La rigueur ne suffit pas

par André Grjebine et Francesco Saraceno

[Article paru dans *Le Monde* le 19/1/2012]

On peut bien entendu s'interroger sur la légitimité de la place acquise par les agences de notation dans l'économie internationale. Mais, tant qu'à faire, si on doit prendre en compte leur message, autant se déterminer par rapport à ce qu'elles disent vraiment et non par rapport à l'orthodoxie économique qu'on leur prête, parfois à tort. La puissance de celle-ci est pourtant si grande que bien des commentateurs continuent à discourir sur la décision de Standard & Poor's (S&P) de dégrader la note de la France et d'autres pays européens en l'attribuant à une politique de rigueur qui aurait été jugée insuffisante.

En réalité, l'agence de notation justifie la dégradation qu'elle vient de décider par des arguments qui sont à l'opposé de cette orthodoxie. L'agence critique ainsi l'accord entre dirigeants européens, tel qu'il est ressorti du sommet européen du 9 décembre 2011 et des déclarations qui l'ont suivi, en lui reprochant de n'avoir en vue qu'un seul aspect de la crise, *"celle-ci étant censée découler de la prodigalité budgétaire des pays périphériques de la zone euro. Selon nous, cependant, les problèmes financiers de la zone euro sont tout autant une conséquence des déséquilibres extérieurs croissants et de la divergence de compétitivité entre le noyau de l'UEM et la soi-disant périphérie. De ce fait, un processus de réformes basé sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de s'avérer autodestructeur, l'inquiétude des consommateurs quant à leur emploi et leurs revenus réduisant la demande intérieure et celle-ci conduisant à une baisse des recettes fiscales"*.

En vertu de quoi, S&P estime que le principal risque qui peut

affecter les Etats européens peut provenir d'une détérioration des situations budgétaires de certains d'entre eux *"par suite d'un environnement macroéconomique plus récessionniste"*. De ce fait, S&P n'exclut pas une nouvelle dégradation, dans l'année qui vient, de la notation de pays de la zone euro.

Dès lors, s'ils prennent en compte l'exposé des motifs de l'agence de notation, les pays européens devraient mettre en oeuvre des politiques économiques susceptibles à la fois de soutenir la croissance et de faciliter ainsi le remboursement des dettes publiques et de rééquilibrer les balances courantes entre pays de la zone euro. Ce double objectif ne paraît pouvoir être obtenu que par une relance dans les pays excédentaires, en premier lieu en Allemagne.

Dette insoutenable

L'effort de redressement budgétaire imposé aux pays de la périphérie devrait, par ailleurs, être étalé sur une période assez longue pour que ses effets récessifs soient minimisés. Une telle stratégie répondrait au principe selon lequel dans un ensemble aussi hétérogène que la zone euro, les politiques nationales des pays membres doivent être synchronisées, mais certainement pas convergentes comme on le propose ici ou là. Une telle politique impulserait ainsi la croissance de l'ensemble de la zone, rendrait la dette soutenable, et réduirait les excédents courants des uns et donc les déficits des autres. Le moins qu'on puisse dire est que le gouvernement allemand est loin de cette approche.

Angela Merkel n'a-t-elle pas réagi à la déclaration de S&P en appelant une nouvelle fois au renforcement des règles de rigueur budgétaire dans les pays qui viennent d'être dégradés, c'est-à-dire en prenant de facto le contre-pied de l'analyse de l'agence de notation ? On en vient à se demander si celle-ci, compte tenu de son argumentation, n'aurait pas été mieux inspirée de dégrader le pays qui entend imposer l'austérité à l'ensemble de la zone euro plutôt que de lui donner, à tort,

un sentiment d’être un parangon de vertu en en faisant l’un des rares à garder son triple A.

Le Sommet du G20 de Cannes : chronique d’une déception annoncée ?

par Jérôme Creel et Francesco Saraceno

(une première version de ce point de vue est parue sur le site lemonde.fr, ici)

Trop longue, trop technique, la déclaration finale d’action collective du Sommet du G20 à Cannes montre qu’aucune vision claire et partagée des turbulences économiques et financières qui secouent l’économie mondiale ne s’est dégagée lors du Sommet. Et Sénèque de nous rappeler que la déception aurait été moins pénible si l’on ne s’était pas d’avance promis le succès.

