

Le Monde

Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

Les sept leçons d'un été meurtrier

- Menace de récession, rigueur, grogne sociale, impuissance politique, égoïsmes nationaux, fragilité financière : rien n'est réglé
- Le rebond de la crise exige de changer de cap

Alors, quoi de neuf pendant les vacances?



Douche froide en plein été. Gouvernés, gouvernants et gouverneurs étaient partis en vacances à peu près confiants : la reprise semblait se confirmer, la création d'emplois avait redémarré, la Grèce avait bénéficié d'un plan de sauvetage pour affronter la

Dossier

défiance des marchés, les « stress tests » publiés début juillet allaient rétablir la confiance dans la solidité des banques européennes.

Début août, les vacances interrompues du premier ministre britannique, David Cameron, et du président de la République, Nicolas Sarkozy, ont symbolisé l'effet de surprise déclenché par le regain

d'une crise démarrée en 2007. Le premier devant affronter des émeutes ; le second devant faire face à la rumeur d'une dégradation de la note française et convaincre la chancelière allemande, Angela Merkel, de sauver à nouveau la Grèce.

Car rien n'a été réglé. La récession s'est installée dans les Etats fragiles, l'austérité budgétaire bride les perspectives de croissance des grands pays, la crise sociale a secoué le Royaume-Uni, un pays réputé « assaini ». Les doutes sur la santé des banques et des Etats endettés, y compris les Etats-Unis dont la note a été dégradée – ont fait dévisser les marchés. Enfin, le déséquilibre mondial engendré par l'obésité exportatrice et financière de la Chine ne se résorbe pas. Surtout, l'incapacité des décideurs

politiques à s'accorder sur le passage à des solutions plus radicales et innovantes que celles tentées jusqu'ici ajoute à la crise de confiance.

Pour Philippe Murer, professeur de finance à la Sorbonne, « la consommation a moins augmenté aux Etats-Unis que dans les cycles [de reprise] précédents, car les ménages ont une confiance faible dans l'économie de leur pays et leur situation personnelle depuis 2008 ». En 2010, « la masse salariale a baissé, ce qui est très rare dans une économie en croissance. Il y a eu une perte de pouvoir d'achat des salariés », note-t-il.

Pourtant, les entreprises américaines « voient leurs profits voler de record en record ». Mais elles sont « tellement en position de force vis-à-vis de leurs salariés, à cause du

fort niveau de chômage, qu'elles ne distribuent plus assez de hausses de salaires ». La baisse de la consommation qui en découlera « entraînera probablement l'économie américaine en récession », prédit M. Murer, pour qui la baisse des Bourses et les problèmes de dette accentueront le ralentissement. « Mais ce ne sont pas les causes du phénomène », assure-t-il. « Est-ce que les grands groupes et les grands patrons ne se tirent pas une balle dans le pied (...) du fait de leur rapacité ? ». Au total, de puissantes forces dépressives sont à l'œuvre, tandis que les marges de manœuvre sont réduites.

Antoine Reverchon, Anne Rodier et Adrien de Tricornot

►►► Lire la suite page 4

Martin Wolf p. 2
A Berlin comme à Washington, la paralysie l'a emporté

Droit social p. 3
La « portabilité » des droits crée un casse-tête juridique

Stratégie page 6



AlloCiné étend son modèle à l'étranger et lance une chaîne de télévision gratuite

Pierre-Cyrille Hautcoeur
Rigueur ou croissance ?



Le gouvernement est pris dans un dilemme conjoncturel apparemment insoluble : d'un côté, la crainte d'une attaque des marchés sur une dette publique qu'ils considéreraient soudain comme insoutenable impose une politique de rigueur budgétaire ; de l'autre, la faiblesse de la croissance et la reprise du chômage appellent une relance.

La meilleure solution serait un rééquilibrage coordonné de la demande au sein de la zone euro. Le danger actuel vient en effet de la mise en place simultanée de plans de rigueur dans toute la zone, qui vont conduire à la réduction concomitante des demandes interne et externe dans tous les pays, et d'abord des voisins européens. Jamais la demande en provenance de l'extérieur de la zone ne compensera ces réductions, car elle représente une trop petite part de la demande européenne.

Or, au sein de la zone euro, certains pays sont en mesure d'effectuer une relance, qui pourrait compenser les effets récessionnistes des politiques d'austérité des autres Etats sans menacer leur propre situation. L'Allemagne, en particulier, mais aussi les Pays-Bas et l'Autriche, pourraient accroître leur consommation ou, encore mieux, leur investissement, de manière à stimuler l'économie européenne. Une hausse des salaires (ou des primes ponctuelles) en serait un excellent moyen, que les salariés pourraient négocier comme contrepartie de leurs efforts de ces dernières années. A défaut, une relance de l'investissement public y pourvoirait : même si elle s'accroissait quelque peu, leur dette publique resterait une valeur refuge. La réduction de leurs excédents commerciaux rééquilibrerait la situation au sein de la zone euro. Si un déficit de la balance courante de celle-ci apparaissait, il pourrait pousser à une réduction du cours de l'euro, qui faciliterait aussi la reprise.

Parce que la contagion des attaques spéculatives contre les dettes publiques résulte principalement des incertitudes sur la solidarité européenne, une telle politique serait un signal fort. Mais Berlin ne semble pas vouloir en entendre parler, considérant qu'il doit montrer l'exemple de la rigueur et obtenir, comme dans les années 1930, la compétitivité par la déflation. Socialement, ce refus correspond à la domination de la politique allemande par une population aisée et âgée qui entend épargner, sans se rendre compte que la valeur même de son épargne dépend de la stabilité de l'Europe. Sans cette relance, une récession à l'échelle européenne est probable, et les déséquilibres internes à la zone ne peuvent que se perpétuer, surtout en l'absence d'un budget européen conséquent qui permettrait d'y remédier.

