



INSTITUT
DIDEROT

Les Carnets des Dialogues du Matin

HENRI GUAINO & DENIS KESSLER

L'avenir
de l'euro
et de la BCE

Les Carnets des Dialogues du Matin

HENRI GUAINO & DENIS KESSLER

L'avenir
de l'euro
et de la BCE

Printemps 2013

Sommaire

Avant-propos p. 5
Jean-Claude Seys

L'avenir de l'euro et de la BCE p. 7
Denis Kessler et Henri Guaino

Les publications p. 45
de l'Institut Diderot

Avant-propos

Denis Kessler et Henri Guaino sont d'accord sur l'ampleur de la crise financière, économique et de plus en plus sociale qui frappe l'Europe et sur les craintes que leur inspire l'avenir.

Ils sont également d'accord pour constater que, si la crise financière consécutive à la faillite de *Lehmann Brothers* en a été l'amorce, la poursuite et l'ampleur de la crise résultent de décennies de décisions incohérentes aux plans national, européen et mondial ;

Ainsi en a-t-il été de la création d'une monnaie unique pour des pays trop différents, sans que ne soient prévus ni la mobilité des personnes et des capitaux où leur emploi eût pu être le plus productif, ni des mécanismes d'entraide entre pays qui fussent probablement apparus nécessaires entre régions d'une zone monétaire nationale.

Ainsi encore, de la promotion de la mondialisation sans mettre en place des règles du jeu identiques pour tous les acteurs, accompagnée de choix nationaux incompatibles avec celle-ci et de politiques de recours massifs au crédit repoussant indéfiniment la nécessité d'adaptation.

Leurs différences s'affirment quant aux remèdes à apporter : politique de réalisme économique pour l'un afin d'amener le pays à vivre selon ses moyens, politique monétaire plus agressive pour l'autre, envisagée non comme solution, mais comme un moyen de gagner le temps nécessaire en vue d'éviter l'effondrement.

Les nations européennes ne sont pas toutes dans la même situation : la prospérité allemande repose partiellement sur une devise faible pour elle alors que les difficultés de pays du Sud sont partiellement provoquées par une monnaie la même trop forte pour eux.

L'inflation, un des remèdes historiques à l'excès d'endettement, n'est pas accessible dans le cadre d'une monnaie unique puisqu'elle dégraderait encore la situation de ceux qui y recouraient et la sortie de l'euro ouvrirait une boîte de Pandore.

Mais ne rien faire ne consisterait-il pas à admettre l'extension de la crise de l'économique et social au politique ?

Jean-Claude Seys
Président de l'Institut Diderot

L'avenir de l'euro et de la BCE

DENIS KESSLER

Des expérimentations monétaires risquées de la BCE à la nécessaire contrainte budgétaire des États

Depuis 2009, la zone euro a connu cinq plans de crise successifs. Un plan de 275 milliards d'euros pour la Grèce en 2010 ; un autre de 100 milliards pour l'Espagne en 2012 ; un plan de 85 milliards pour l'Irlande en 2010 ; un autre de 78 milliards pour le Portugal en 2011 et, enfin, tout récemment, un plan de 10 milliards pour Chypre. On peut évidemment se demander quel sera le prochain pays sur la liste. L'économie européenne subit actuellement une récession¹ et se trouve prise dans ce qu'on appelle une situation de *double dip*, c'est-à-dire qu'après une faible reprise en 2009, la courbe de la croissance s'est à nouveau inversée. Cette récession sera sans doute relativement longue. Le chômage continue, quant à lui, de croître inexorablement : 12 % actuellement, avec des pics préoccupants dans certains pays comme l'Espagne ou le Portugal. Les interventions successives de la Banque Centrale Européenne (BCE) ont certes permis de gagner du temps, mais elles n'ont absolument rien résolu sur le fond. Elles sont même porteuses de risques considérables. Tel sera le cœur de mon propos : mettre l'accent sur les risques très importants portés par la politique « non-conventionnelle » appliquée par la BCE dans cette

1. Soit - 0,6 % au dernier trimestre 2012 ; - 0,3 % prévu par la Commission en 2013.

situation de crise. Le danger est bien que les médicaments administrés aient des effets secondaires aussi terribles que le mal qu'ils visent à soigner.

Lors de la création de la zone euro, une grave erreur a été commise : on a tout simplement oublié de mettre en place les différents instruments nécessaires pour réagir en cas de crise. On aurait dû penser qu'il pourrait y avoir des divergences entre un certain nombre de pays au sein de la zone et prévoir des fonds de stabilisation ou d'autres techniques visant à faire en sorte que ces divergences soient résorbées. Le moins qu'on puisse dire, c'est que ce principe élémentaire de *risk management* a été complètement déficient : lorsque la crise est intervenue, les médecins n'avaient donc aucune idée de la pharmacopée qu'ils devaient employer. Ils ont agi dans la chaleur de l'événement afin de mettre au point le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) et le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), c'est-à-dire les instruments qui devaient permettre d'éviter que ces divergences ne se traduisent par la sortie de certains pays de la zone euro. Douze ans après la création de cette zone, on s'apercevait donc qu'il y avait eu quelques carences en matière d'anticipation des risques... On aime beaucoup donner des leçons aux entreprises en matière de *risk management*, mais les pouvoirs publics seraient bien inspirés, de temps à autres, de faire eux aussi un effort d'anticipation.

La BCE est donc intervenue massivement depuis le début de la crise. Son intervention commence quelques semaines après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. On a alors injecté dans l'économie près de mille milliards d'euros, et la BCE est devenue très « accommodante », c'est-à-dire qu'elle est venue injecter une quantité considérable de liquidités dans le système. Mais elle a fait bien plus, en adoptant au moins *cinq mesures* pour éviter une crise systémique.

-
1. *Une baisse massive de ses taux directeurs.* A l'heure actuelle, les taux directeurs se situent aux alentours de 0,75 %, soit les taux les plus faibles qu'on n'ait jamais connus. Compte tenu du taux d'inflation, leur niveau réel est même très largement négatif : on les estime entre - 1 ou - 1,5 %. Tout assureur-vie devine les conséquences d'une telle technique d'intervention, qui tire tous les taux vers le bas afin d'aider les États à refinancer leurs dettes.
 2. *Fourniture directe de liquidités aux banques.* Il s'agit des deux grandes opérations dites *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), mises en œuvre par Mario Draghi. Douze jours après sa nomination, il injectait près de 489 milliards d'euros dans le système bancaire puis, un peu plus tard, procédait à une nouvelle injection de 530 milliards.
 3. *Modification des règles de prise en pension.* La BCE a ainsi choisi d'être de plus en plus laxiste, en élargissant l'éventail des actifs admis et en acceptant un collatéral de moins bonne qualité.
 4. *Chasse aux marchés secondaires de titres souverains.* Je suis totalement opposé au fait que les banques centrales achètent des titres d'États. C'est une technique dite « non-conventionnelle » et tout ce qui est non-conventionnel m'inquiète, car cela signifie qu'on expérimente quelque chose sans vraiment savoir quelles en seront les conséquences à terme.
 5. *Programme de rachat illimité d'obligations souveraines ou Outright Monetary Transaction (OMT),* adopté à l'été 2012. Ce programme n'a pas encore été mis en œuvre mais je considère, pour ma part, qu'une banque centrale ne peut en aucun cas déclarer qu'elle va utiliser son bilan de manière illimitée pour acheter des obligations souveraines.

Toutes ces actions ont permis de gagner du temps. La BCE a adopté l'attitude d'un médecin urgentiste : on administre une énorme dose d'un médicament de confort, ce qui se traduit par des injections de liquidités considérables dans un système malade. Mais sur le fond, rien n'a été résolu : le système reste en piteux état. La Grèce ne pourra pas rembourser ses dettes ; l'Espagne se trouve dans une situation économique et sociale préoccupante. Les *spreads* restent élevés : environ 5 % pour l'Espagne, 6 % pour le Portugal et 5 % pour l'Italie. Quand un pays se situe à 0 % voire, comme c'est le cas en Italie, à -1 % de croissance, et qu'il paye des *spreads* à 5 %, il s'ensuit un transfert de richesse réelle absolument considérable. Cela ne permettra certainement pas de résoudre le problème de l'endettement de l'Italie. J'ajoute qu'en Italie, la reprise n'est pas pour demain : le pays a enchaîné six trimestres consécutifs de récession.

Qui plus est, cette politique « non-conventionnelle » de la BCE est elle-même porteuse de risques considérables. En premier lieu, on peut s'inquiéter des 3 000 milliards d'euros au bilan de la BCE : quand on les rapporte au PIB de la zone euro, cela représente 30 %. Au début de la crise, nous nous situions à 10 %. Quand on évalue la solvabilité d'un système financier, il faut rapporter la taille de ce système au PIB : pour un réassureur comme moi, un pays est un pool et les contribuables sont les membres de ce pool. Un pool peut supporter un certain risque mais, lorsque ce risque augmente, on peut s'interroger sur la capacité des membres du pool à l'absorber. Et lorsqu'on constate une croissance extraordinaire du risque par rapport à la taille du pool, on peut commencer à douter sérieusement de sa capacité à pouvoir faire face, dans certaines situations, à un risque tel que, par exemple, le fait que deux pays de taille importante commencent à connaître de graves difficultés. Tant qu'il s'agit de Chypre, le risque reste absorbable. Mais s'il agissait de pays plus

importants, il serait beaucoup plus difficile de l'absorber.

