

"Les marchés sont, pour une fois, raisonnables"

Intervista a Patrick Artus di Anne Michel

L'annonce, le 10 mai, d'un plan d'aide géant de 750 milliards d'euros afin d'éviter que la crise grecque ne s'étende à l'Espagne, au Portugal, voire à l'Italie, avait été saluée par les marchés financiers. Mais, vendredi 14 mai, les Bourses replongeaient et l'euro tombait à son plus bas niveau depuis octobre 2008. Dans un entretien au Monde, Patrick Artus, directeur des études économiques de Natixis, et professeur à l'Ecole polytechnique, décrypte l'inquiétude des investisseurs devant l'ampleur des déficits et leur scepticisme face aux plans d'austérité destinés à les résorber. Il propose des pistes pour éviter le chaos.

Comment expliquer le revirement des marchés financiers ?

Le sentiment des marchés est, pour une fois, raisonnable. Les investisseurs ont commencé par analyser le court terme. Ils ont salué l'efficacité du plan et, surtout, les mesures exceptionnelles immédiatement mises en place, comme l'achat de dettes publiques par la Banque centrale européenne (BCE). Ces achats, qui soutiennent le marché de la dette, permettent aux Etats d'emprunter à des taux d'intérêt satisfaisants. Selon nos calculs, la BCE a acheté 30 milliards d'euros d'obligations entre lundi et mercredi, essentiellement grecques et portugaises.

Puis, les marchés ont réfléchi. Ils ont compris qu'on avait créé un mécanisme susceptible de dégrader la situation financière de la zone euro. Si l'Espagne devait connaître à son tour une crise du financement, l'intervention de la BCE ne suffirait pas à stabiliser les marchés. Il faudrait que la France et l'Allemagne s'endettent, pour financer le pays. Leurs notes de crédit seraient dégradées, leurs coûts de financement augmentés. On connaîtrait une véritable crise de la zone euro. La contribution potentielle de la France au plan atteint 80 milliards d'euros, soit l'équivalent de 4 points de PIB.

C'est donc la capacité de l'Espagne à s'en sortir qui va déterminer la suite des événements ?

C'est la clé de tout. On a tort de considérer l'Italie comme un problème. Avec un déficit public de 5 % du PIB, elle est loin des 11 % de l'Espagne ! Si Madrid continue à financer ses déficits sans difficulté, cela ira. Mais les marchés en doutent.

Quel est votre avis ?

Personne n'a encore dit que réduire les dépenses publiques de 1 point de PIB ne réduit pas le déficit public de 1 point de PIB. Il faut prendre en compte l'effet négatif sur la croissance. Baisser les dépenses publiques, réduire les salaires des fonctionnaires, augmenter la TVA, tout cela entraîne une moindre consommation, donc une baisse du PIB. Moins de PIB signifie moins d'impôts. Dès lors, l'Espagne, en diminuant ses dépenses de 1 point de PIB, peut espérer diminuer son déficit de seulement 0,5 point de PIB. Sans autre facteur de soutien de l'économie, elle atteindra difficilement son objectif de ramener son déficit à 5 % du PIB l'an prochain. Il devrait se situer autour de 8 %.

Le pire serait donc à venir ?

Il arrivera un moment où l'on se rendra compte que les déficits seront supérieurs à ce qui a été annoncé. Ce ne sera pas une mauvaise nouvelle si les marchés réagissent intelligemment en se félicitant du moindre impact des plans d'austérité sur la croissance. Mais s'ils le prennent mal, et arrêtent de prêter à l'Espagne, on entrera dans une crise plus grave, qui n'épargnera aucun pays.

Que faut-il faire pour éviter d'en arriver là ?

Les politiques pourraient s'en mêler et dénoncer le caractère déraisonnable des efforts demandés en termes de réduction des déficits publics. On exige toujours plus des gouvernements, en ne leur donnant pour choix que de tuer leur économie ou de manquer leurs objectifs. Il n'est pas trop tard pour réagir. Pas trop tard pour que l'Allemagne et la Commission européenne comprennent que ces exigences sont contre-productives. Il faut revenir sur les rythmes de réduction des déficits. Sinon, il existe une autre voie, c'est que l'euro continue à se déprécier.