Après les annonces officielles, la déception était palpable à l’issue d’un sommet du G20 au cours duquel aucune avancée significative n’a été réalisée pour les dossiers les plus importants du moment, la relance de la croissance notamment. Les questions agricoles et financières, cruciales elles aussi, n’ont donné lieu qu’à des déclarations d’intention, avec le rappel pour ces dernières des engagements pris… en 2008 ! Cette déception doit être cependant relativisée car le G20 est principalement une instance de discussion plutôt que de décision. Que reste-t-il en effet des engagements pris par le

G20 de Londres d'avril 2009 en pleine récession mondiale ? Les politiques budgétaires expansionnistes ? Oubliées, sous l'effet de l'endettement public qu'elles ont produit, endettement qui, soit dit en passant, était parfaitement prévisible. La régulation financière renforcée ? Ressassée, mais point encore mise en œuvre, malgré la détermination affichée à Paris les 14 et 15 octobre 2011. La volonté d'échapper au protectionnisme ? A peine mentionnée, elle n'aura d'ailleurs pas empêché la constitution de 36 cas de différends commerciaux portés auprès de l'OMC, dont 14 impliquant la Chine, l'UE et/ou les Etats-Unis. Il ne reste plus que les politiques monétaires, « expansionnistes aussi longtemps que nécessaire » dans les déclarations préalables au Sommet. Le sort du système monétaire international ne dépend-il que du bon vouloir des banquiers centraux, indépendants de surcroît ?

La réunion a en outre été perturbée par la crise qui secoue la zone euro, qui a quasiment effacé de l'agenda des dossiers importants comme cette réapparition du protectionnisme, reléguée aux paragraphes 65 à 68 d'un document en comportant 95. A Cannes les pays émergents et les Etats-Unis ont été spectateurs d'un drame qui se déroulait entre Paris, Berlin, Rome et Athènes.

Cette crise qui secoue la zone euro découle de l'hétérogénéité des pays qui la constituent, comme la crise financière déclenchée en 2007 fut causée, outre l'absence de réglementation financière, par l'hétérogénéité croissante entre pays mercantiles et pays supposés être les eldorados de l'investissement, d'un côté la Chine et l'Allemagne, de l'autre, les Etats-Unis et l'Irlande. L'hétérogénéité européenne, l'une des quatre déficiences de la zone euro, a conduit les pays disposant d'un excédent de leur balance des comptes courants à financer les pays en situation de déficit. Seule et avec la priorité donnée à la lutte contre l'inflation que le Traité de l'UE lui a imposée, la BCE est impuissante à

renforcer la convergence au sein de la zone euro. Cependant, à court terme elle peut mettre fin à la crise de l'euro en acceptant d'apporter une garantie intégrale sur les dettes publiques de la zone euro (voir [1], [2] ou [3]), et en augmentant sensiblement ses acquisitions de titres de dette publique européenne. Ceci préserverait la stabilité financière européenne et engendrerait peut-être des anticipations inflationnistes, contribuant ainsi à sortir l'économie européenne de la trappe à liquidité dans laquelle elle se trouve depuis le début de la crise financière. Notons que malgré son activisme, la Réserve fédérale américaine n'a pas jusque-là réussi à engendrer de telles anticipations et reste engluée dans une même trappe à liquidités.

A plus longue échéance, il convient de revoir la gouvernance économique européenne. L'usage actif des politiques économiques aux Etats-Unis et en Chine contraste avec la prudence affichée par la BCE et avec les réticences européennes à mener des politiques budgétaires expansionnistes, et plus généralement avec le choix de bâtir la gouvernance économique européenne sur le refus des politiques discrétionnaires. Ainsi serait-il souhaitable que, tout en préservant son indépendance, la BCE puisse poursuivre un double mandat d'inflation et de croissance, et que les règles qui disciplinent la politique budgétaire soient plus « intelligentes » et flexibles.

Donner aux autorités de politique économique la possibilité de mener des politiques discrétionnaires ne doit pas faire oublier le risque de manque de concertation, qui peut amener le Congrès américain à menacer unilatéralement de taxes compensatoires les marchandises importées de pays dont la monnaie serait sous-évaluée. Une telle volonté fait resurgir le spectre du protectionnisme, et les pays du G20 devraient envisager un mécanisme pour coordonner les politiques, et éviter ainsi des guerres commerciales plus ou moins explicitement déclarées.