Il convient aussi de comparer les 3 000 milliards de bilan de la BCE à ses fonds propres, qui ne couvrent que 88 milliards. Au début de la crise, la valeur de ses fonds propres était exactement la même. Il n'y a eu aucune augmentation de fonds propres correspondant à l'augmentation du bilan. Nous avons donc les mêmes fonds propres avec des engagements de bilan multipliés par trois... En cas de difficultés, on le sait, la BCE doit être recapitalisée par les banques centrales nationales ; ces banques centrales sont recapitalisées par les États qui, eux-mêmes, sont pris en charge par la BCE. Nous avons ici un phénomène de circularité ou de spirale extrêmement préoccupant dans la gestion des risques, qui suppose que, dans le pire des scénarios, on demanderait aux États de recapitaliser la banque qui porte leurs dettes...

Pour le moment, cet afflux de liquidités ne génère pas d'inflation pour la simple raison qu'elles se retrouvent dans les banques centrales plutôt que dans l'économie réelle. Les effets réels de la technique d'injection de liquidités adoptée par la BCE sont donc quasiment nuls. Cela tient au fait qu'à l'heure actuelle les agents économiques thésaurisent : ils ne désirent ni investir, ni consommer. C'est un phénomène qu'on constate partout : les dépôts et les encaisses des entreprises augmentent, que ce soit aux États-Unis, au Royaume-Uni ou en Europe. La consommation, quant à elle, reste atone, si bien qu'il n'y a aucun recyclage des liquidités injectées dans le système. J'ajoute, enfin, que la vitesse de circulation de la monnaie a baissé. Mais ces liquidités, il va venir un moment où il faudra les éponger en augmentant les taux d'intérêts ; et ce de manière assez brutale, sans quoi nous allons connaître une période d'inflation. Cela me semble être en réalité la véritable question qui se pose à l'heure actuelle : ne va-t-on pas finalement laisser l'inflation régler

le problème d'endettement ? Tel est le débat qui me paraît avoir été tranché positivement au Japon, au Royaume-Uni, et qui sera sans doute au cœur de la campagne électorale allemande. Il opposera ceux qui sont partisans du maintien de la rigueur et de l'assainissement économique, et ceux qui sont plus enclins à considérer que l'inflation est un bon vieux moyen pour laver les dettes.

Le véritable problème tient, selon moi, dans la confusion dangereuse qui s'est établie entre politique monétaire et politique budgétaire. On demande actuellement à la monnaie de venir corriger des défauts budgétaires. On pourrait ainsi paraphraser cette formule que j'ai toujours appréciée : « la géographie, c'est ce qui a foutu le bordel dans l'histoire », et dire : « le budgétaire a foutu le bordel dans le monétaire ». C'est précisément ce qui se passe aujourd'hui : compte tenu de l'incapacité d'un certain nombre d'États, dont la France, à mettre de l'ordre dans leurs affaires budgétaires, on demande à la monnaie de venir jouer un rôle qu'elle ne devrait pas avoir à jouer, celui d'alléger les contraintes de financement. Mais ce faisant, on crée de nouveaux risques. Ce risque peut être celui d'un choc obligataire, si on connaît une forte remontée des taux au moment où se posera un problème de crédibilité ; il peut s'agir aussi d'un choc inflationniste, si jamais on n'arrive pas à éponger les liquidités. Ce peut être les deux... On ignore encore si l'inflation ira plus vite que les taux d'intérêts ou l'inverse. On peut dans tous les cas imaginer l'effet absolument dramatique qu'un choc de taux d'intérêts aurait pour tous ceux qui, depuis des années, ont souscrit des titres publics à des taux d'intérêts relativement bas et qui vont se retrouver avec des moins-values considérables. Les problèmes sont donc devant nous bien plus que derrière nous.

La politique monétaire menée depuis trois ans pourrait donc bien se traduire par des effets pervers catastrophiques.

Le problème ne tient pas à la monnaie : celle-ci ne peut pas remplacer une gestion rigoureuse des États. Tout ce qui n'a pas été fait en matière de rigueur budgétaire, il va falloir le faire un jour : enfin, enrayer la dépense publique ; enfin, mettre en mouvement tous les mécanismes qui permettraient de regagner de la compétitivité ; enfin, faire en sorte que les systèmes sociaux ne soient pas déficitaires ; enfin, faire en sorte qu'on utilise les ressources de la Nation pour investir dans l'avenir, dans le système des connaissances et du capital humain ; enfin, faire en sorte que les États traitent les problèmes en temps et en heure plutôt que de trouver tous les moyens de les différer, en laissant gonfler des dettes publiques qui sont en train d'obstruer les perspectives de toutes les nations européennes, à l'exception de celles qui ont déjà mis de l'ordre dans leurs affaires.

Je conclurai d'un mot hélas bien pessimiste. Les tensions s'exacerbent en Europe. La divergence, qui est actuellement en train de s'opérer au point de vue économique entre pays du Sud et du Nord, est tout à fait incroyable, quels qu'en soient les domaines : compétitivité, croissance, emploi, etc. Des forces centrifuges dramatiques se déchaînent. Notre zone monétaire va être soumise à une très forte pression, entre des pays du Sud qui commencent à se fatiguer de l'austérité et des pays du Nord qui se lassent de porter le *bailout*. Quand il existe des divergences aussi fortes entre des créanciers et des débiteurs qui n'arrivent plus à s'entendre, les créanciers considérant qu'ils font des efforts surhumains par rapport aux débiteurs qui ne font pas les efforts qu'il faut, les tensions prennent des proportions dramatiques. A ce moment-là, on va commencer à blâmer la BCE de ne pas assumer un rôle que, de fait, elle ne peut pas avoir. J'appelle donc, avec beaucoup d'insistance, les pays qui sont en difficulté à l'heure actuelle à prendre les mesures radicales qui s'imposent, de sorte à ne pas se retrouver dans le club de

ceux qui doivent être « bailés out » et à rester dans le club de ceux qui ont mis de l'ordre de leurs affaires pour pouvoir aider les autres...



HENRI GUAINO

Préférer le risque de l'inflation à la menace d'une déflation

Je suis toujours heureux de pouvoir discuter avec Denis Kessler. Nous ne sommes souvent d'accord sur rien et, en même temps, nous nous entendons très bien et nos discussions sont toujours fécondes. Je partage avec lui la conviction que la situation actuelle est extrêmement grave. L'Europe, et pas seulement la France, se trouve face à des choix cruciaux. En vérité, tout s'effondre. Nous sommes entrés dans un processus catastrophique dont j'espère qu'il n'ira pas jusqu'à son terme ; mais je commence à avoir de sérieux doutes à ce sujet. En tous les cas, je me félicite que le cœur du débat porte enfin sur la macroéconomie. Il y a des moments où le débat majeur concerne la microéconomie, mais il en est d'autres où c'est la macroéconomie qui est décisive, en particulier quand les politiques macroéconomiques ont failli. Il est aujourd'hui urgent de s'interroger sérieusement sur nos choix macroéconomiques. Il ne s'agit plus tant de se demander qui avait raison et qui avait tort en 1992 : nous avons ratifié le traité de Maastricht, nous avons fait l'euro, nous devons faire avec. Je ne partage pas l'avis de ceux qui souhaitent quitter l'euro. Entrer dans la monnaie unique nous a coûté beaucoup de sacrifices ; en sortir susciterait énormément de souffrances. Mais, je ne suis pas certain que l'euro survivra à cette crise. Les tensions en Europe sont extrêmement fortes et cela n'a rien de surprenant : quand on veut faire une zone monétaire alors que les divergences entre les économies et les sociétés qu'on cherche à réunir sont considérables, on prend un risque énorme. Dans un pays comme les États-Unis, la mobilité des facteurs est beaucoup plus forte qu'en Europe, le budget fédéral est au moins dix fois plus important que le budget européen ; la solidarité financière y est dix à quinze fois plus importante qu'en Europe. Une zone monétaire

dans laquelle la mobilité et la solidarité financière sont faibles, et où les économies et les sociétés divergent, est une zone en danger permanent.

Mais ce n'est pas seulement la faute de la France et de la politique des États ! C'est un problème structurel, lié à la réalité démographique et sociologique des pays qui composent cette zone. Il est évidemment facile de penser que tous les grands désordres viennent de la mauvaise gestion française des dépenses publiques et des mauvaises politiques françaises... Mais le fait est que tous les grands pays européens ont fait des politiques différentes et qu'ils se trouvent tous aujourd'hui face à des difficultés majeures, quelles qu'aient été leurs politiques économiques au cours des trente dernières années. Si on doit chercher des causes, il faut donc les chercher au moins en partie ailleurs. Peut-être, par exemple, dans la manière dont nous avons fait la mondialisation, car il n'y avait pas qu'une seule manière de la faire. Nous avons choisi d'ouvrir sans précaution tous les marchés des pays développés ; nous avons choisi de créer les conditions pour que la mondialisation soit conflictuelle en y favorisant des concurrences déloyales, des distorsions ou des dumpings. Bien évidemment, une telle orientation a produit des dégâts dans les pays les plus avancés, transformés en victimes expiatoires. Ma conviction profonde, celle qu'avait exprimée Nicolas Sarkozy dans son deuxième discours de Toulon, c'est qu'une part importante de nos difficultés est imputable à cette façon dont nous avons organisé la mondialisation depuis la fin des années 1970. Une autre part est imputable à la manière dont, à la même époque, nous avons fait l'Europe. Enfin, bien sûr, chacun a aussi sa part de responsabilité dans la manière dont il a affronté les événements.