►►► Lire la suite page 2

Annonces

Paroles d'experts Rentrée des cadres Page 11
Dirigeants ■ Finance, administration, juridique, RH ■ Banque assurance ■ Conseil, audit ■ Marketing, commercial, communication ■ Santé ■ Industries et technologies
■ Carrières internationales Multiposte
■ Collectivités territoriales Pages 11 à 16
Consultez notre site : www.lemonde.fr



100 PAGES - 7,50 €
EN VENTE CHEZ VOTRE MARCHAND DE JOURNAUX

Le Monde

QUOTIDIEN
INTERNET
MOBILES

MIEUX INFORMER

www.lemonde.fr/boutique

Mediapart

arte

info

Rigueur ou croissance ?

►►► Suite de la chronique de Pierre-Cyrille Hautcœur

Rien ne peut plus guère être attendu de la politique monétaire, déjà fortement expansionniste et empêtrée dans les difficultés du système financier. Au niveau français, la seule façon de réduire l'impact négatif de la nécessaire rigueur budgétaire sur la croissance est de limiter, dans un premier temps, les prélèvements portant sur la consommation et de frapper en priorité les revenus fortement épargnés ou les contribuables épargnant une proportion importante de leur revenu. C'est le cas des revenus du capital et des contribuables âgés aux revenus élevés.

En ce sens, la suggestion de l'Inspection des finances de supprimer l'abattement de 10 % dont bénéficient les pensions de retraite pour l'impôt sur le revenu est simple, rapide d'exécution et juste. Mais les contribuables en question forment le cœur de l'électorat de l'UMP et apprécient sans doute moins le sacrifice qu'ils ne le disent parfois. Ils devraient méditer l'initiative des quelques très hauts revenus qui ont proposé d'accroître leur contribution fiscale. Cette proposition ne relève pas de la générosité ou d'une tentative machiavélique d'éviter des hausses d'impôts futurs, elle résulte de la prise de conscience que la stabilité de l'Etat est la condition première des affaires privées et qu'une crise majeure des finances publiques affecterait bien plus les finances privées que quelque impôt que ce soit.

Tant que les Français ne se déprennent pas de la drogue des déficits et de la dépendance envers les marchés qui en résulte, ils ont besoin d'une dette crédible et des bas taux d'intérêt qui vont avec. Il est dommage que les engagements du Pacte de stabilité européen aient été si souvent violés que l'inscription d'une « règle d'or » dans les Constitutions puisse sembler une solution. Les politiques doivent négliger les calculs de court terme pour s'engager en faveur de solutions durables. ■

Pierre-Cyrille Hautcœur, Ecole des hautes études en sciences sociales, Ecole d'économie de Paris.



Par Martin Wolf

Les remous intervenus sur les marchés en août nous enseignent trois choses importantes. Tout d'abord, les économies endettées des pays à hauts revenus demeurent extrêmement fragiles. Ensuite, les investisseurs n'ont quasiment aucune confiance dans la capacité des décideurs à résoudre les difficultés. Enfin, en ces temps de forte inquiétude, les investisseurs préfèrent ce qu'ils considèrent comme les actifs les moins risqués, à savoir les obligations des Etats les mieux notés, quels que soient leurs défauts, ou bien l'or.

Ceux qui craignent la déflation achètent des obligations ; ceux qui redoutent l'inflation acquièrent de l'or ; les indécis achètent les deux. Mais rares sont les investisseurs ou les dirigeants de grandes entreprises prêts à prendre des risques d'investissement à long terme.

Beaucoup se demandent si les pays à hauts revenus risquent de connaître une « récession à double creux » (*double dip*). Je ne le pense pas, car la première étape n'est pas terminée. La question est plutôt de savoir jusqu'à quel point cette récession va s'aggraver, et combien de temps elle durera.

Le problème est qu'au deuxième trimestre aucune des six plus grandes économies n'avait dépassé les niveaux de production qu'elle connaissait avant le début de la crise, en 2008. Les Etats-Unis et l'Allemagne sont quasiment revenus à leur niveau d'alors, la France se situe légèrement derrière. Le Royaume-Uni, l'Italie et le Japon sont largement à la traîne.

Le National Bureau of Economic Research, un organisme américain

L'éclairage Les gouvernements qui pourraient dépenser plus s'y refusent, et d'autres qui voudraient dépenser plus ne le peuvent pas

L'impuissance des politiques

qui fait autorité, définit une récession comme « un déclin significatif de l'activité économique affectant l'ensemble de l'économie et se prolongeant plus de quelques mois ».

L'accent est donc mis sur les variations de la production plutôt que sur son niveau. Normalement, c'est un point de vue logique. Mais la récession en cours n'est pas normale. Quand les économies sont confrontées à des effondrements aussi marqués, comme ce fut le cas au pire moment de la crise (la baisse moyenne du PIB ayant varié de 3,9 % en France à 9,9 % au Japon), une expansion qui ne parvient pas à rétablir la production à son niveau originel n'est pas ressentie comme une véritable reprise. D'autant plus que le taux de chômage demeure fort, l'emploi rare, les capacités disponibles élevées.

Ceux qui sont censés tenir la barre donnent l'impression de n'être guère plus que des spectateurs

Aux Etats-Unis, le taux de chômage est encore deux fois supérieur à ce qu'il était avant la crise.