En outre, une guerre des monnaies ne semble pas une façon efficace de protéger nos économies : la sous- ou surévaluation d'une monnaie est un concept complexe à appliquer, et l'incidence de la valeur d'une devise sur les exportations et importations est rendue très incertaine par la fragmentation internationale de la production de marchandises et de services. A une politique défensive, il vaut donc sans aucun doute mieux substituer une politique industrielle active, permettant de tirer profit de nouvelles niches technologiques créatrices d'activités et d'emplois.

Au final, pour que les mots aient un sens concret – pour « engendrer la confiance et la croissance » dans les économies avancées et « soutenir la croissance en contenant les pressions inflationnistes » dans les économies émergentes (Communiqué du G20, Paris, 14-15 octobre 2011) -, il faut remettre en cause la « contagion des contractions budgétaires » qui secoue aujourd'hui la zone euro et, plutôt qu'une phase supplémentaire de rigueur, mettre à l'ordre du jour des plans de relance dans les économies avancées pendant que les taux d'intérêt sont encore bas. Ces plans doivent être ciblés pour engendrer de la croissance et ne pas mettre en péril la solvabilité des finances publiques : il faut donc favoriser les investissements publics. Ils doivent être coordonnés entre eux pour en maximiser l'impact global, mais aussi avec l'action des banques centrales, afin que celles-ci les accompagnent par le maintien de taux d'intérêt bas. Le Sommet de novembre 2011 arrivait à point nommé pour qu'une telle concertation émerge. Il n'en fut malheureusement rien.

Le double mandat, la Fed et la BCE

par **Jérôme Creel** et **Francesco Saraceno**

La Réserve fédérale américaine a lancé depuis le 21 septembre 2011 l'opération Twist de réallocation de son bilan pour réduire les taux d'intérêt de long terme. Cet activisme américain contraste une nouvelle fois avec la prudence affichée par la Banque centrale européenne. Le 7 septembre 2011, un banquier central américain déclarait qu'un taux de chômage de 9% aux Etats-Unis était aussi grave que le serait un taux d'inflation de 5%. Il en concluait que la politique monétaire américaine devait lutter en priorité contre le chômage. Nous pensons que ceci devrait être encore plus vrai pour l'économie de la zone euro et nous amener à réfléchir au mandat de la BCE.

La Réserve fédérale américaine a lancé depuis le 21 septembre 2011 l'opération Twist d'échange d'obligations publiques à court terme contre des obligations publiques à long terme pour un montant de 400 milliards de dollars. Cette stratégie de réallocation du bilan de la Fed vise à réduire les taux d'intérêt de long terme. Cette décision est conforme, dans son esprit, aux récents propos du Président de la Fed de Chicago.

Le discours de Charles Evans, le 7 septembre dernier, est en effet digne de notre attention, pour au moins deux raisons. La première est qu'il signale qu'aujourd'hui, en dépit de l'enlisement des Etats-Unis dans la crise, avec la persistance du chômage et la menace d'une nouvelle phase de récession, l'attention est encore excessivement portée sur l'inflation et les déficits publics plutôt que sur toute forme d'action qui permettrait de contrecarrer la crise en menant une politique économique proportionnelle à son ampleur. Charles Evans explique, en utilisant une fonction-objectif de la Fed et une

loi d'Okun, qu'un taux de chômage de 9% de la population active aux Etats-Unis est tout aussi inquiétant qu'un taux d'inflation de 5% : l'écart de 3 points à chacune des deux cibles – un taux de chômage « naturel » de 6 % (qu'il qualifie d'hypothèse conservatrice, le taux de chômage devrait descendre en deçà si les Etats-Unis récupéraient les 8 points de croissance perdus pendant la crise) ou un taux d'inflation de 2% (là aussi, une hypothèse conservatrice) – est tout à fait comparable dans un pays, les Etats-Unis, qui n'impose pas de hiérarchie entre les deux objectifs d'inflation et de croissance (plus précisément d'inflation et du nombre d'emplois maximum, voir ici). Charles Evans poursuit en rappelant que le taux de chômage aux Etats-Unis a effectivement atteint un écart de 3 points à sa cible, mais pas l'inflation… Et d'affirmer : « So, if 5% inflation would have our hair on fire, so should 9% unemployment ». Ceci porte Evans à considérer que l'objectif d'inflation, légitime à moyen terme, n'est pas prioritaire ; il convient donc d'accentuer le caractère expansionniste de la politique monétaire par des moyens conventionnels ou pas, même au prix d'une flambée des prix à court terme (qui reste peu vraisemblable dans une économie en crise).