Cette façon de procéder a créé des dégâts considérables. Il fallait, pour que les déficits des uns soient financés par les

excédents des autres, un système financier qui permette de faire circuler le capital très rapidement. Il fallait aussi panser les plaies dans les pays développés, avec de la dette. Tout le monde s'est donc endetté. Le système a été créé pour qu'on puisse s'endetter très facilement. Dans certains pays, comme la France, c'est l'État qui s'est endetté à la place des ménages ; dans d'autres, comme la Grande-Bretagne, ce sont les ménages qui se sont endettés à la place de l'État ; et dans d'autres, comme aux États-Unis, les deux se sont endettés ensemble. Il y a eu une fuite en avant à laquelle tout a concouru : nous avons créé le système financier qui la rendait possible. Nous payons aujourd'hui le prix de ce que nous avons collectivement fait : qu'on ait voté oui ou non pour l'euro ; qu'on soit pour ou contre la mondialisation, nous avons *tous*, dans tous les pays développés, participé à cette dérive dont nous avons commencé à voir clairement le risque à la fin de l'année 2008. On s'est alors rendu compte qu'on avait accumulé une quantité invraisemblable de dettes publiques et *privées*. Car, tout de même, la crise n'est pas venue des États, mais du secteur privé ! Et nous nous sommes retrouvés en 2008 confrontés à une crise inimaginable.

Je me rappelle à ce sujet deux épisodes frappants. Au début de l'année 2008, le Président de la République réunit les banquiers et leur demande de prêter un peu plus aux PME et d'accorder un peu moins à la spéculation. Les banquiers lui répondent : « nous connaissons notre métier, laissez-nous faire ! » On se retrouve en septembre 2008 et les mêmes viennent nous dire, cette fois : « si vous ne nous aidez pas, demain nous ne serons peut-être plus là... ». Sur ce point, ils avaient d'ailleurs raison : s'il n'y avait pas eu, à ce moment-là, une intervention massive des États pour sauver le système bancaire, tout serait effondré. Nous nous trouvions dans une situation totalement imprévisible, dont personne n'avait cru, n'avait même

envisagé, la possibilité. Oui ! Du jour au lendemain, les marchés interbancaires avaient disparu : qui pouvait penser que cela pouvait arriver ? Même dans les années 1930, ce n'était pas arrivé... On s'est donc trouvé face à une situation extrêmement dangereuse. Et il a fallu, en effet, agir de façon « non-conventionnelle » et « non-orthodoxe », comme le dit Denis Kessler. Mais si on avait laissé faire, si l'on était resté « conventionnel », non seulement le système financier se serait écroulé ; mais l'économie se serait effondrée elle-aussi et on peut imaginer ce qui serait resté de la démocratie si les Français, les Anglais, les Allemands, les Américains etc. avaient tous perdu leurs comptes en banque...

Je voudrais donc qu'on mesure un peu mieux ce qui s'est passé et ce que nous avons risqué à ce moment-là... Ce n'est pas parce que nous avons évité le pire que l'on doit l'oublier. Donc, oui, il a fallu violer plusieurs fois le traité de Maastricht... Je ne reviendrai pas sur les incohérences et les vices de ce traité. Je ne suis pas sûr que le principal problème ait été l'adaptation de nos systèmes sociaux aux exigences de ce traité : le principal problème, Denis Kessler a raison, c'est qu'il n'y avait pas d'instruments pour gérer les crises, il n'y avait pas cette solidarité financière qui permet à une zone monétaire de faire face à tous les chocs. Le fait est donc que, pour s'en sortir, il a fallu violer ce traité « inviolable ». Et heureusement qu'on l'a fait... On peut certes dire qu'une politique monétaire expansionniste génère toujours des risques, mais quelle aurait été l'autre solution ? Ne pas intervenir ? Ne pas soutenir l'économie et les banques ? Ne pas inonder le marché de liquidités aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en Europe ? Mais c'eût été une folie ! Entre deux maux, il fallait choisir le moindre, et je pense qu'on a eu raison de choisir le mal monétaire. Il n'y avait pas d'autres solutions à ce moment-là. Je sais bien que, début 2009, certains pensaient que, puisque la crise était là, puisque les recettes baissaient, il fallait tout de suite engager une politique d'austérité...

Mais là encore, on peut imaginer ce qui se serait passé si, au moment même où l'économie mondiale menaçait de s'effondrer, tous les pays s'étaient mis à pratiquer une politique d'austérité et avaient resserré, en même temps, les dépenses publiques, augmenté les impôts ou baissé drastiquement les allocations chômage, les aides aux personnes et aux entreprises et lutté contre une inflation imaginaire! J'aimerais d'ailleurs rappeler que nous avons vu beaucoup d'entreprises demander de l'aide, à cette époque... Que se serait-il passé si l'État n'avait pas fait la trésorerie de Renault et de Peugeot ?

Il y a l'idéologie, il y a la théorie, et puis il y a les faits. L'économie est politique aussi... Je veux dire qu'elle est confrontée au tragique de l'Histoire en train de se faire, à la nécessité de choisir parfois entre deux maux. Et la politique existe parce qu'il faut trancher dans une zone grise entre le bien et le mal, entre le vrai et le faux, le parfait et l'imparfait : elle a quelque chose à voir avec toutes les imperfections de la vie. Dans une situation complexe, la politique a fait ce qu'elle a pu et, très franchement, elle ne l'a pas si mal fait, si l'on veut bien considérer ce que nous avons évité. Ce n'est pas toujours le cas, mais là, je trouve qu'elle a été à la hauteur. Le président Sarkozy a remarquablement joué son rôle, lui qui a réussi à réunir, pour la première fois, l'ensemble des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro à Paris pour discuter et travailler en commun sur les mesures qu'il fallait prendre sur le plan bancaire et pour soutenir l'activité. Avec un président de la Banque Centrale qui ne pouvait pas se comporter de la même manière face à dix-sept chefs d'État et de gouvernement que face au Conseil d'administration de la BCE à Francfort... Et puis il y a eu la création du G20, qui n'a sans doute pas tenu toutes ses promesses mais qui a permis, fin 2008-début 2009, de juguler la crise de confiance qui était en train de ravager le monde. Je pense, en tous les cas, qu'on ne peut pas juger de la

situation actuelle et chercher des responsabilités sans se remémorer un peu cette histoire-là. Le rôle des États et des politiques économiques n'y est pas aussi défavorable que Denis Kessler a bien voulu le présenter.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Quelles qu'en soient les raisons, nous nous trouvons face à une crise d'endettement comme l'histoire en a beaucoup connues : une crise gigantesque, d'endettements publics et privés. Et nous voyons bien, avec la crise financière, que la fuite en avant est désormais impossible : on ne peut pas continuer à fuir dans la dette parce que l'illusion de la dette s'est dissipée et que nous savons les risques énormes qu'elle représente. Le risque systémique n'est absolument pas corrigé : le système financier reste extrêmement fragile ; la confiance aussi. Puisqu'on ne peut plus pratiquer la fuite en avant, la question est de savoir comment on va gérer l'entrée dans un cycle de désendettement qui, en même temps, coïncide avec l'entrée dans un nouveau cycle de croissance mondiale. Il n'existe pas d'exemples, dans l'histoire, de situations d'endettement si importantes que l'on ait pu gérer sans l'outil monétaire. Comment résout-on habituellement le problème ? Pour faire simple, par l'inflation ou par la déflation. Or y a-t-il quelque chose de plus terrible et de plus dangereux que la déflation ? Est-ce que, dans l'histoire, il existe quelque chose de pire pour l'économie de marché ? Posons-nous bien cette question ! Certes, quand on monétise les dettes, il y a un risque d'inflation ; mais, je préfère prendre ce risque que celui de déflation. Quand j'ai fait mes études, on nous expliquait que les salaires nominaux ne pouvaient plus baisser dans les économies modernes, comme cela avait eu lieu dans les années 30. Il existait des effets de cliquet qui faisaient qu'on pouvait certes faire baisser les salaires réels, si les prix augmentaient plus vite que le salaire nominal, mais qu'on ne pouvait pas baisser le salaire nominal. Or actuellement, en Europe, et pour la première fois

depuis les années 30, les salaires nominaux baissent ! De même que, pour la première fois depuis les années 30, on voit réapparaître assez massivement des mouvements populistes et extrémistes... Est-ce que nous allons accepter de glisser sur cette pente dangereuse ? Est-ce que nous allons continuer à répéter : la rigueur et l'assainissement, c'est urgent et il ne faut surtout pas recourir aux instruments qui nous permettraient de gagner du temps et de lisser ce processus d'ajustement ? Car oui, comme le disait Denis Kessler, cela permet de gagner du temps... Mais parfois le temps gagné est vital !

