

# PETIT EXERCICE DE FINANCE-FICTION



**MICHEL  
AGLIETTA**  
Économiste  
CEPII

Projetons-nous dans un an. Les mouvements de capitaux vont s'inverser pour aller du sud vers le nord. Les pays émergents, détenteurs d'une partie de la dette occidentale, pourraient alors demander des rendements plus élevés, créant des tensions fiscales supérieures en Europe et aux États-Unis.

## INTERVIEW

### ■ Fin 2009, quel sera le profil de la croissance économique pour les pays occidentaux ?

Dans les années Clinton<sup>1</sup>, la dette publique a diminué grâce à plusieurs années d'excédents budgétaires dues à une croissance financée par une augmentation rapide de l'endettement des agents privés.

Aujourd'hui, la situation s'est inversée. La dette publique augmente, pour l'instant, afin de contrebalancer le fait que les agents économiques privés ne dépensent pas. Il s'agit d'une substitution. Ces mêmes agents vont se désendetter, forcés par les banques, qui vont devoir remettre leur bilan en ordre, mais aussi par les conséquences de leurs propres excès.

La durée de la récession est inconnue, mais il est sûr que l'économie ne sera pas financée dans les mêmes conditions après la crise. Le crédit sera plus coûteux parce que renchéri par des normes prudentielles plus exigeantes.

Il sera aussi plus rare parce que l'excès de prise de risque sera remplacé par l'aversion pour le risque. Il faut donc attendre une croissance ralentie surtout si les conditions, qui avaient forcé les ménages à fuir l'endettement, ne sont pas transformées.

### ■ Quelles seront les conséquences pour les pays émergents ?

La situation est très différente selon les régions. L'Asie pourrait sentir un ralentissement de la croissance à 5,6 % selon la Banque mondiale si la Chine ne descend pas en dessous de 7,5 % et l'Inde de 6 %. La Chine a les moyens de lutter efficacement contre les forces dépressives avec un plan de relance budgétaire de 16 % du PIB sur deux ans, une politique de baisse agressive des taux d'intérêt et des ratios de réserve obligatoire ainsi qu'un arrêt de l'appréciation du yuan.

À l'opposé, les pays de l'Europe de l'Est, très endettés vis-à-vis des banques allemandes, autrichiennes, italiennes et suédoises, sont dans une situation périlleuse issue de politiques aberrantes de financement de spéculations immobilières et de frénésie de consommation à crédit. Ils

se trouvent dans la spirale des doubles crises de change et de liquidité bancaire. Les déficits extérieurs des pays sont astronomiques (25 % en Bulgarie par exemple). Ces États vont subir le choc de la récession de l'Europe occidentale de manière amplifiée, d'autant que la pression sur le change les oblige à des hausses de taux d'intérêt en pleine récession.

Après la sortie de la crise, les pôles de croissance seront dans certains pays émergents de grande taille. S'ils se lancent dans des politiques d'amélioration de la croissance potentielle par des investissements publics à long terme, les pays leader vont développer des marchés obligataires qui donneront des opportunités aux grands investisseurs institutionnels. Dans ces conditions, les mouvements de capitaux pourraient s'inverser et les déséquilibres financiers qui se sont accumulés sur les États-Unis pourraient se réduire.

### ■ Mais ces pays doivent aussi investir chez eux ?

Les pays émergents vont essayer de dynamiser leurs industries locales et se développer à l'international. Les

1. Son mandat présidentiel s'étale de 1993 à 2001.

fonds souverains auront, sur ce point, un rôle à jouer. Une nouvelle phase de la globalisation financière va probablement s'amorcer avec moins de crédit et un rôle réduit des banques et plus de transferts de capitaux par les investisseurs institutionnels à long terme sous forme d'actions et d'obligations publiques. Il faut aussi s'attendre à une compétition entre les entreprises non financières des pays développés et de certains pays émergents pour s'imposer en tant qu'entreprises globales. Il va en résulter une densification des investissements directs, qui ne vont plus aller que dans un seul sens.

■ **Est-ce que les pays émergents, qui vont de plus en plus détenir la dette des pays occidentaux, vont accepter que celle-ci soit dévalorisée à cause de l'inflation ?**

Ils vont demander des rendements plus élevés, créant des tensions fiscales supérieures chez nous. La dette publique va s'accroître plus qu'on ne pense. L'évolution de l'endettement public va devenir un déterminant essentiel de la régulation macroéconomique.