La deuxième raison qui nous pousse à nous intéresser à ce discours est le rapprochement, ou plutôt le grand écart, avec les politiques européennes. En effet, en lisant ce discours et en observant les actions de la Fed, le contraste avec le discours et les actions de la BCE est saisissant. Les difficultés de la BCE à mener une politique appropriée à l'état de la zone euro découlent d'une approche par trop orthodoxe de la politique monétaire, n'en déplaise à certains membres démissionnaires de la BCE, qui trouve sa justification fondamentale dans le Traité sur l'Union Européenne, où la priorité est donnée à l'inflation plutôt qu'à la croissance (les articles 119 par. 2 et 127 par. 1). Ceci porte la BCE à négliger l'objectif de croissance, à le minimiser ou, quand les circonstances le requièrent inévitablement (en phase de

récession ou de croissance molle) à le poursuivre de façon non transparente, donc inefficace. Nous en voulons pour preuve la nouvelle initiative conjointe entre, notamment, la Réserve fédérale et la BCE en faveur de la liquidité bancaire en dollars, sans modification du taux d'intérêt directeur. Les atermoiements de la politique monétaire européenne entre 2007 et 2008, au chevet des banques privées, certes, mais n'impulsant pas, à cause de la hausse des prix des matières premières sur laquelle la BCE n'a aucune prise, une politique monétaire active pour soutenir une activité qui se détériorait, ne devraient pourtant pas se reproduire dans les circonstances actuelles. L'inflation sur les prix à la consommation dans la zone euro en juillet 2011 est proche de la cible de moyen terme que s'est imposée la BCE (2,5%), et cette inflation est tirée à la hausse par les prix des matières premières (énergie, café, thé, cacao), par leur répercussion sur les prix de certains services (transport), et par des produits servant d'assiette à des taxes que les gouvernements ont coutume d'augmenter pour tenter de rétablir un semblant d'équilibre de leurs finances publiques (tabac). *In fine*, le taux d'inflation hors énergie et produits alimentaires transformés s'établissait en juillet 2011 à 1,5%. Le taux de chômage dans la zone euro est, pour sa part, de l'ordre de 10% de la population active. Pour paraphraser Charles Evans, on peut affirmer qu'une inflation de 5% ferait certainement se dresser les cheveux sur la tête des banquiers centraux européens, et nous en sommes loin, fort heureusement, mais tel devrait être aussi le cas lorsque le taux de chômage atteint 10% de la population active !

Le grand écart entre la volonté expansionniste d'un responsable de la Fed et la politique prudente de la BCE, dans des circonstances économiques comparables (les écarts des taux d'inflation et de chômage à leurs cibles respectives sont peu ou prou les mêmes), trouve un parallèle lui aussi saisissant dans les discours et les actions de politique budgétaire de part et d'autre de l'Atlantique. Alors que les débats

européens portent quasi inéluctablement vers l'imposition de contraintes additionnelles sur les politiques budgétaires des pays de la zone euro (adoption de « règles d'or » en Allemagne, en Espagne, litanie de plans d'austérité budgétaire, le dernier en date en Italie), la nécessité de pouvoir compter dans la zone euro sur un instrument fort de politique économique repose exclusivement sur la BCE. Tel n'est d'ailleurs pas forcément le cas aux Etats-Unis où le gouvernement fédéral propose un nouveau plan de relance de l'économie à court terme, assorti d'un redressement des finances publiques à un horizon de 10 ans. Le discours de Charles Evans devrait être celui de Jean-Claude Trichet, mais nous en sommes loin. A camper sur le caractère impeccable de l'action passée de la BCE (voir la critique toute en nuances de Paul Krugman), le Président de la BCE, lorsqu'il s'exprime, ne semble pas prendre la mesure de sa responsabilité sur les performances futures de la politique qu'il mène aujourd'hui. S'il ne parvient pas à aller de l'avant pour soutenir l'activité, dans une phase d'inflation basse, il faudra revoir la gouvernance de l'euro. Deux choix cruciaux pour l'avenir sont possibles. L'euro pourrait disparaître, ce qui n'est pas sans poser de graves difficultés (voir le billet de Jean Pisani-Ferry à propos de la Grèce, dont les conclusions peuvent être élargies à tous les pays de la zone euro, l'Allemagne compris) et doit donc être fermement écarté. Le statut du système européen des banques centrales de la zone euro pourrait être modifié pour donner égale dignité aux objectifs de croissance économique et d'inflation, sur le modèle de la Fed. Les performances de celle-ci autorisent à minimiser les craintes d'une explosion inflationniste.