On pourrait d'ailleurs débattre pour savoir si la politique de la BCE est effectivement une politique très expansionniste : elle l'est beaucoup moins que la politique anglaise, américaine ou japonaise. Je pense même qu'au fond, elle ne l'est pas assez. Denis Kessler l'a lui-même admis : on se trouve dans une période où la vitesse de circulation de la monnaie baisse, c'est-à-dire qu'il y a beaucoup plus de demande de monnaie. Il serait ici bon de se rappeler de la crise des années 30. A mes yeux, l'analyse la plus pertinente de ses mécanismes reste l'interprétation monétariste que Friedman et Schwartz en donnent dans *A monetary history of the United States*. Selon eux, dans les années 30, après la crise boursière, on a assisté à une augmentation de la demande de monnaie car les gens avaient besoin de liquidités et s'adressaient aux banques pour retirer ces liquidités. A ce moment-là, la Banque fédérale de réserve, qui a été créée dans les années 1910-1920, constate que les réserves libres des banques augmentent car les banques accumulent des liquidités pour faire face à la demande de monnaie. Voyant ces réserves libres augmenter, elle estime qu'il y a trop de liquidités dans l'économie, s'inquiète du risque d'inflation et restreint sa politique monétaire. On connaît la suite : une catastrophe bancaire aux États-Unis qui se propage dans le monde entier. La catastrophe qui consiste

à passer de la crise boursière à la crise financière puis à la crise économique s'est faite, comme toujours, par la crise bancaire et celle-ci vient, en grande partie, d'une erreur de politique monétaire de la Fed. Tout cela pour dire qu'il faut quand même y réfléchir à deux fois avant de se dire qu'aujourd'hui, il faut mettre en oeuvre sur tous les plans des politiques restrictives : monétaires, budgétaires, fiscales... A mes yeux, c'est non seulement déraisonnable mais véritablement suicidaire. Je suis donc content qu'on puisse avoir cette discussion, car c'est là un débat que nous devons avoir et que nous n'avons toujours pas !

Je voudrais rajouter deux éléments. Le problème de l'Europe aujourd'hui, c'est aussi la démographie allemande. L'Allemagne fait la politique de sa démographie, ce qui est tout à fait normal. Je pense qu'elle ne pourrait pas faire autrement. Or l'Allemagne est un pays vieillissant et les pays vieillissants font toujours les mêmes politiques : la France faisait exactement la même chose entre les deux guerres. Simplement, cette politique n'est pas forcément adaptée à tous les autres pays. L'Allemagne fait une politique de vieux, qu'elle impose à l'Europe, et cette politique est, dans les circonstances actuelles, extrêmement dangereuse pour l'Europe. Donc, je pense qu'il faut qu'on cesse d'invoquer à tort et à travers le soit disant « modèle » allemand. L'Allemagne connaît certes des performances extraordinaires en matière industrielle mais, pour le reste, son prétendu « modèle » mérite d'être déconstruit. Et ce pour la simple raison qu'il n'y a *pas* de « modèle » : on a appliqué ce terme de « modèle » à tous les pays qui, à un moment donné, ont connu une période de réussite depuis la 2^{ème} guerre mondiale. Quand je faisais mes études, on exaltait le « modèle » japonais... On voit ce qu'il en reste aujourd'hui ... On a eu aussi le « modèle » français, le « modèle » américain, etc. Il n'y a pas de modèle : il y a des circonstances, à un moment donné de l'Histoire où un pays, du fait de son histoire, de ses traditions, de ses

savoir-faire, se sent plus à l'aise que les autres, se trouve plus en adéquation avec l'état du monde. Qui plus est, il me semble que l'on se trompe souvent sur ce qu'a été la stratégie allemande depuis 1945 : elle a consisté en une sous-évaluation systématique de sa monnaie, avec des ajustements à la hausse toujours en retard sur le différentiel d'inflation. Différentiel d'inflation que le change ne rattrapait jamais, sauf, lors de la réunification. On sait d'ailleurs quelles difficultés l'économie allemande a rencontrées à ce moment-là. L'Allemagne est rentrée dans l'euro avec un cours de change plutôt favorable ; ensuite elle a appliqué une politique qui ne pouvait pas être appliquée par tout le monde, car tout le monde ne peut pas être en excédent sur tout le monde... L'Allemagne a écrasé son pouvoir d'achat interne et a vécu sur l'augmentation du pouvoir d'achat des autres pays, qui ont tiré ses exportations, en particulier en Europe où elle a longtemps accumulé ses excédents les plus importants. L'Allemagne fait la politique de sa démographie. L'imposer à toute l'Europe ce qui ne peut conduire qu'à un désastre. Il faut bien comprendre que pendant 4 ans nous nous sommes battus pied à pied, tous les jours, tout en mettant en scène l'amitié franco-allemande, pour éviter que les exigences allemandes ne conduisent à une catastrophe. A chaque fois qu'il a fallu transgresser les fameuses règles d'orthodoxie qui sont tout naturellement dictées par une démographie vieillissante, ce fut un combat pour trouver des compromis acceptables compte tenu de la situation de chacun.

Ma seconde remarque vise à montrer que les choses ne sont jamais aussi simples qu'on peut parfois les présenter, en reprenant l'exemple de la Grèce. En Grèce, tout le monde le sait, la moitié du PIB est dans l'économie souterraine. Quand la Grèce a été attaquée par les marchés financiers, il existait une solution, proposée par la France, qui me paraissait raisonnable : elle consistait à faire en sorte que la France et l'Allemagne interviennent

ensemble sur le marché de la dette grecque pour contrer la spéculation, comme on le fait lors d'une crise de change. Une fois que la pression aurait baissé, on aurait pu se retourner vers la Grèce et exiger d'elle les réformes nécessaires pour la sortir de la situation dans laquelle elle se trouvait. Et la première de ces réformes ne consistait certainement pas à augmenter les taux d'imposition, pour des impôts qui, de toute façon, ne sont pas payés... Ce type de réformes ne fait que faire fuir encore plus l'argent dans les circuits parallèles. Il s'agissait plutôt de s'attaquer à la seule vraie priorité : reconstruire en Grèce un État digne de ce nom et, en particulier, une administration fiscale. Avant de s'occuper des taux d'imposition, encore faut-il une administration efficace pour collecter les impôts. D'ailleurs, s'il est une leçon qu'on peut tirer de la crise, c'est que les pays qui ont le moins bien résisté sont ceux qui n'avaient pas d'État et d'administration dignes de ce nom. Peut-être cela devrait-il nous donner à réfléchir...



DÉBAT

Jean-Claude Seys : Vous avez tous les deux posé un diagnostic approfondi et pour partie divergent sur la situation actuelle. Mais maintenant, on souhaiterait un peu savoir où l'on va et comment on y va : est-ce que l'euro peut nous aider ? Est-ce que la politique de la BCE va nous permettre de retrouver une situation plus stable ? Et est-ce que la politique monétaire inaugurée par la banque du Japon n'est pas en train d'ajouter un élément de plus qu'on ne peut pas maîtriser ?

Denis Kessler : La schizophrénie française, attitude psychotique de longue durée, me fascinera toujours... Elle consiste à dire « oui à l'Europe » et « on fait les 35 heures » exactement dans les mêmes années... Quelle incohérence ! « Oui à l'Europe » et « on maintient l'âge de la retraite à 60 ans en France, 67 ans en Allemagne... » Ca ne peut pas marcher ! « Oui à l'Europe » mais on laisse le coût du travail augmenter, avec des cotisations et des charges insoutenables, alors que notre partenaire principal arrive à dégager des gains de productivité tout en maintenant un coût du travail qui lui permet d'être compétitif. Incohérence, là-encore ! Le problème numéro un, c'est donc de chanter l'amitié franco-allemande le matin et l'après-midi de faire tout le contraire. Au bout d'un certain temps, les contradictions s'additionnent. Le plus préoccupant à l'heure actuelle, c'est le doute allemand sur la France dans le contexte électoral de l'Allemagne. Tandis que le nouveau parti allemand « Alternative pour l'Allemagne » fait déjà 17 % d'intentions de vote en réclamant le retour du mark et que des sondages montrent que plus de 30 % des Allemands souhaitent le retour à la monnaie nationale, le doute allemand sur la crédibilité française devient tellement profond qu'on n'aura bientôt qu'à s'en prendre à nous-mêmes, et non pas à l'Allemagne,

si le fameux couple commence à divorcer... Si on est profondément européen, il faut se donner les moyens de faire en sorte que l'Europe soit un succès.

Le deuxième élément de schizophrénie, c'est l'élargissement de l'Europe. Chypre, par exemple, n'a rien à faire dans l'Europe ! Pour des raisons politiques, on a décidé de procéder à l'élargissement. On va le payer très cher : les pays concernés n'étaient pas, en termes de compétitivité, de productivité ou d'organisation de l'État, capables de se plier à la discipline européenne. On leur a offert un extraordinaire *free lunch* : ils ont pu s'endetter dans des conditions fabuleuses, à des taux d'intérêt très bas, et ils ont gaspillé tout cet argent. La Grèce s'est couverte de piscines mais pas d'usines ! Tous ces pays qui se sont endettés n'ont dégagé aucun *cash flow* à partir des recettes d'endettement qu'ils auraient dû utiliser à des fins productives : c'est un drame auquel notre pays lui-même n'échappe pas, puisqu'une bonne partie de notre endettement n'a pas correspondu à des emplois productifs mais totalement improductifs. C'est le cas, en particulier, de l'extraordinaire croissance des collectivités locales qui ont embauché des centaines de milliers de personnes et dépensé leur argent à tort et à travers... Sur ce plan-là, il me semble que nous devons battre notre coulpe.

Nous sommes donc face à une crise d'endettement structurelle. Face à ce type de situation, il n'existe que *cing sorties possibles*.

