir la

confiance envers le dollar en assurant un prix fixe de l'or.

A la fin de la première guerre mondiale, les prix aux Etats-Unis ont doublé par rapport à la mi-1916. Strong négocie avec l'administration Harding, le président élu en 1920, la mise en œuvre, tant sur le plan budgétaire que monétaire, d'une politique de déflation. Il prend en outre l'initiative de réunir des conférences internationales entre les Européens et les Américains pour essayer de stabiliser les taux de change.

Ses efforts débouchent sur la conférence de Gènes de 1922, qui substitue au Gold Standard un Gold Exchange Standard fondé sur la livre et le dollar, puis sur la réunion de New York de juillet 1927, qui doit consolider la position de la livre. A l'occasion de cette réunion, Strong théorise ce que Charles Rist, l'économiste qui représente la Banque de France, appelle la pratique du « *petit coup de whisky* ». Il s'agit de baisser les taux d'intérêt pour entretenir « l'euphorie économique » sans aller jusqu'à faire fuir les capitaux. Ce sens du réglage fin a fait dire à certains, comme Christina

Romer, qui fut jusqu'à l'été 2010 la conseillère économique de Barack Obama, que si Benjamin Strong avait été vivant en 1929, il aurait su éviter la crise. Mais il n'était plus là, emporté par la tuberculose le 16 octobre 1928. ■

Jean-Marc Daniel est professeur à l'ESCP-Europe.

## Le Monde

Siège social : 80, bd Auguste-Blanqui  
75707 PARIS CEDEX 13  
Tél. : +33 (0)1-57-28-20-00  
Fax : +33 (0)1-57-28-21-21  
Télex : 206 806 F  
Edité par la Société éditrice du « Monde » SA,  
Président du directoire,  
directeur de la publication :  
Louis Dreyfus  
Directeur du « Monde »,  
membre du directoire :  
Erik Izraelewicz

La reproduction de tout article est interdite sans l'accord de l'administration. Commission paritaire des journaux et publications n° 0712 C 81975.  
ISSN : 0395-2037

Pré-presses Le Monde  
Impression Le Monde  
12, rue M.-Gunsbourg  
94852 Ivry Cedex  
Printed in France