La sévérité de la contraction et la faiblesse de la reprise sont à la fois le résultat et la cause de la fragilité économique actuelle. Elles en sont le résultat car l'endettement excessif du secteur privé s'ajoute à la faiblesse du prix des actifs, notamment des logements, pour faire baisser la demande. Elles en sont la cause, car plus la demande attendue est faible, moins les entreprises ont envie d'investir et moins les bailleurs de fonds sont disposés à prêter.

Examinons à présent, dans ce contexte de fragilité économique persistante, la façon dont les gens considèrent la scène politique. Aux Etats-Unis comme dans la zone euro, les politiciens censés tenir la barre donnent l'impression de n'être guère plus que des spectateurs regardant se dérouler les événements.

Barack Obama souhaite être le président d'un pays qui n'existe pas. Dans son Amérique fantasmée, les politiciens enterrent leurs différences dans une harmonie bipartisane. Alors qu'en réalité il est confronté à une opposition qui préférerait voir son pays échouer plutôt que son président réussir. De la même façon, la chancelière allemande, Angela Merkel, s'évertue à chercher une voie médiane inexistante entre le souhait des

che de celui où étaient tombées les obligations japonaises en octobre 1997. Cela annonce-t-il également une déflation dans ces deux pays ? Une forte récession produirait à coup sûr un tel effet. Cela me paraît un danger plus plausible que cette hyperinflation tant redoutée par ceux qui sont obsédés par les déficits budgétaires et le bilan des banques centrales.

Le contrecoup de la violente bataille qui vient de se dérouler à Washington sur les conditions dans lesquelles pourrait être relevé le plafond de la dette a provoqué une ruée, et non un désengagement massif, sur les bons du Trésor américains. Cela n'est guère surprenant, pour deux raisons : la première est que ces bons sont toujours le havre le plus sûr pendant une tempête ; la seconde est que cela entraînera un net resserrement de la politique budgétaire.

Les investisseurs estiment que, vu l'état souffreteux du secteur privé, il en résultera une économie encore plus faible. De même, dans une zone euro encore affaiblie, les investisseurs se sont précipités sur le refuge sûr que constituent les bons du Trésor allemands.

Pendant ce temps, les Bourses ont été soumises à un violent pilonnage. Il est toutefois difficile de prétendre qu'elles sont prêtes à capituler. Selon Robert Shiller, de l'université Yale (Connecticut), le ratio prix/revenu cycliquement ajusté se situe pour les Etats-Unis (en se fondant sur le S & P 500) à un niveau supérieur de près d'un quart à sa moyenne à long terme. En 1982, sa valorisation n'atteignait qu'un tiers des niveaux actuels. Les marchés éviteront-ils un tel effondrement ? Cela dépendra du moment et de la façon dont prendra fin la grande contraction.

dra du moment et de la façon dont prendra fin la grande contraction.

L'économiste Nouriel Roubini, qui prédit un repli, a raison de souligner que la plupart des amortisseurs ont disparu : les taux d'intérêt sont faibles, les déficits budgétaires énormes et la zone euro sous tension.

Il existe bel et bien un risque de spirale vicieuse allant de ces mauvais fondamentaux à des erreurs de politique, entraînant à leur tour une panique puis un retour aux mauvais fondamentaux débouchant sur une nouvelle contraction économique.

Pourtant, tout n'est pas perdu. Rappelons que les gouvernements américain et allemand disposent encore d'une marge de manœuvre budgétaire substantielle – et qu'ils devraient en faire usage. Mais, hélas, les Etats qui pourraient dépenser plus s'y refusent, et ceux qui voudraient dépenser plus ne le peuvent pas. Les banques centrales n'ont pas épuisé toutes leurs munitions. Elles aussi devraient oser s'en servir. On pourrait également faire beaucoup plus pour accélérer le désendettement du secteur privé et le renforcement du système financier.

Un nouveau ralentissement dans les circonstances actuelles serait sans nul doute un désastre. Il est essentiel de ne pas aborder une situation aussi dangereuse que celle-ci avec les ceillères de la pensée conventionnelle. Il faut faire preuve d'audace. ■

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

Le livre Une famille en or



Amis, guerres, trahisons, mariages : l'histoire du capitalisme français que raconte Gabriel Milesi, ancien chef du service économique de France Inter et ancien rédacteur en chef à Europe 1, se lit comme un roman aux multiples péripéties.

Lorsque, en 1988, Jean-Luc Lagardère présente à la presse « ébahie » son fils Arnaud comme son dauphin, l'auteur conclut : « Il n'y a pas chez les Sarkozy où l'on confie des responsabilités aux enfants. » Une illustration de « l'obsession dynastique » qui caractérise l'économie française, trouvant ses racines dans l'Ancien Régime. Et quand les héritiers directs font défaut, un gendre peut bien faire l'affaire.

Cependant, si beaucoup des vieilles familles qui contrôlaient le pays ont disparu – les Schneider, Darblay, de Peyerimhoff, etc. –, d'autres (Peugeot, Michelin...) ont survécu. Une génération d'entrepreneurs de l'après-guerre a ainsi succédé aux « historiques ». Puis est venu le tour des « audacieux, capables de jongler avec les instruments financiers à leur disposition, de faire rapidement fortune », et enfin celui des « serial entrepre-

neurs », acteurs de la « nouvelle économie ». Le temps dira si les Pinault, Arnault, Naouri, Bolloré, ou ce que l'auteur nomme le « clan des épiciers » (Leclerc, Mulliez), prendront leur succession.

