



INITIATIVE INTERNATIONNALE POUR REPENSER L'ÉCONOMIE

Résumé du débat

" La dette souveraine aux États-Unis et en Europe : vrais enjeux et fausses évidences "

Organisé par l'Ifri, French-American Fundation et l'Initiative pour repenser l'économie à Paris, le mercredi 13 octobre 2010.

Avec :

James K. Galbraith, professeur à la Lyndon B. Johnson School of Public Affairs, Senior Scholar au Levy Institute et président de l'association Economists for Peace and Security

Christian de Boissieu, professeur à l'université Paris-I (Panthéon-Sorbonne), président délégué du Conseil d'Analyse économique

Henri Sterdyniak, directeur du Département économie de la mondialisation de l'OFCE, professeur associé à l'université Paris-Dauphine

Présidence : **Christophe Guillemin**, directeur général, French-American Foundation, France

La dette souveraine et les risques économiques qui lui sont associés occupent aujourd'hui une place centrale dans le débat public. Si les contextes économiques et institutionnels diffèrent de part et d'autre de l'Atlantique - le rôle particulier du dollar dans l'économie mondiale, la différence entre les mandats de la Fed et de la BCE..., dans les deux cas les enjeux convergent autour d'une série de questions clefs mais insuffisamment traitées : les causes profondes de l'endettement et les leçons qu'il faut en tirer pour l'avenir, l'arbitrage entre désendettement et croissance dans la situation actuelle, les pouvoirs accrus des marchés financiers, le rôle des agences de notation. C'est pour échanger autour de ces questions que nous avons invités trois économistes de renom : James Galbraith, Christian de Boissieu et Henri Sterdyniak.

Résumé établi par Wojtek Kalinowski, co-directeur du programme « Initiative pour Repenser l'Economie »

Pour plus d'information :

IRE/Fondation Charles-Léopold Mayer, 38 rue St-Sabin, 75011 Paris / France

www.i-r-e.org

L'intervention de James Galbraith.

Dans son intervention, **James Galbraith** s'interroge sur les racines de « ce sentiment étrange de panique, d'hystérie même » qui entoure le débat sur la dette publique des deux côtés de l'Atlantique, sentiment entretenu par de nombreux experts « qui nous conseillent des sacrifices maintenant pour éviter des sacrifices futurs », « une politique d'austérité pour éviter une politiques d'austérité ». Aux Etats-Unis, il s'agit surtout des économistes et des experts financiers qui, soit-il dit en passant, ne s'étaient pas distingués par une clairvoyance ou une prévision particulières avant la crise financière de 2007/2008, mais qui comparent aujourd'hui la dette publique à une hypothèque *subprime*, et mettent en garde contre une « bulle » d'obligations d'Etat qui risque d'exploser à tout moment.

Pour ne pas succomber à la peur, véhiculée par des livres à succès comme *Tous ruinés dans dix ans ?* de Jacques Attali (Fayard 2010), il faut bien comprendre la situation économique actuelle. Aux Etats-Unis par exemple, les sonneurs d'alerte tendent à oublier que le niveau actuel de la dette publique – 55% du PIB – est bien au-dessous des critères retenus par le Pacte de Stabilité européen. Dans le même style, les experts parlent d'une situation de crise lorsque le service de la dette dépasse 50% des recettes fiscales – or, dans le cas américain, le pourcentage actuel est d'ordre de 15%, et même les estimations les plus sombres ne dépassent pas les 25%.

Il faut donc garder le calme et revenir au cœur de la question, à savoir la relation des dépenses publiques et des dépenses privées. Ces dernières dépendent des institutions financières qui, sous la surveillance de l'Etat, créent des prêts sous la forme de dépôts. Du point de vue de la croissance, il faut que les nouveaux crédits privés excèdent les remboursements privés, et/ou que les dépenses publiques excèdent les recettes fiscales – et que ces excédents soient suffisants pour stimuler l'activité des entreprises et maintenir l'emploi à un niveau élevé. Evidemment, si l'un des deux excédents prend une ampleur particulière, comme par exemple les dépenses publiques en période de guerre, il faut réduire l'autre pour éviter l'inflation et la chute de la valeur la monnaie. En revanche, si l'une des sources tarit, l'autre doit la remplacer.