1. *Le retour à la croissance*. Il faudrait en France une croissance de 7 % par an pour retrouver un taux d'endettement de 60 % du PIB et, pour la Grèce, cette croissance devrait être de 47 % pour arriver au même résultat dans les vingt prochaines années. Autant dire que ce n'est pas l'hypothèse à privilégier...

-
2. *L'austérité.* On se sert la ceinture, et en particulier les agents les plus endettés, c'est-à-dire l'État et les organismes qui s'y rattachent.
 3. *Le défaut de paiement.* Moyen historique et relativement en vogue actuellement.
 4. *La répression financière.* C'est le choix qu'ont fait la France mais aussi d'autres pays. Elle consiste à multiplier les législations afin d'orienter les ressources financières vers les agents endettés, en premier lieu l'État et le secteur bancaire. A l'heure actuelle, cela permet de faire en sorte que les agents endettés aient des coûts de refinancement faibles. La BCE est le principal agent de cette répression financière en agissant avec des taux d'intérêt d'intervention extrêmement bas, très éloignés de l'équilibre des fonds prêtables, c'est-à-dire des taux d'intérêt qui résulteraient de l'offre et de la demande de marché. On se trouve dans une situation où beaucoup d'épargnants, beaucoup de personnes qui sont des obligataires, font l'objet de ponctions qui bénéficient aux agents endettés. La répression financière, ce sont toutes les décisions sur le livret A, les prélèvements sur les produits d'épargne, etc. Elle allège le budget de l'État de 8 à 10 milliards et lui permet de se financer aux taux où il se refinance aujourd'hui, soit 1,7 %. Mais cela signifie surtout que les épargnants ne reçoivent pas ce qui devrait correspondre au prix de l'argent.
 5. *L'inflation.* Il me semble que, désormais, le choix de l'inflation commence à se généraliser dans l'ensemble du monde. Les décisions prises par Ben Bernanke reposent *grosso modo* sur ce principe. Il parle maintenant d'un objectif de 2 à 2,5 % d'inflation ; il déclare que, si le taux de chômage passe en dessous de 6,5 %, on augmentera les taux d'intérêt, mais sans dire de combien... Le Royaume-Uni a pris lui aussi le chemin de l'inflation. Et

c'est encore plus patent au Japon : là, quand on parle de doubler le taux d'inflation, cela signifie en fait 100 % de croissance puisqu'on passe de 1 à 2 %... Les fonctions d'utilité collective sont donc en train de changer profondément. Cela va être tout l'enjeu du débat en Europe : il n'existe pas *une* fonction d'utilité collective en Europe, car il ne s'agit pas d'*un* pays. Il y a donc au moins *deux* fonctions d'utilité collective : celle qui vaut pour l'Allemagne et qui implique un taux d'inflation réduit au maximum ; et celle d'un certain nombre d'autres pays, qui consiste à rechercher l'épongement de la dette par l'inflation. Il s'agit alors de dévaloriser une bonne partie des patrimoines pour nettoyer les passifs et rebondir. C'est cette confrontation entre deux fonctions d'utilité collective totalement incompatibles qui est au cœur du débat européen. Il faut d'ailleurs noter que les pays qui étaient les plus inflationnistes sur les cinquante dernières années (Italie, Espagne, Portugal...) sont aussi ceux qui à l'heure actuelle se retrouvent le plus en difficulté. Nous nous retrouvons donc dans une situation où l'on revient aux fondamentaux de la confrontation entre deux types de modèles économiques, au sens fort du terme. Et je pense que l'Allemagne ne cédera pas et n'acceptera pas le modèle qui consiste à laver les dettes par l'inflation. La tension est donc à son maximum : elle va être au cœur des débats en Allemagne, et je ne sais pas dans quel état l'Europe va se retrouver à la fin de cette année...

Jean-Claude Seys : Henri Guaino parlait du problème de la mobilité en Europe ; Denis Kessler souligne ici les tensions fortes entre deux modèles économiques et deux fonctions d'utilité collectives incompatibles... Est-ce que tout cela ne montre pas qu'on a commis une erreur en faisant une union monétaire sans permettre, avant tout, l'homogénéisation de l'espace économique ? Car lorsqu'on

a créé des espaces monétaires comme celui du franc ou de la livre sterling, il y a eu des mobilités géographiques qui ont permis à chaque région de retrouver une utilité marginale à peu près équivalente. Et ça, on ne peut pas y remédier...

Denis Kessler : C'est bien le problème. Ce qui m'inquiète le plus à l'heure actuelle, c'est cette divergence économique qui s'accroît. Il y a une entropie croissante, économique et sociale, qui risque de se traduire à terme par des problèmes politiques extrêmement graves.

Henri Guaino : Je partage tout à fait cette analyse. Les tensions sont extrêmes et personne ne sait où l'on va. J'ai juste une petite divergence sur le mot « modèle ». Je ne sais pas s'il s'agit vraiment d'un affrontement de modèles... Nous ne sommes pas actuellement en train de nous demander quel modèle nous devons choisir, mais ce que nous devons faire maintenant que nous nous trouvons au bord du gouffre. D'ailleurs, il est tout de même bon de rappeler qu'il n'y a pas que les pays du Sud à être ainsi en accusation : l'Irlande aurait sombré sans une aide massive et le Royaume-Uni, sans sa banque centrale, se serait effondré. Ce n'est donc pas simplement un problème Europe du Nord contre Europe du Sud.

Par ailleurs, avant de se poser la question des modèles économiques et des réformes structurelles, il faut, je le répète, commencer par mettre un terme à la catastrophe. Comment y parvenir ? Si l'Europe devient un îlot de déflation dans un monde d'inflation, il n'y aura tout simplement plus d'Europe. C'est une certitude absolue. Or telle est la question fondamentale posée aujourd'hui à l'Europe, avant toutes les autres. Cela ne doit pas évidemment nous empêcher de réfléchir aux réformes

structurelles qu'il faudra accomplir, mais on ne peut pas y réfléchir, ni encore moins faire de bonnes réformes, si on les fait dans une situation d'étranglement économique, social et fiscal. L'idée que, du jour au lendemain, on va supprimer des dépenses et que cela va améliorer la situation, est une idée complètement folle... Les vraies économies viennent de réformes en profondeur : réforme des retraites, réforme de la fiscalité, et non de ces économies de bout de chandelles qu'on fait dans l'urgence et qui, très souvent, consistent à sacrifier tous les investissements d'avenir parce que c'est ce qu'il y a de plus facile. On ne remboursera nos dettes qu'avec nos revenus de demain, et nos revenus de demain sont nos investissements d'aujourd'hui. Donc, il y a d'un côté des réformes structurelles à accomplir, mais qu'il faut faire dans le calme et la détermination sur la longue durée ; et des investissements d'avenir qu'il faut faire aujourd'hui. Si on ne les fait pas, à l'orée d'un nouveau cycle de croissance mondiale, nous raterons l'entrée dans ce nouveau monde. Et l'on sait ce qu'il en coûte de rater son entrée dans un cycle de croissance : les pays qui ont manqué leur entrée dans la Révolution industrielle ou dans les Trente-Glorieuses ne s'en sont pratiquement jamais remis...

Puisqu'il s'agit bien de continuer à investir, comment mobiliser à la fois l'investissement privé et public ? J'ai été, pour ma part, frappé par l'expérience du « grand emprunt », qu'on n'a sans doute pas fait assez grand et qu'on a compliqué à souhait. En tous les cas, lorsqu'on a lancé cette idée, non pas de subventionner l'investissement mais de co-investir avec des acteurs privés, j'ai vu défiler devant moi des dizaines d'entrepreneurs, avec des idées géniales. Il existe énormément de projets où l'État pourrait être un stimulateur, un accompagnateur et un co-investisseur. Il y a un moment où, quand l'investissement n'est pas là, il faut le faire revenir par tous les moyens. Bien sûr, on peut toujours parler de « répression financière »... Ce que dit

Denis Kessler est pour partie vrai mais, en même temps, on ne peut pas parler d'un monde idéal qui n'existe pas : on est obligé de le prendre tel qu'il est, au moment présent. Or, encore une fois, nous sommes actuellement à un stade de la crise où nous devons nous demander si nous préférons le risque de l'inflation ou celui de la déflation. Regardons ce que font les autres ! Est-ce que le risque le plus grand n'est pas une Europe de la déflation dans un monde de l'inflation. Dans une telle situation, on ne pourra faire ni économies budgétaires, ni réformes structurelles : on essaiera de survivre dans une catastrophe économique, sociale et politique. Et de l'Europe, il ne restera rien. C'est cette prise de conscience que je voudrais faire partager. Il faut impérativement sortir de ce piège. Je n'ai pas de solutions miracles car, comme Denis Kessler l'a dit, il y a en Europe un conflit qui me paraît insoluble, et c'est là le drame de l'Europe.