En 1988, 90 des plus grandes fortunes sur 150 s'étaient constituées depuis moins de quarante ans. En 2008, sur les 200 plus grandes entreprises françaises, 76 étaient sous contrôle familial, contre 62 vingt ans plus tôt. L'histoire économique de la France reste marquée par l'empreinte d'un capitalisme familial dont l'activité s'est étendue à l'international.

Autre spécificité hexagonale, la concentration des pouvoirs. « Une petite centaine de personnes possède 43 % des droits de vote des sociétés du CAC 40. » Une consanguinité qui profite aux technocrates passés par la haute fonction publique, parfois issus des « grandes familles » qui ont envoyé leurs héritiers dans les « bonnes écoles ». Mais, aujourd'hui, « ce sont les hommes politiques qui quittent le métier pour rejoindre le privé. Le monde des affaires a bel et bien pris le pouvoir ». ■

Pierre Julien

Les acteurs de l'économie Pierre Bezbakh Hamilton et le protectionnisme américain

L'essor du libre-échange semblait inéluctable, en raison de l'interdépendance économique croissante entre pays et des négociations au sein de l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Mais il est aujourd'hui contesté par les adeptes de la « démondialisation », comme le sociologue philippin Walden Bello, l'économiste Jacques Sapir ou le député PS Arnaud Montebourg (Saône-et-Loire), qui prônent un retour au protectionnisme.

Il est vrai que tous les grands pays ont eu recours : la Grande-Bretagne et la France mercantilistes du XVI^e au XVIII^e siècle, puis, au XIX^e siècle, l'Allemagne, le Japon et les Etats-Unis, où ce débat était présent peu de temps après l'indépendance (1783). Thomas Jefferson (président de 1801 à 1809) était partisan du libre-échange, afin de favoriser les exportations agricoles américaines, alors qu'Alexander Hamilton, premier secrétaire au Trésor américain (1789-1795), voulait protéger l'Amérique de la concurrence anglaise. Ancien aide de camp de George Washington durant la guerre d'in-

dépendance (1775-1783), Hamilton recommandait dans son « Rapport sur les manufactures » (1791) d'aider l'industrie nationale naissante grâce aux revenus dégagés par des taxes sur les importations, et un système de financement garanti par une banque nationale. Il annonçait ainsi les thèses du « protectionnisme éducateur » de l'économiste allemand Friedrich List (1789-1846), et le rôle futur de la Réserve fédérale (Fed).

Droits de douane

Si le Congrès refusa d'accorder des subventions aux manufactures, les droits de douane sur les importations furent relevés à différentes reprises, pour atteindre en moyenne 47 % en 1861, à la veille de la guerre de Sécession (1861-1865) entre le Nord industriel et protectionniste, et le Sud agro-esclavagiste et libre-échangiste. Durant la période d'industrialisation spectaculaire qui suivit la guerre, le tarif McKinley porta, en 1890, à 50 % le montant moyen des droits de douane. La loi Hawley-Smoot du 17 juin 1930 imposa une taxe de 59 % à plus de 3200 biens importés, malgré l'op-

position de l'industriel Henry Ford et d'économistes qui craignaient les représailles des pays étrangers.

Pour les partisans du libre-échange, ces politiques protectionnistes réduiraient l'incitation au progrès technique provenant de la concurrence ; elles feraient perdre les avantages liés à la division internationale du travail ; elles exacerberaient le nationalisme... A contrario, la forte croissance récente de la Chine, de l'Inde ou du Brésil, proviendrait de leur ouverture au libre-échange. Mais pour les tenants du protectionnisme, celui-ci aurait permis à l'Amérique de développer une agriculture diversifiée et une industrie innovante en s'appuyant sur un marché intérieur en expansion rapide, alimenté par le recours au crédit facilité par la création de la Fed en 1913.

Les hérités de la démondialisation retrouvent aujourd'hui les arguments d'Hamilton en prônant des mesures protectionnistes en Europe pour lutter contre la désindustrialisation liée aux importations massives de produits bon marché et aux délocalisations, et maintenir un niveau de rémunération alimentant la

demande européenne. Tandis qu'un nouveau rôle confié à la banque centrale permettrait d'orienter le crédit bancaire vers le financement des entreprises et des ménages produisant et consommant en Europe. ■

Pierre Bezbakh, maître de conférences à l'université Paris-Dauphine.

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

Édité par la Société éditrice du « Monde » SA,
Président du directoire,
directeur de la publication :
Louis Dreyfus
Directeur du « Monde »,
membre du directoire :
Erik Izraelwicz

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

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



Le 2 août, les Etats-Unis relèvent le plafond de leur dette publique, évitant ainsi le défaut de paiement. A la Bourse de New York, le Dow Jones plonge de 2,19%. RICHARD DREW/AP



Du 6 au 10 août, des quartiers entiers de Londres, de sa banlieue, ainsi que de Birmingham, de Bristol et de Liverpool sont dévastés par des émeutes qui font six morts. DAVID JONES/AP

L'été a ruiné l'espoir d'une véritable reprise et les politiques menées jusqu'ici ont été inefficaces : les leçons de la crise de 2008 n'ont pas été tirées

Le retour de la récession peut-il être évité ?