Evidemment, la plupart des décideurs préfèrent le financement privé des banquiers, plus discret et non transparent, aux dépenses publiques. Mais ces préférences d'ordre politique mis à part, le constat reste tout entier : le déficit public intérieur n'est que la contrepartie de l'épargne privée. Puisque les banques aiment faire des profits, elles convertissent leurs réserves en bons de Trésor avec un taux d'intérêt. Autrement dit, l'offre crée la demande et il n'y jamais de problème de financement de la dette publique. L'idée que les marchés puissent refuser un jour les obligations d'Etat est, par conséquent, fausse : en témoignent les taux d'intérêt actuels pour les bons de Trésors américains, qui restent très bas malgré les nouveaux records d'endettement. Le jour où les marchés préféreront prêter aux entreprises privées et aux ménages plutôt qu'à l'Etat, cela sera tout simplement le signe qu'on assiste à une relance des activités, laquelle augmentera les recettes fiscales et réduira donc naturellement le déficit public.

Le danger actuel se situe ailleurs, dans l'effondrement du système du crédit privé. Aux Etats-Unis, le moteur privé de la croissance est en panne ; les stabilisateurs automatiques ont permis de stabiliser l'économie mais n'ont pas suffi pour relancer la croissance ; celle-ci exigerait en plus des stimuli

supplémentaires considérable. Malheureusement, la résistance politique a réduit l'ampleur du plan de relance de l'administration Obama, laissant aux Américains la fausse impression qu'il ne marche pas.

Quant à la dette externe des Etats-Unis, les experts s'alarment du fait que la moitié de la dette américaine soit détenue par les pays étrangers, à commencer par la Banque centrale chinoise. Mais pourquoi le gouvernement chinois continue-t-il d'acheter les bons de Trésor américain ? La réponse est simple : car cela sert ses objectifs tels qu'il les définit lui-même. Mais la question est surtout : que pourrait-il faire d'autre ? Vendre le dollar pour acheter l'euro ? La récente crise grecque et les doutes qui planent sur d'autres pays du sud de l'Europe mettent en doute cette stratégie.

Plus généralement, les théoriciens considèrent comme dangereux un niveau d'endettement qui s'approche des 90% du PIB. Mais ils ne distinguent ni les systèmes monétaires, ni les dettes en monnaies nationales et celles en devises étrangères. Or il y a une grande différence selon le cas, comme le prouve la situation de l'Union européenne. Les difficultés actuelles des « petits pays » y sont bien réelles, mais elles n'ont rien à voir avec leurs recettes fiscales. Les problèmes de gouvernance dont souffre la Grèce étaient connus bien avant la crise : or, c'est dans la nature des banquiers d'accorder des mauvais crédits en période de prospérité, et d'arrêter de le faire en période de crise. On feint ainsi découvrir des problèmes grecs qui étaient connus depuis longtemps.

En réalité, la crise grecque a rendu évident le mécanisme déclenché par la crise, celui de *la fuite des marchés financiers vers la qualité et la sécurité*. En 2008, en découvrant les pertes dues à la fraude et à la titrisation des prêts immobiliers américains, les investisseurs ont tous cherché à vendre les mauvais titres et à investir dans les valeurs les plus sûres. Le problème fut aggravé par les produits dérivés sophistiqués qui permettent de vendre des obligations d'Etat sans les posséder, mais aussi par l'hésitation de la Banque centrale européenne (BCE) face aux problèmes des petits pays. Dès que la BCE s'est décidée à agir, le calme est revenu sur les marchés. Autrement dit, en achetant les titres des petits pays, la BCE a montré que l'europeanisation des dettes publiques est la solution, tant que les petits pays n'abusent pas de ce privilège.

Pour finir, James Galbraith observe que l'enjeu principal concerne aujourd'hui non la dette publique mais la réforme du système financier et la relance de l'économie, notamment des investissements de long terme nécessaire pour financer les énergies renouvelables. Cet enjeu exige les deux sources de financement, publique et privée : l'une ne marchera pas sans l'autre.