Denis Kessler : Le pire, pour moi, c'est l'inflation sans réformes structurelles, c'est-à-dire le fait de se retrouver dans une situation économique de perte de compétitivité avec une situation inflationniste. Mais je voudrais souligner une chose : c'est incroyable comme les préférences changent en peu de temps. La manière dont on a traité la crise grecque puis la crise chypriote en fournit un bon exemple. En trois ans, face à un même problème, on a choisi à Chypre une solution où les déposants sont mis à contribution, alors que ce n'était absolument pas le cas dans la crise grecque... Un autre débat témoigne de ce changement des préférences : il y a trois ans, les eurobonds, avec mutualisation des dettes en Europe, semblaient une solution tout à fait envisageable. Aujourd'hui, personne ne se risquerait plus à la proposer. Les préférences changent et les écarts, malheureusement, s'affirment. La divergence est bien ce qu'il y a de plus préoccupant. Comment espère-t-on refaire converger toutes ces économies alors qu'on

n'a toujours pas un seul impôt européen ? Une seule chose me paraît peu satisfaisante dans ce marasme : c'est l'union bancaire. Enfin, après plus de vingt ans, nous n'avons plus simplement une monnaie et une banque centrale communes, mais nous allons avoir une supervision commune, au moins pour les grands établissements, de sorte à avoir une unité de jurisprudence et de contrôle ! Cela a mis beaucoup de temps et il a fallu accoucher dans la douleur... Mais il faudrait aller tellement plus loin ! Peut-être la crise va-t-elle accoucher, enfin, d'un impôt européen générique, dont on ne dispose toujours pas mais qui permettrait à la Commission de mener des actions paneuropéennes ?

Henri Guaino : Juste pour rebondir sur un point. Quand tu dis que les préférences collectives bougent... C'est aussi l'appréciation par les acteurs politiques et économiques du caractère plus ou moins dramatique de la crise qui évolue. En 2008, nous étions prêts à tout accepter car la tension était très forte. Mais au fur et à mesure que les responsables ont eu l'impression que la crise était moins dramatique, ils ont changé leur degré d'acceptabilité d'un certain nombre de réformes. Ce qui s'est passé à Chypre est à mon avis révélateur et très grave. En 2008-2009, nous avons sauvé le système bancaire en assurant aux gens qu'ils ne perdraient pas un euro. C'était, à mon avis, absolument nécessaire pour éviter une crise de confiance qui aurait pu conduire à un retrait massif de liquidités. Ce qu'on a fait à Chypre est criminel : dans toute l'Europe, les déposants l'ont pris comme le signe que, à la moindre difficulté bancaire, on leur prendrait leurs économies... C'est extrêmement dangereux. Mais pourquoi les responsables ont-ils pris cette décision ? Parce qu'ils n'ont plus le sentiment du risque de panique bancaire. Or, ils ont absolument tort sur ce point.

Question de la salle : Ce qui me frappe énormément dans vos exposés, c'est que vous n'indiquez pas de pistes de sortie. Il n'existe pas de scénarios simples qui ramèneraient la dette de 80 à 60 % du PIB. Ni chez nous, ni ailleurs... Mon métier, c'est la gestion du risque ; l'un des enseignements que j'en ai retiré est le suivant : quand il n'y a pas de sortie, c'est qu'il faut des ruptures. Or ce qui me frappe, c'est qu'on travaille énormément pour déterminer comment on pourrait revenir au passé : trouver des scénarios de croissance, opérer des réformes structurelles... Mais cela fait quarante ans qu'on se trouve en déficit tous les ans ! Tous les grands moteurs de la croissance élevée que nous avons connus ne sont plus là, qu'il s'agisse de la démographie, du prix du pétrole ou de la capacité à s'endetter. L'idée que l'on puisse s'en sortir en retrouvant de la croissance pour éponger les dettes est donc peu crédible. Et ce qui m'étonne, c'est que je ne vois pas où sont les gens qui réfléchiraient plutôt à définir quelles vont être les ruptures probables et comment on pourra en réduire les coûts. J'ai l'impression qu'on ne travaille pas sur le bon sujet...

Henri Guaino : Ce qui est frappant dans cette crise, en effet, c'est qu'on n'est pas du tout confronté à l'ébullition intellectuelle à laquelle on a pu assister dans les années 1930 et qui a préparé le monde de l'après-guerre. Il n'y a rien d'équivalent, par exemple, à ce qu'était alors le Groupe X-Crise ou à tous les cercles de cette époque, en France ou ailleurs. Il n'y a pas vraiment de nouvelle pensée qui émerge de cette crise. C'est un manque terrible... Mais, d'un autre côté, il faut reconnaître que nous sommes en train de gérer l'urgence. Quand tout croule, on se demande d'abord comment faire pour empêcher l'effondrement. Pour commencer, il faut déjà avoir une claire conscience de cet effondrement, ce qui n'est manifestement pas le cas de beaucoup de responsables en Europe ou en France.

Je vais ici faire un peu de politique. J'ai vu l'intervention du Président de la République à la télévision le 28 mars. On attendait tous à des décisions fortes sur la crise. On a été déçu... A part quelques phrases telles que « j'avais sous-estimé la gravité de la crise » et la présentation des pauvres éléments de sa fameuse boîte à outils, on n'a rien eu... Imaginez qu'en septembre 2008, Nicolas Sarkozy, au lieu d'aller faire le discours de Toulon et de réunir presque de force les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, soit simplement venu à la télévision déclarer : « C'est grave... C'est inattendu... On ne l'avait pas prévu... Mais bon, on a fait la loi Tépà et il ne reste plus qu'à attendre qu'elle produise ses effets. » Imaginez ce qu'il se serait passé ! La première question qui se pose donc, à mon avis, c'est déjà de savoir si tout le monde a bien pris la mesure de la gravité de la crise et est capable d'envisager l'effondrement. Quant à penser la suite, c'est encore plus difficile... Mais il est vrai qu'il n'existe pas de cercles où le monde de demain se dessine, en tout cas pas en Europe...

Denis Kessler : J'aimerais juste prendre comme exemple un problème qui est devant nous. On essaie de sortir d'une économie d'endettement : on se trouve dans une période de restriction du crédit, voire de « *credit crunch* », qui est certes plus forte dans certains pays, moins dans d'autres mais enfin, globalement, on change d'époque. L'accès aux ressources financières d'endettement sera désormais contraint quantitativement et, éventuellement, par les taux d'intérêt quand ceux-ci se seront réajustés. Dès lors, on peut se dire qu'il faut passer à une économie de fonds propres et qu'on va mettre tout en œuvre pour le faire. Si les États-Unis rebondissent mieux à l'heure actuelle, c'est précisément parce que les entreprises américaines disposent de deux fois plus de fonds propres que les entreprises européennes. Dès lors, on peut penser qu'on va tout faire pour conforter les fonds propres des

entreprises, en particulier françaises, afin qu'elles soient armées pour résister à une compétition de plus en plus forte... Or c'est exactement le contraire qui est fait ! Le taux de marge est à son plus bas historique (il est tombé à 26,5 %), donc la constitution de fonds propres en France est la plus faible qu'on ait connue depuis au moins quarante ans... Qui plus est, on multiplie la pression fiscale sur les entreprises, au moment même où il faudrait leur laisser leurs ressources pour constituer des fonds propres. Et ce n'est pas tout : on taxe l'épargne et l'on met en place *Solvabilité II* qui dissuade les assureurs de souscrire en *equity*, et Bâle III qui décourage les banquiers d'investir... On marche proprement sur la tête ! On sait qu'on a un problème et que le nerf de la guerre économique, ce sont les fonds propres, donc le capital. Et, *grosso modo*, l'Europe décide de tout faire pour éviter la constitution de capital ! Et je ne parle pas ici des fonds de pension... Que la gauche ne les fasse pas, je comprends bien ! Mais que la droite ne les ait pas fait, je comprends moins !

Mais ce n'est pas terminé : le problème qui va, à mon avis, devenir crucial dans les prochaines années, c'est la question des droits de propriété. Des fonds propres, il y en aura, mais ailleurs ! Et nous n'aurons qu'à nous en prendre qu'à nous-mêmes : nous avons refusé de nous donner les moyens d'une compétition économique et d'un maintien des droits de propriété par la constitution de fonds propres *sui generis* dans notre pays. Il y aura donc des fonds propres ailleurs, et on aura un problème de droits de propriété. Pas seulement en France d'ailleurs, mais dans bien d'autres pays. C'est là un problème parfaitement identifié : il faut agir aujourd'hui pour permettre la reconstitution de fonds propres et de capital dans notre pays, et éviter toutes ces politiques désastreuses qui consistent à assécher le capitalisme familial comme le capitalisme public et institutionnel. Cette situation est aberrante : on *voit* l'enjeu, on fait exactement le contraire

de ce qu'il faudrait faire et on en sous-estime les conséquences, qui seront un débat inextricable sur les droits de propriété. Pourquoi n'a-t-on pas décidé de tout miser sur l'économie de l'offre et cherché à renforcer les fonds propres et les structures financières des entreprises au moment où il fallait le faire, alors que nous savons tous que l'économie d'endettement aura une fin ? C'est notre terrible incapacité collective à anticiper des évolutions majeures qui est ici en cause...

Autre exemple du même ordre : on signe l'accord de l'OMC en 2002 et on fait entrer la Chine dans l'économie mondiale, mais sans exiger d'elle qu'elle adopte un taux de change adapté. On aurait dû programmer la liberté des changes de sorte à ce que la monnaie chinoise s'adapte. Mais non, on a *oublié* ce petit volet « liberté des changes et convertibilité du yuan » ! C'est proprement aberrant... On identifie les problèmes et l'on est incapable de les anticiper. Voilà donc trois questions pour l'avenir, absolument essentielles : la convertibilité du yuan est une condition *sine qua non* du rétablissement des équilibres mondiaux ; la constitution de fonds propres et la mobilisation du capital dans notre pays est une condition *sine qua non* pour garder une forme d'indépendance en maintenant des droits de propriété ; la réforme de l'État est indispensable pour rétablir une compétitivité. Sur ces trois points, intervenons tout de suite car la réponse monétaire pourra certes nous faire gagner du temps, mais elle ne règlera aucun de ces problèmes.