Sa baisse ne serait donc pas une mauvaise chose...

Tous les pays qui ont réduit avec succès leurs déficits dans les années 1990 - Canada, Irlande, Danemark ou Finlande - ont profité de mesures qui ont stimulé leurs économies (taux d'intérêt bas et taux de change déprécié). En laissant aller leur monnaie, les gouvernements ont permis un boom des exportations. Le fameux miracle suédois repose sur la dépréciation de la couronne. Cette piste doit être explorée.

Comment " organiser " la baisse de l'euro ?

En créant, par exemple, de la monnaie, selon le principe du quantitative easing, bien connu de la Banque d'Angleterre et de la banque centrale chinoise. Quand plus de monnaie est offerte, celle-ci se déprécie. Une telle politique peut se combiner avec des achats de dollars.

Est-il pensable de voir la BCE, réputée pour son orthodoxie, se lancer dans une politique délibérée de monnaie faible à la chinoise ?

Oui tout à fait, car son président, Jean-Claude Trichet, est un homme fin doté d'un réel sens politique. N'a-t-on pas vu, en peu de temps, l'Europe prendre des décisions jusqu'ici inconcevables, comme d'oublier le pacte de stabilité après la chute de la banque américaine Lehman Brothers ou la clause de no bail out - " pas de renflouement " - , qui supposait de ne sauver aucun Etat en difficulté ? La BCE ne s'est-elle pas résolue à acheter des dettes publiques ? La politique de change est du ressort du Conseil européen, et les chefs d'Etat pourraient tout à fait donner l'ordre à la BCE de procéder à des interventions de change. Il faudrait convaincre l'Allemagne. Si on ne fait rien, si l'euro se maintient à 1,20 ou 1,25 dollar, et si la croissance n'est que de 1,5 % jusqu'en 2012, nos déficits se réduiront de moitié seulement par rapport à l'objectif.

En quelques semaines, la crise grecque s'est muée en crise de la zone euro. Des erreurs ont-elles été commises ? Aurait-on dû restructurer la dette de la Grèce ?

Peut-être est-ce une option qu'il faudra envisager, mais on ne restructure jamais la dette d'un pays à chaud ! Si on avait annoncé un défaut de paiement de la Grèce, toute la zone euro aurait été attaquée. Cette crise montre qu'il n'est pas possible d'instaurer une monnaie unique sans solidarité entre les pays. La zone euro a besoin de plus de solidarité et de moins de souveraineté budgétaire. Bruxelles a raison en voulant instaurer un droit de regard entre Etats sur leurs budgets, assorti d'un droit de veto en cas de dérive. Du jour où les Etats sont obligés de s'entraider, c'est nécessaire. C'est aussi la meilleure façon de réduire les déficits de façon préventive.

La chancelière allemande a-t-elle trop tardé à valider le plan d'aide ?

Les Allemands ont une vision constitutionnaliste et légaliste. Il était impensable pour eux d'enfreindre les principes fondateurs de l'Union européenne. Mme Merkel a fini par se ranger au principe de réalité.

La solution pour un pays en difficulté n'est-elle pas de quitter la zone euro ?

Un pays qui choisirait cette voie mourrait dans l'instant. L'Espagne se finance à 3,80 % d'intérêts à dix ans. Ce taux grimperait à 20 % si elle reprenait sa monnaie.

La France n'est pas l'Espagne, mais doit aussi réduire son déficit. Le plan Fillon suffira-t-il ?

Selon nos calculs, il faudrait qu'en deux ans la France réduise son déficit de 96 milliards d'euros. Le gouvernement assure que la croissance apportera 20 milliards d'euros, mais il se fonde sur une prévision optimiste de 2,5 %. S'il faut trouver 96 milliards de réduction de nos déficits structurels, ce sera compliqué. Cela représente deux siècles de bouclier fiscal ! On peut toujours, comme en Grèce, décider de ne plus payer les retraites ni les fonctionnaires. Ce n'est pas efficace. La seule façon de faire, c'est de procéder à une grande réforme fiscale, en alignant la taxation des revenus du capital sur celle du travail. Cela pourrait rapporter 100 milliards d'euros, sans dégât économique puisque ces revenus sont épargnés.