1 La contraction de l'économie est redevenue le risque majeur

La récession, aux Etats-Unis comme dans les pays européens, va-t-elle revenir ? L'agence de notation Standard & Poor's (S & P) le craint pour l'Europe. « *Le risque s'est accru, analyse Jean-Michel Six, chef économiste pour l'Europe de S & P, car la croissance s'essouffle, non plus seulement à la périphérie mais au cœur même de la zone euro, notamment en Allemagne et en France.* »

Au deuxième trimestre, la France avait déjà enregistré une croissance du produit intérieur brut (PIB) de 0% et l'Allemagne de 0,1%, indiquait l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), fin août. Aux Etats-Unis, le durcissement prématuré de la politique budgétaire contenu dans l'accord entre républicains et démocrates, signé le 31 juillet, comme préalable au relèvement du plafond de la dette le 2 août, a introduit des doutes sur la reprise américaine, déjà poussive.

A la noirceur de l'été a donc succédé un lot de corrections des prévisions de croissance du PIB. S & P a publié, mardi 30 août, ses révisions à la baisse pour l'ensemble de la zone euro, Allemagne comprise. Et le Fonds monétaire international (FMI) devrait en faire autant dans son rapport du 20 septembre sur les prévisions de croissance 2011 et 2012, même pour les Etats-Unis.

La reprise outre-Atlantique s'annonce anémique avec une croissance désormais attendue à 1,6% pour 2011 et 2% pour 2012, contre 2,5% et 2,7% précédemment, selon des chiffres rapportés par l'agence de presse italienne Ansa, qui s'est procurée une version préliminaire du rapport à paraître. Sur l'ensemble de la zone euro, la croissance du PIB n'atteindrait plus que 1,9% en

2011 (contre 2% auparavant), et 1,4% en 2012 (contre 1,7%). En France, sa progression serait ramenée à 1,8% (contre 2,1%) pour 2011, et à 1,6% (contre 1,9%) pour 2012. Seule la prévision 2011 de l'Allemagne serait maintenue à 3,2%, mais passerait de 2% à 1,6% pour 2012.

La Banque centrale européenne (BCE) a enregistré, en juillet, un ralentissement des crédits au secteur privé pour le deuxième mois consécutif dans la zone euro (à 2,4%, contre 2,5% en juin). La frilosité des banques serait-elle de retour ?

« *Et la situation pourrait s'aggraver pour la croissance, dans la mesure où la consommation des ménages de la zone euro se replie* », poursuit M. Six. En 2010, les ménages avaient déjà bien tiré sur leur épargne. En Grèce, la première à avoir appliqué un important plan de rigueur en mai 2010, les dépôts dans les banques ont été réduits de plus de 20% depuis septembre 2009. « *Aujourd'hui, pour maintenir un minimum d'épargne de précaution, les ménages de la zone euro doivent rogner sur leur consommation* », note M. Six.

2 Les plans d'austérité brident la croissance et aggravent la crise

Dans ce contexte, les plans d'austérité qui se multiplient en Europe pourraient renforcer le risque de récession. La Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni et la France ont choisi la rigueur pour corriger leur déséquilibre budgétaire, en essayant plus ou moins d'épargner la demande, afin de ne pas trop affecter la consommation des ménages. Pourtant, l'impact sur la croissance risque d'être considérable.

Tout d'abord en fonction de la façon dont ces cures d'austérité sont menées. « *La transparence de leur mise en œuvre est capitale,*

explique M. Six. *Le pire serait de laisser les consommateurs dans l'incertitude, comme vient de le faire l'Italie [qui a adopté le 14 août un nouveau plan de près de 50 milliards d'euros d'ici à 2014] en annonçant d'abord la création d'une taxe sur les hauts revenus, puis son annulation. Le manque de visibilité sur leurs dépenses futures incite alors les ménages à une épargne de précaution ralentissant d'autant la consommation et donc la croissance* », alerte-t-il.

Mais la variable clé est ce que les économistes appellent « le multiplicateur », qui permet de chiffrer l'impact d'une économie budgétaire sur la croissance. Autrement dit, combien 1 euro de baisse du budget provoque de baisse de richesse économique du pays. « *La valeur de ce multiplicateur varie selon quatre paramètres* », indique Eric Heyer, directeur adjoint au département analyse et prévision de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).

Premièrement, elle est plus ou moins importante selon que les politiques de rigueur diminuent les dépenses (emploi public, salaires) ou augmentent les recettes. Selon les keynésiens, plus on joue sur la dépense, plus les multiplicateurs sont forts. Deuxièmement, la simultanéité des plans d'austérité augmente la valeur des multiplicateurs. Les troisième et quatrième paramètres sont l'efficacité de la politique monétaire et la conjoncture.

« *Or la majorité des politiques d'austérité sont très orientées sur la réduction des dépenses ; elles sont menées simultanément dans l'ensemble de la zone euro, alors que les baisses de taux de la Banque centrale européenne en 2009 sont restées inefficaces puisqu'elles n'ont pas fait repartir le crédit ; et l'économie de la zone euro est en bas de cycle, explique M. Heyer. Dans de telles conditions, le multiplicateur est estimé à 1,8. Ce qui signifie que 12 milliards d'euros d'économie sur le budget [comme le prévoit le plan fran-*

çais d'ici à 2012] se traduira par 21,6 milliards d'euros d'activité en moins, soit 1 point de PIB en moins pour la France en 2012. » L'objectif de réduction des déficits revient dans ce contexte à tuer la croissance dans l'œuf. La facture de la rigueur devrait retirer 2 points de croissance au pays le plus touché, la Grèce, selon les calculs d'Exane BNP Paribas.

3 La patience des citoyens approche de ses limites

Jusqu'à quel point cette austérité, qui va aggraver les problèmes de croissance et d'emploi, sera-t-elle supportée par les populations ? Les mesures déjà entrées en vigueur ici et là dans la zone euro, rognant sur les salaires des fonctionnaires et les retraites, en Espagne et en Grèce par exemple, n'ont pas encore montré leur efficacité quant au redressement de l'économie.