Henri Guaino : Certes... Enfin, tu viens de le dire toi-même, la monnaie joue aussi un rôle non négligeable. Si l'Europe n'avait pas adopté une politique de l'euro fort, on disposerait peut-être d'un peu plus d'industries... Si on finançait autrement notre protection sociale, cela irait peut-être mieux... Je suis d'accord avec les trois points,

mais les choses ne sont pas aussi faciles. Prenons la Chine. D'abord, nous avons à faire avec l'idéologie : *il fallait* absolument faire du libre échange avec tout le monde et il valait mieux faire rentrer la Chine que la laisser dehors. Voilà quel était le raisonnement idéologique de l'époque. Comme à Doha : *il faut absolument* signer, car le libre-échange, c'est sacré ! Mais le libre-échange, il faut le regarder de manière réaliste. Je ne suis pas protectionniste et je ne l'ai jamais été, mais ce n'est pas une raison pour être le dindon de la farce : les Américains ou les Japonais, eux, font en sorte de ne pas l'être ! Quant aux Chinois, n'en parlons pas... Ensuite, chaque fois qu'on crée une tension avec la Chine, de très nombreuses entreprises viennent nous voir pour se plaindre, arguant de leurs usines ou de leurs intérêts sur place, du risque de fermeture de ce gigantesque marché, etc. Car les Chinois, eux, ont une gestion très politique de l'économie : dès qu'on les contrarie sur un sujet, ils décident des rétorsions. Donc, les mêmes qui réclament des hommes politiques une attitude rigoureuse et intransigeante viennent ensuite demander des assouplissements dès qu'il y a une tension. Or la politique se fait avec eux, avec la société, avec les entrepreneurs, avec les intérêts en jeu...

La distorsion monétaire qui affecte le système mondial est, en effet, extrêmement coûteuse pour tous les pays qui en sont victimes, et en particulier face à la Chine. Mais le problème est extrêmement compliqué. Nous sortons, qui plus est, d'une situation de crise terrible: il est facile de venir nous dire, « vous n'avez pas fait ceci ou cela ! » Ajouter une crise à la crise était extrêmement difficile : on a besoin des autres sur certains sujets et on fait par conséquent des concessions sur d'autres. C'est ça, la politique... Il en est de même pour les 35 heures. C'est facile de nous demander pourquoi nous ne les avons pas supprimées. Mais une fois qu'elles existent, il est très difficile de revenir en arrière : si on avait dit aux chefs d'entreprise, en pleine crise, que

désormais on passait à 39 heures légales, ils nous auraient demandé ce qu'ils devaient faire de la main d'œuvre en excédent. Fallait-il accepter des licenciements massifs, au moment où le chômage explosait ? Fallait-il exiger 39 heures payées 35 ? Aurait-on pu le faire accepter aux Français ? On gouverne avec le consentement des gens... La politique doit avancer sans provoquer de violences, sans amener la sécession d'une partie du pays.

Denis Kessler : C'est entendu... Mais actuellement, je crois que tout le monde est d'accord pour dire que le populisme constitue la menace numéro un. Or, en dehors de toute solution intelligente, programmée, débattue et consensuelle, je crains que les maladies séniles des crises qui durent ne soient le protectionnisme, le populisme et une forme de patriotisme qui nous écarte des solutions européennes. On voit les éléments de ce drame se mettre en place actuellement. Alors même qu'il faudrait essayer de donner une espèce de vision à l'Europe, nous nous trouvons dans une situation où le populisme est en train de gagner partout en Europe et d'empêcher de trouver des solutions politiques rationnelles.

Question de la salle : Certains aspects de notre modèle social sont complètement obsolètes. En 1945-1946, nous avons eu l'esprit du Conseil National de la Résistance, le plan Beveridge, puis le plan Laroque : toute une effervescence qui a conduit à l'élaboration d'un système social qui est aujourd'hui en faillite. Tous les secteurs de la protection sociale (maladie, vieillesse, emploi...) sont en déficit permanent depuis des années. Cela retentit sur la compétitivité : le niveau des prélèvements sociaux est tout à fait excessif par rapport aux autres pays. Peut-on continuer ainsi à accumuler des déficits, à les financer par des emprunts sur le marché qui enrichissent un certain

nombre de personnes qui y souscrivent mais qui sont absolument insupportables ? Il faut donc un changement radical ! Et l'on ne peut y parvenir que de manière institutionnelle : on avait essayé de le faire à travers la loi de finance de la protection sociale, mais cela n'a pas suffi... Donc, il y a là une véritable réforme de fond, institutionnelle, à accomplir dans les meilleurs délais.

Denis Kessler : S'il y a en effet une urgence, c'est la réforme de la protection sociale. L'endettement de l'UNEDIC atteint actuellement 20 milliards d'euros. On ne peut pas avoir un système d'assurance chômage aussi déficitaire, qui reporte sur les générations futures l'indemnisation des chômeurs actuels. On sait que le système de cotisations mis en place en 1945 ne marche plus. Si l'on veut restaurer la compétitivité, il est donc urgent d'avoir un système de protections sociales en équilibre et d'inscrire cette exigence dans la Constitution. Pour ma part, je suis partisan de la CSG ou de la TVA sociale, de sorte à ce que tous les Français qui participent à la production soient concernés, et qu'on sorte enfin de ce débat stupide sur le financement de la protection sociale complètement détaché du contrat de travail.

Henri Guaino : Le système de 1945-1946 a été construit pour des économies de plein emploi et il est financé par le travail. Il est bien évident que, lorsqu'on a un chômage de masse persistant pendant de nombreuses années, il ne peut plus fonctionner. Ce n'est d'ailleurs pas simplement parce que le système est mauvais, mais aussi parce que l'économie est dérégulée. Je partage l'avis de Denis Kessler et préfère, pour ma part, la TVA sociale à la CSG. En même temps, il est incroyable de songer que cela fait quinze ans que tous ces débats ont été ouverts... Pourquoi a-t-on mis tant de temps pour adopter cette TVA sociale ? Parce que la

technostructure n'en voulait pas, parce que beaucoup de responsables patronaux prétendaient qu'elle ne servirait à rien ; parce que notre majorité nous répétait qu'elle nous coûterait des voix lors des élections. Nous avons d'ailleurs probablement raté une fenêtre d'opportunité, au moment du plan de relance. A l'époque, on pouvait se permettre beaucoup de choses et, en outre, le basculement des charges sur la TVA équivalait à une dévaluation, qui tombait très bien à un moment où il fallait soutenir l'économie. Mais regardez où l'on en est rendu aujourd'hui ! Finalement, les socialistes augmentent la TVA pour financer un plan de compétitivité en forme d'usine à gaz... Leur crédit impôt est un système extrêmement compliqué et totalement ingérable. Tandis que la TVA était un système très simple et rationnel, qui permettait de déconnecter du travail le financement de la protection sociale, ce qu'il est absolument urgent de faire. Tout le monde a sa part de responsabilité dans ce temps perdu. Surtout, tout le monde s'est ingénié à brouiller une idée simple : *in fine*, ce sont toujours les ménages qui payent les prélèvements, quelles que soient leurs formes. Ce sont les *personnes* qui paient l'impôt et qui paient les charges : les entreprises, elles les répercutent soit sur leurs actionnaires, soit sur leurs salariés, soit sur leurs clients. Donc l'idée selon laquelle avec la TVA sociale on ne fait plus payer les entreprises mais les ménages, est une idée fausse... Ce débat sur l'injustice de l'impôt indirect est totalement absurde. Mon rêve, que je sais irréalisable, c'est que l'entreprise ne paye plus aucune charge, à l'exception l'impôt sur les sociétés, qui est un impôt sur les actionnaires. Parce qu'en taxant les facteurs de production, on abîme la compétitivité, on abîme l'emploi et on abîme la croissance. Ce faisant, on crée du chômage et de l'exclusion, et donc des recettes en moins et des charges sociales en plus. On se trouve pris dans ce cycle infernal depuis des années.

Question de la salle : Beaucoup des choses que vous avez évoquées dépassent très largement l'opinion. Qui peut, par exemple, se représenter exactement ce que font 1 000 milliards d'euros ? Première question : serait-il pensable d'avoir en France une grande coalition, comme en Allemagne, non pas tout de suite mais dans quelques mois ou un ou deux ans ? Deuxième question : dans la mesure où le débat économique dépasse très largement les gens, est-ce qu'il n'y a pas un risque pour que le fait religieux l'emporte ? Ne risque-t-il pas, un jour, de créer une espèce d'antagonisme et de produire ce qu'au fond on recherche, c'est-à-dire avoir un adversaire ? Car, hélas, bien souvent, l'union vient de ce qu'on a un adversaire qu'on peut matérialiser. Or, dans une situation économique extrêmement fluctuante et extrêmement complexe du fait de la mondialisation, les gens ne risquent-ils pas de chercher leurs réponses et leurs adversaires dans un autre domaine ?