■ **Est-ce que les pays européens sont prêts à faire un plan de relance coordonné ?**

Apparemment, on ne veut pas mener des relances budgétaires communes. Si cela a été fait en partie pour les banques, cela ne signifie pas qu'une politique coordonnée sera menée pour maîtriser une récession trop forte. C'est ce que les Bourses craignent le plus. L'Europe prend le risque d'une récession profonde et prolongée par son inertie budgétaire.

■ **Peut-il y avoir des changements de régime monétaire ?**

Il ne faut pas espérer une avancée de la coopération au niveau mondial, genre Nouveau Bretton Woods ou tout autre fantasme de ce genre. On entre dans une période de diminution irréversible de l'hégémonie occidentale et de rivalité pour l'ap-

propriation des ressources rares. Au plan monétaire, il faut s'attendre à un détachement des grandes monnaies de pays émergents par rapport au dollar et une généralisation des changes flottants avec de violentes crises de change. Il y aura probablement la formation d'accords régionaux formant des zones monétaires régionales souples, en Asie certainement et peut-être en Amérique latine.

■ **Que pensez-vous des dernières actions de la réserve fédérale américaine ?**

La Fed a dépassé depuis longtemps son rôle normal. Elle a non seulement été amenée à acheter aux banques des actifs à risque, mais elle a aussi étendu ses lignes de crédits aux banques d'affaires, en prenant des collatéraux plus larges. La Fed s'est mise à acheter du papier commercial aux entreprises et leur a proposé

“ On entre dans une période de diminution irréversible de l'hégémonie occidentale et de rivalité pour l'appropriation des ressources rares. ”

directement des prêts, ce qui pose un gros problème puisque, a priori, elle n'a pas d'expertise pour analyser la solvabilité des entreprises. Enfin, la Fed va se substituer au plan Paulson original qui a été abandonné pour acheter des actifs de titrisation du crédit hypothécaire pour des montants pouvant aller jusqu'à 600 milliards de dollars et d'autres actifs de titrisation pour 200 milliards.

Toutes ces nouvelles actions détériorent sensiblement la qualité de son bilan. Le besoin d'une substitution future de ces actifs, qui vont subir des pertes par des obligations du Trésor, se produira. Pour la Banque centrale, il est difficile de garder ses principes d'indépendance dans ce

contexte. De plus, la Fed a demandé et obtiendra un rôle de supervision accru dans le dispositif prudentiel. Le renforcement inévitable de celui-ci va conduire la Banque centrale à s'impliquer dans des responsabilités qui vont affecter la structure du système financier.

■ **Quelles pourraient en être les conséquences ?**

Le principal problème est d'éviter que la récession ne dégénère en dépression. À cet égard, deux grands pôles de l'économie mondiale, la Chine et les États-Unis, ont ou vont décider d'engager des plans de relance économique de grande ampleur. Le plan américain, joint à toutes les interventions déjà décidées, va mener à des déficits de 8 à 10 % du PIB pour les deux prochaines années. Pourtant, la déflation ne pourra pas être évitée. Il est logique que, dans ce contexte, la politique monétaire devienne quantitative, c'est-à-dire injecte de la monnaie en monétisant en partie le déficit public. Cette politique hétérodoxe, mais indispensable, est évidemment en dehors de tous les canons de l'indépendance des Banques centrales. Lorsque l'économie se rétablira, se posera le problème de la charge financière de la dette publique et de son mode de financement. Cette considération ne sera pas sans influencer la politique monétaire.

Le principal problème est en Europe où les plans actuellement annoncés ne sont pas du tout à la hauteur du problème posé par le désendettement de l'économie privée. Par l'inertie des pouvoirs politiques, l'Europe est menacée d'une récession pire que les États-Unis. Il faudra bien procéder à des révisions déchirantes. Mais les dogmes sont, en Europe, cristallisés dans des règles, des statuts et des traités. Aussi, les révisions de doctrine pour soutenir les économies pourraient s'avérer bien plus traumatiques. ■

Propos recueillis par A. F.-T.