Au contraire, la chute de croissance du PIB en 2008 et 2009 a durablement affecté le marché du travail. Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé depuis un an mais à un haut niveau : 10%. Le chômage de longue durée augmente en France comme aux Etats-Unis, où Barack Obama devait annoncer un plan d'action lundi 5 septembre. Et le chômage des jeunes se dégrade particulièrement.

En Espagne, le taux de chômage des moins de 25 ans était à 46,2% en juillet. Quant à la Grèce, elle a connu la plus forte hausse du chômage de la zone euro depuis un an avec un taux s'élevant à 38,5% chez les jeunes. Les populations ne voient aujourd'hui ni le fruit de leurs efforts ni l'horizon d'une sortie de crise. Il n'est donc pas étonnant que des vagues de protestation se multiplient.

Le mouvement des « indignés »,

né en Espagne mi-mai, a fait des émules un peu partout en Europe et en Grèce notamment, où une grande manifestation était prévue dans les rues de la capitale samedi 3 septembre. Ces protestataires ne croient pas en l'efficacité des plans d'austérité et ne veulent pas payer la facture d'une crise dont ils ne s'estiment pas responsables.

Au cœur de l'été, le 6 août, c'est au Royaume-Uni qu'ont explosé des émeutes. Les violences qui avaient commencé à Tottenham, un quartier défavorisé du nord de Londres, se sont étendues à plusieurs villes du pays quatre jours durant. « *A première vue, il n'y a pas de lien entre les "indignés" espagnols et la révolte des banlieues britanniques*, explique Claude Emmanuel Triomphe, cofondateur de l'Association travail emploi Europe société (Astrees), sur son site d'information Metiseurope.eu. *Et pourtant, il en existe un. Car tous portent un refus massif de ce que nos sociétés ont construit socialement dans les dernières décennies, quelle que soit la couleur politique des divers gouvernements en place.* »

La crise de confiance dans les politiques ajoute de fait un frein supplémentaire au redressement économique.

4 Tea Party et orthodoxie allemande : même combat, même dégât

Les disputes politiques de l'été, de part et d'autre de l'Atlantique, ont eu le même impact négatif sur la confiance. D'un côté, les républicains américains – et leur aile droite, le Tea Party – ont eu le plus grand mal à se mettre d'accord avec les démocrates, au Congrès, sur un compromis budgétaire qui permettait de relever le plafond de la dette publique.

Cette polémique a brouillé la stratégie économique du pays et a été sanctionnée par la dégradation

de sa note par Standard & Poor's, le 5 août, qui lui a retiré son AAA, la meilleure note possible.

Les plans de sauvetage européens ont aussi eu le plus grand mal à se mettre en place, en raison des réticences de l'Allemagne, qui ne veut pas payer pour des pays qu'elle juge fautifs, dans la tradition d'orthodoxie monétaire et budgétaire prônée par la Bundesbank, la banque centrale allemande. Ses représentants à la Banque centrale européenne freinent des quatre fers lorsqu'il s'agit de racheter de la dette publique des pays en difficultés.

D'autres Etats, comme la Finlande, font cavalier seul et demandent des garanties bilatérales en échange de leur soutien à la Grèce. Et l'idée d'obligations européennes et de budget fédéral reste dans les limbes... « *Les problèmes de la Grèce sont apparus il y a trois ans. L'Allemagne aurait pu agir comme Abou Dhabi à l'égard de Dubai : dire clairement qu'elle soutenait la Grèce. A Dubai, la confiance est revenue : la consommation, l'investissement et la croissance sont repartis. Car tout le monde s'est dit : "le grand frère est derrière"* », réagit Marc Touati, directeur de la recherche chez Assya Compagnie financière. *Sans croissance suffisante, la tendance à une dette publique élevée continue. A Athènes, il y a des infrastructures, une vraie force économique ; ce qui manque, c'est la confiance. Mais on a laissé pourrir la situation. La contagion était donc inévitable.* »

La faiblesse des économies européennes et américaine impose pourtant d'adopter des stratégies aptes à redonner confiance. Lors du symposium des banquiers centraux à Jackson Hole (Wyoming), du 26 au 27 août, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Ben Bernanke, a montré la direction : à court terme, relancer vigoureusement l'emploi et résorber le chômage de longue durée qui « *laisse en friche des ressources productives* » ; à plus long terme, rééquilibrer les finances publiques.



Le président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, et le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, à la réunion de Jackson Hole, le 26 août. REED SAXON/AP



Meeting du Tea Party à Napa (Californie), le 27 août. Ces ultra-conservateurs, opposés aux hausses d'impôts, veulent réduire de façon drastique les dépenses fédérales. J. SULLIVAN/GETTY IMAGES

« Le gros problème, c'est que les dirigeants politiques et monétaires en Europe et aux Etats-Unis ne sont pas forcément à la hauteur. A part Ben Bernanke qui a gardé son sang-froid, on n'a pas l'impression qu'il y a un pilote dans l'avion », regrette Marc Touati.

L'équation est difficile à résoudre. « Ce qui est demandé implicitement par les marchés – et explicitement par la Fed et le FMI –, c'est de faire à la fois de la rigueur et de la relance. Cela revient pour les gouvernements à prendre des engagements de réduction du déficit vis-à-vis de leurs successeurs, analyse Jean-Louis Mourier, économiste d'Aurel BGC. Les politiques sont incapables de faire en même temps de la relance à court terme et de la rigueur à moyen et long terme. Le long terme ne les engage pas et peut être remis en question. »

Ainsi, les baisses d'impôts aux Etats-Unis ne devraient pas être pérennisées au-delà de 2012... sauf en cas de victoire des républicains à l'élection présidentielle ! Ce qui annulerait les effets de l'accord sur la réduction du déficit.