Denis Kessler : Sur la première question : la crise va s'amplifier très probablement. Le risque, c'est qu'à un moment, nous ayons besoin de nous retourner vers la « troïka » pour obtenir des financements, en raison d'une défiance générale vis-à-vis de notre économie. On aura alors perdu notre indépendance et on nous imposera les mesures à prendre... Pour éviter ce drame, il faudrait un extraordinaire sursaut politique, pour éviter de devoir faire sous la contrainte conditionnelle, ce qu'on pourrait obtenir via une espèce de sursaut national.

Henri Guaino : Je ne crois pas vraiment au risque de la troïka... Si la France fait faillite, la troïka n'aura plus d'existence de toute façon ! Si la France fait faillite, l'Europe sera emportée et si l'Europe s'effondre, ni les États-Unis, ni la Chine ne pourront s'en sortir... Il n'y

aura plus personne pour payer. Le problème, ce sera donc plutôt la faillite générale du système.

Deuxième remarque, à propos du fait religieux... Là où vous avez raison, c'est que le monde va tellement mal que toutes les irrationalités, les meilleures comme les pires, et tous les excès sont possibles. Le monde d'aujourd'hui nous renvoie à la nature humaine : tout ne recommence pas toujours mais quand même... le monde se fait avec les passions humaines, avec leurs grandes tragédies. La rationalité prise en défaut, l'irrationalité remonte. C'est bien tout le problème : si on ne fournit pas de réponses raisonnables, d'autres en trouveront, et de bien pires ! Si vous ne pouvez pas mettre de l'ordre dans la mondialisation, dans les cours de changes, dans les dumpings, vous aurez la fermeture des frontières. Non parce que les politiques l'auront décidé, mais parce que les peuples l'auront choisi. On ne peut nier les crises de civilisation et les crises identitaires qui grandissent un peu partout : si nous ne trouvons pas des réponses raisonnables, nous aurons des réponses déraisonnables. On peut toujours tenir des discours du genre : « oui, bon, le Moyen-Orient, les pays musulmans ont toujours été un peu irrationnels... Mais nous, en Europe, nous sommes les fils des Lumières, ... » Mais regardez un peu la carte politique de l'Europe ! On avait construit l'Europe pour ne pas revoir ces populismes exacerbés, et c'est exactement ce qui est en train de nous arriver. Il faut prendre tout cela très au sérieux. Ce n'est pas avec le religieux que nous aurons un problème mais avec l'obscurantisme. L'obscurantisme est en train de relever la tête de partout.

Question de la salle : Je voudrais revenir au couple politiques monétaires/politiques budgétaires dont parlait Denis Kessler. Je rappelle que l'on s'est de toute façon dessaisi de la politique monétaire : il ne reste donc plus

que la politique budgétaire, et encore faut-il dire qu'elle se réduit souvent en France à la politique fiscale. Or il y a deux volets dans la politique budgétaire : augmentation des recettes, certes, mais aussi maîtrise des dépenses... Si l'on regarde bien le couple politiques monétaires/politiques budgétaires, il correspond exactement à la partition Europe/États... D'où ma question : est-ce que l'Europe ne serait pas, finalement, un formidable alibi pour ne pas mettre de l'ordre chez soi ?

Henri Guaino : Disons que l'Europe est plutôt l'alibi de *tous* les renoncements. C'est aussi bien un alibi pour ne pas faire de politique industrielle, par exemple... Mais votre question mériterait un autre débat car on ne peut pas présenter les choses aussi simplement : dans une crise comme celle-là, encore une fois, les coupes-claires dans les dépenses publiques ne sont pas non plus une solution raisonnable. Le déficit budgétaire, comme celui de nos comptes sociaux, est la résultante du dysfonctionnement général de la société, de l'économie et du manque de compétitivité. C'est un peu plus complexe que vous le dites. Et ce qui est frappant, j'y insiste encore une fois, c'est que, *quelle que soit la politique budgétaire appliquée* par les différents gouvernements des grands pays depuis trente ans, tous se retrouvent aujourd'hui dans la même situation ! Si vous laissez les ménages s'endetter à la place de l'État, vous finissez toujours par retrouver les difficultés des ménages dans les comptes publics. C'est ce qui est arrivé à l'Angleterre, c'est ce qui est arrivé à l'Espagne, et à d'autres ! Donc, il faudrait vraiment qu'on se demande ce qu'est une politique des dépenses publiques : cela ne doit ni être simplement une politique quantitative visant à faire gonfler la demande, ni une politique de coupes-claires, aveugles et absurdes... Il n'y a pas d'analyse économique de la dépense publique ; il n'y a pas d'analyse de la productivité de la dépense publique...

Voilà un sujet sur lequel nous devons aussi absolument progresser si nous voulons remettre de l'ordre dans nos finances et dans notre économie.

Retrouvez l'intégralité du débat en vidéo sur www.institutediderot.fr

Les publications de l'Institut Diderot

Dans la même collection

L'avenir de l'automobile

Louis Schweitzer

L'avenir des nanotechnologies

Etienne Klein

L'avenir de la croissance

Bernard Stiegler

L'avenir de la régénération cérébrale

Alain Prochiantz

L'avenir de l'Europe

Franck Debié

L'avenir de la cybersécurité

Nicolas Arpagian

L'avenir de la population française

François Héran

L'avenir de la cancérologie

François Goldwasser

L'avenir de la prédiction

Henri Atlan

L'avenir de l'aménagement des territoires

Jérôme Monod

L'avenir de la démocratie

Dominique Schnapper

L'avenir du capitalisme

Bernard Maris

L'avenir de la dépendance

Florence Lustman

L'avenir de l'alimentation

Marion Guillou

L'avenir des humanités dans l'entreprise

Jean-François Pradeau

L'avenir des villes

Thierry Paquot

L'avenir du droit international

Monique Chemillier-Gendreau

L'avenir de la famille

Boris Cyrulnik

L'avenir du populisme

Dominique Reynié

L'avenir de la puissance chinoise

Jean-Luc Domenach

L'avenir de l'économie sociale

Jean-Claude Seys

L'avenir de l'hôpital public

Bernard Granger

L'avenir de la guerre

Rony Brauman & Henri Bentégeat

L'avenir de la vie privée dans la société numérique

Alex Türk

L'avenir de la politique industrielle française

Louis Gallois

L'avenir de la politique énergétique française

Pierre Papon

L'avenir du pétrole

Claude Mandil

Les Notes de l'Institut Diderot

L'euthanasie, à travers le cas de Vincent Humbert

Emmanuel Halais

Le futur de la procréation

Pascal Nouvel

La République à l'épreuve du communautarisme

Eric Keslassy

Proposition pour la Chine

Pierre-Louis Ménard

L'habitat en utopie

Thierry Paquot

Une Assemblée nationale plus représentative

Eric Keslassy

Les Dîners de l'Institut Diderot

La Prospective, de demain à aujourd'hui

Nathalie Kosciusko-Morizet

Politique de santé : répondre aux défis de demain

Claude Evin

La réforme de la santé aux États-Unis :
quels enseignements pour l'assurance maladie française ?

Victor Rodwin

La question du médicament

Philippe Even

Les entretiens de l'Institut Diderot

L'avenir du progrès

(Actes des Entretiens 2011)

L'avenir de l'euro et de la BCE

Denis Kessler et Henri Guaino sont d'accord sur l'ampleur de la crise financière, économique et de plus en plus sociale qui frappe l'Europe et sur les craintes que leur inspire l'avenir.

Ils sont également d'accord pour constater que, si la crise financière consécutive à la faillite de *Lehmann Brothers* en a été l'amorce, la poursuite et l'ampleur de la crise résultent de décennies de décisions incohérentes aux plans national, européen et mondial.

Ainsi en a-t-il été de la création d'une monnaie unique pour des pays trop différents, sans que soient prévus ni la mobilité des personnes et des capitaux où leur emploi eût pu être le plus productif ni des mécanismes d'entraide entre pays qui fussent probablement apparus nécessaires entre régions d'une zone monétaire nationale.

Ainsi encore, de la promotion de la mondialisation sans mettre en place des règles du jeu identiques pour tous les acteurs, accompagnée de choix nationaux incompatibles avec celle-ci et de politiques de recours massifs au crédit repoussant indéfiniment la nécessité d'adaptation.

Leurs différences s'affirment quant aux remèdes à apporter : politique de réalisme économique pour l'un afin d'amener le pays à vivre selon ses moyens, politique monétaire plus agressive pour l'autre, envisagée non comme solution, mais comme un moyen de gagner le temps nécessaire en vue d'éviter l'effondrement.

Mais ne rien faire ne consisterait-il pas à admettre l'extension de la crise de l'économie et social au politique ?

Jean-Claude Seys

Président de l'Institut Diderot



HENRI GUAINO

“

Député de la
3^{ème} circonscription
des Yvelines



DENIS KESSLER

“

Président
Directeur Général
du groupe de
réassurance SCOR

La présente publication ne peut être vendue

D
INSTITUT
DIDEROT

FONDS DE DOTATION POUR LE DEVELOPPEMENT DE L'ECONOMIE SOCIALE REGI PAR LA LOI N°2008-776 DU 4 AOUT 2008 - SIRET N° 513 746 651 00019
11, place des 5 martyrs du lycée Buffon 75014 Paris / T. +33 (0)1 53 10 65 60 / F. +33 (0)1 53 10 65 36
contact@institutdiderot.fr / www.institutdiderot.fr