Réactions de Christian de Boissieu

S'il est d'accord avec James Galbraith sur la nécessité de réformer le système financier, **Christian de Boissieu** observe pour sa part plusieurs avancées dans ce domaine, accomplies au niveau du G20 et dans d'autres instances internationales, notamment en matière de règles prudentielles. Il note cependant aussi une contradiction latente entre les différents objectifs mentionnés dans l'exposé de J. Galbraith : la transition vers les nouvelles sources d'énergie nécessite effectivement des investissements de long terme ; or, ces investissements ne sont-ils pas menacés par le durcissement des règles de liquidité et de solvabilité auquel nous assistons ? Comment vont réagir les banques ? Et

si ce n'est pas le secteur financier privé qui doit investir dans la conversion écologique du tissu productif, alors pourra alors assumer ce rôle ? Les régulateurs et les législateurs doivent rester prudents dans ce domaine et respecter un certain équilibre entre régulation et investissement.

Le deuxième point de désaccord concerne la soutenabilité de la dette publique. Il ne s'agit pas tant de respecter tel ou tel seuil d'endettement – les seuils évoqués dans la littérature économique sont d'ordre empirique, et ne disent rien sur ce qui se passera dans d'autres conditions – mais d'évaluer les perspectives de remboursement d'un Etat sur le long terme. Sur ce point, le propos de J. Galbraith paraît trop optimiste. Si les taux d'intérêt sur les titres d'Etat restent actuellement à un niveau bas, personne ne peut exclure le risque d'un choc dans les années à venir.

Enfin, au sujet des déséquilibres monétaires internationaux, Ch. de Boissieu est d'accord pour dire que la Chine est autant « prisonnière » des bons de Trésor américain qu'elle détient que les Etats-Unis dépendent de la Banque centrale chinoise : il y a sur ce point une interdépendance qu'il ne faut pas confondre avec la dépendance de l'un des partenaires vis-à-vis de l'autre. Le débat sur le dollar comme la monnaie des réserves de change est très ancien ; la position de la France a toujours été qu'il fallait mettre un terme au « privilège du dollar » ; cependant, dans le contexte actuel, il faut se demander si c'est vraiment dans l'intérêt des Européens de rejoindre la Chine dans une éventuelle rébellion contre le billet vert : une réorientation de l'épargne chinoise vers l'euro risquerait fort de pousser à la hausse la monnaie unique. Or, dans le contexte international actuel, aussi bien la Chine que les Etats-Unis peuvent être tentés par une stratégie de croissance qui mise sur la relance des exportations, et donc sur la sous-évaluation de leur monnaie respective. Autrement dit, les exportations européennes risquent de faire les frais d'une prochaine « guerre des monnaies ».

Réaction d'Henri Sterdyniak

H. Sterdyniak est d'accord avec James Galbraith pour dire que la crise actuelle est surtout celle des marchés financiers et du modèle de croissance américain. Par conséquent, c'est surtout par là que doit passer la voie de sortie. Il pense également que la relance doit primer sur les objectifs de réduction de dépense publique. Malheureusement, les institutions internationales s'enfoncent dans une politique radicalement inverse ; par exemple le FMI préconise une baisse de dépenses publiques à la hauteur de 0,8% du PIB par an pour les pays endettés, et les propositions de la Commission européenne vont dans le même sens. Au sein de l'Union européenne, cette stratégie risque d'avoir des conséquences économiques désastreuses, aggravant encore la concurrence fiscale et les stratégies non coopératives qui finissent par réduire le potentiel de croissance de la zone euro. Se résoudre à la politique de la rigueur dans la conjoncture actuelle, c'est d'accepter que les 8% du PIB qui les économies européennes ont perdu au moment de la crise soient disparus pour toujours.

Si cette politique de la rigueur paraît légitime voire nécessaire à tant de décideurs publics, c'est qu'ils s'inclinent devant le dictat des marchés : les Etats doivent s'engager immédiatement dans la recherche des économies sous peine de subir des taux d'intérêt exorbitants et la spéculation contre la dette souveraine. Mais la vraie solution est de mettre fin à ce dictat en garantissant la dette publique des Etats membres au niveau de la zone euro ; il n'y aucune raison pour que les pays européens fassent l'objet d'attaques des spéculateurs alors que les Etats-Unis s'en protègent.