5 Pékin soutient le dollar comme la corde soutient le pendu

Intervenue le 5 août, la dégradation de la note des Etats-Unis a provoqué une réaction très violente du régime chinois. Si Washington n'effectue pas des coupes importantes dans ses « dépenses militaires gigantesques » ainsi que dans ses « coûts surgonflés d'aide sociale », la décision de S & P ne sera que « prélude à d'autres abaissements dévastateurs de la note » américaine, a affirmé, dès le lendemain, l'agence officielle Chine nouvelle, entre autres commentaires peu amènes. La faiblesse financière des Etats-Unis donne ainsi un argument à Pékin pour contester la présence militaire américaine en Asie : en Corée du Sud, à Taiwan...

« Les jours où l'Oncle Sam, perclus de dettes, pouvait facilement dilapider des quantités infinies d'emprunts de l'étranger, semblent comptés », ajoutait l'agence, jugeant que la Chine avait désormais « tous les droits d'exiger des Etats-Unis qu'ils s'attaquent à leur problème structurel de dette ».

D'ailleurs, l'agence de notation financière chinoise Dagong avait abaissé, dès le 3 août, la note de la souveraineté des Etats-Unis de AAA avec une perspective négative, ce qui, selon Chine nouvelle, montrait qu'elle avait, avant S & P, révélé « l'horrible vérité aux investisseurs du monde entier ».

Ce ton très agressif confirme la logique non coopérative de la Chine, qui s'est nettement accentuée depuis le début de la crise, où elle a régulièrement remis en question le rôle du dollar, gelé sa parité avec celui-ci avant de procéder à quelques réévaluations à la marge. La même agence estimait en

même temps qu'il « faut mettre en place une surveillance internationale sur la question du dollar américain ». Ajoutant : « Une nouvelle monnaie de réserve, stable et sûre, peut aussi être une option pour éviter qu'une catastrophe soit provoquée par un seul pays. »

Le 8 août, dans *Le Quotidien du peuple*, tous les pays occidentaux en prenaient pour leur grade, l'organe officiel du Parti communiste chinois accusant les Etats-Unis et l'Europe de mettre en danger la reprise économique dans le monde en « n'assumant pas leur responsabilité » dans la crise des dettes souveraines.

Pékin est, certes, avec 1160 milliards de dollars de bons du Trésor américains détenus en mai, le premier créancier des Etats-Unis. Mais ses réserves de change, les premières du monde, ont atteint 3 197 milliards de dollars fin juin (+30,3% sur un an). Ayant évité la récession, la Chine n'est pas vraiment touchée par la question de la reprise mondiale : son souci, ces derniers mois, a plutôt été de freiner la surchauffe interne.

Si la Chine accumule autant de réserves de change, c'est que sa monnaie sous-évaluée est une arme redoutable pour exporter. Elle la pilote grâce au contrôle des changes – qui lui permet d'accumuler les devises gagnées par ses exportateurs. Puis, elle les replace en dollars et dans d'autres devises pour éviter les pressions haussières sur sa monnaie, prêtant à ses clients tout en évitant de perdre son avantage commercial lié au change sous-évalué. « La Chine a besoin du marché américain et européen pour exporter : tout le monde se tient par la barbichette, mais Pékin prend l'avantage, assure l'analyste d'Assya Compagnie financière. Il arrivera un moment où la Chine sera assez forte pour faire du yuan la monnaie de réserve mondiale, mais pas avant dix ans. Nous connaîtrions alors une crise sans commune mesure avec l'actuelle. »

6 Le système financier n'est toujours pas régulé

Les valeurs bancaires ont vécu un été noir, à la pointe de l'inquiétude qui a tiré vers le bas les indices boursiers. A l'été 2010, une première vague de « stress tests » avait analysé la solidité des banques européennes, produisant des résultats rassurants... vite annulés par la déconfiture des banques irlandaises qui venaient de les passer avec succès.

La deuxième vague, publiée en juillet 2011, plus exigeante, n'a pas empêché le déclenchement d'une spéculation déchainée, au gré des rumeurs de marché sur les valeurs bancaires. « Les "stress tests" ont encore échoué à rassurer les marchés sur les banques européennes, car il y a eu une très grosse incompréhension. La solvabilité des ban-

ques a été testée, or c'est la liquidité qui pose aujourd'hui problème », explique M. Mourier. La décomposition des portefeuilles de titres d'Etat de toutes les banques, avec leur maturité, aurait dû réduire les incertitudes, en rassurant sur leur santé financière. Mais d'autres problèmes sont réapparus, comme la difficulté des banques à se prêter entre elles.

Ces tensions sur les liquidités interbancaires gênent le financement de l'économie, ce qui pourrait aggraver le risque de récession en Europe. Or ces tensions « sont venues des rumeurs sur la Société générale et des suppositions de pertes révélées ou non dans le secteur, qui ont entretenu la défiance entre les banques à partir de la deuxième semaine d'août », explique l'économiste. Elles ont été renforcées par la diffusion des craintes financières à l'Italie, car les banques européennes détiennent de larges portions de cette dette.

Cependant, ce risque d'assèchement de la liquidité interbancaire reste encore loin de son pic de 2008, quand le marché avait été gelé après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers. Les procédures adoptées en 2008 par la BCE pour pallier le risque systémique sont en effet toujours présentes. « Les banques peuvent donc toujours trouver des liquidités. Il est peu probable qu'elles se retrouvent dans la situation de ne pas avoir assez de titres à apporter en contrepartie pour obtenir des liquidités, car la BCE accepte un large éventail de titres, rassure M. Mourier. Du fait des instruments mis en place par les banques centrales, une faillite du type Bear Stearns ou Lehman Brothers n'est plus possible aujourd'hui, car les banques auraient accès aux liquidités de la BCE ou de la Fed. »

Il suggère cependant d'imposer aussi des ratios de liquidités aux établissements financiers comme le prévoient les accords pruden-tiels dits de « Bâle III », soit des réserves d'actifs liquides et de cash, ou encore d'imposer aux banques de détail de ne pas avoir de portefeuille de crédit supérieur aux dépôts.

Mais ces règles ont aussi leurs détracteurs. Pour M. Touati, les nouvelles réglementations comme Bâle III conduisent les banques à limiter leurs risques et à octroyer en priorité des crédits aux entreprises qui vont déjà très bien, tandis que les autres ou bien les particuliers rencontrent eux beaucoup plus de difficultés. « L'encours de crédit va-t-il bien là où il le faut ? C'est cela qu'il faut repenser. On a besoin d'une finance qui soit mieux corrélée à l'économie et qui ne l'altère pas », estime M. Touati.

Selon lui, la tempête financière reflète « un gros problème de manipulation des cours boursiers au cours de l'été. Il faut se demander à qui profite le crime. Il y a une enquête à faire du côté des autorités de marché ». L'économiste souligne que les volumes boursiers sont faibles en été, et les institutionnels peu actifs, ce qui, dans un environ-

nement économique et financier incertain, facilite la tâche de ceux qui lancent des rumeurs pour en tirer profit : « Le contexte est déjà très difficile en Europe, mais les rumeurs sur les banques étaient un grand n'importe quoi, pas justifié et pas sérieux ; de même, des mouvements de baisse avant même la dégradation de la note des Etats-Unis peuvent conduire à s'interroger. »

7 La Banque centrale européenne doit changer de priorité

Lors de la réunion du Comité de politique monétaire de la Fed, le 9 août, la banque centrale américaine a indiqué qu'elle maintiendrait ses taux de refinancement proches de zéro au cours des deux années à venir. Lors du symposium de Jackson Hole, son président, Ben Bernanke, a en effet estimé que la faiblesse de l'économie américaine ne faisait pas courir de risque inflationniste, malgré un pic en juillet lié à des facteurs externes comme le prix des matières premières. Et il n'a pas exclu, par ailleurs, d'utiliser à nouveau ses programmes de rachats directs de titres, c'est-à-dire de monétiser la dette.

La Fed a ainsi absorbé depuis le début de la crise environ 1 000 milliards de titres de dette publique américaine, après avoir absorbé encore davantage de titres privés.

La Banque centrale européenne (BCE) a, elle, la gâchette beaucoup plus rapide face au moindre chiffre d'inflation sortant des clouds. Le 7 juillet, en pleine crise de la dette, elle avait choisi de remonter à nouveau d'un quart de point son principal taux directeur, pour le porter à 1,50 %, contribuant ainsi à accentuer les tensions sur les taux des emprunts européens. Face aux crises grecque, irlandaise, portugaise, espagnole et italienne, elle a fini par consentir à acheter sur le marché une grosse centaine de milliards d'euros de titres.

En Europe, non seulement les gouvernements ne s'entendent pas pour mutualiser leurs dettes et faire progresser l'intégration politique, mais la BCE, focalisée sur la seule lutte contre l'inflation et jalouse de son indépendance, utilise un pistolet à eau pour éteindre l'incendie. Les réticences des gouvernements et des banquiers centraux à agir donnent prise aux rumeurs spéculatives qui aggravent les problèmes de la zone euro.

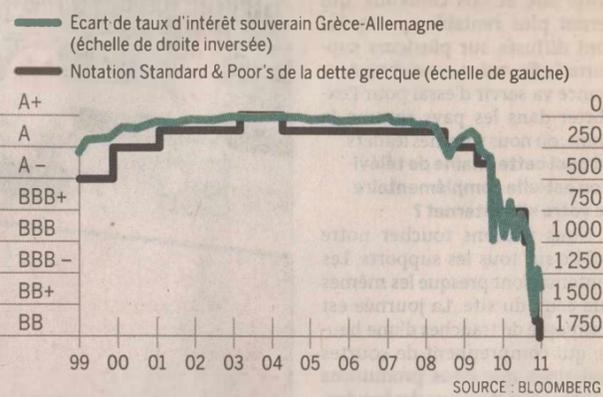
Enfin, le différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis encourage les opérations de marché dites de « carry trades » – s'endetter en dollar pour placer en euro –, qui conduisent à une surévaluation de la monnaie unique (son cours d'équilibre avec le dollar est de l'ordre de 1,18 ; le cours actuel est de 1,43) et cassent la croissance des pays les plus fragiles, aggravant ainsi leurs difficultés. ■

Anne Rodier et Adrien de Tricornot

► INDICE BOURSIER S&P 500 en points à New York, en 2011



► ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT SOUVERAIN GRÈCE-ALLEMAGNE ET NOTATION S&P DE LA DETTE GRECQUE en points de base (100 points = 1 %)



► ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT ÉTATS-UNIS-ALLEMAGNE ET NOTATION S&P DE LA DETTE AMÉRICAINE EN 2011 en points de base



► INDICE DES DIRECTEURS D'ACHAT EN 2011



► TAUX DE CHÔMAGE EN 2011

