

**Le chambardement monétaire:**

**Perspectives sur un système en crise**

Présentation pour le Swisscanto Market Outlook 2012

Lausanne, 17 novembre 2011

L'économie mondiale n'a jamais connu une période aussi troublée depuis les heures les plus noires de la crise de 2008. Les Etats-Unis continuent d'osciller entre croissance anémique et le risque d'un retour à la récession ; l'Europe est déjà entrée en récession dans la réalité des choses – même si statistiquement ce n'est pas encore le cas ; la Chine et l'Inde sont en situation de croissance ralentie.

C'est la crise européenne qui pèse le plus lourd sur l'économie mondiale – avec le risque à tout moment d'un enchaînement de circonstances qui pourrait être déclenché par un incident relativement futile ou une erreur d'appréciation des marchés et qui conduirait à un **meltdown** financier et économique.

Pourquoi l'Europe est-elle dans une crise d'une ampleur telle qu'elle met en danger l'euro et peut porter un coup à tout le projet d'intégration européenne ? Et pourquoi les dirigeants européens se sont-ils avérés incapables de fournir des réponses suffisamment décisive à cette crise pour l'endiguer avant qu'elle ne commette les ravages que nous mesurons tous les jours davantage ?

Un retour en arrière s'impose :

Chute du mur de Berlin Novembre 1989, réunification de l'Allemagne juillet 1990. La panique de François Mitterrand qui craint la « dérive » d'une Allemagne réunifiée et les fortes convictions européenne de Helmut Kohl amènent à la signature du Traité de Maastricht février 1992 et celle de l'euro. La question Allemagne européenne, Europe allemande est mise sous le tapis.

Tout se passe plutôt bien jusqu'à l'impact désastreux de la crise de 2008 :

- La crise illustre à quel point une assomption de base de l'euro – celle d'une convergence des économies de la zone euro – ne s'est pas réalisée. En fait l'écart de compétitivité s'est aggravé.
- Elle aggrave considérablement l'endettement des pays de la zone euro

- L'Allemagne sort renforcée de la crise par rapport aux autres grandes économies de la zone euro : France, Italie, Espagne.

Survient le début de la crise grecque, quand le déficit des finances publiques dépasse 15% du PNB, qu'aucune amélioration n'est en vue et que les agences de notations dégradent les bons du trésor grec à « junk bond » status.

A l'origine la crise grecque est gérable (la Grèce représente 3% du PNB de la zone euro). Mais Angela Merkel décide que l'Allemagne n'a pas intérêt à laisser la zone euro s'éloigner des normes allemandes. Elle veut faire de la Grèce un exemple, afin de faire rentrer dans le rang les autres pays de la zone euro et imposer à l'Europe le « Berlin consensus ».

Erreur stratégique majeure de l'Allemagne : Le pourrissement de la crise grecque va avoir un effet boule de neige sur toute la zone euro → Irlande → Portugal → Italie → France → Autriche. Parallèlement s'implante dans l'opinion allemande la notion que l'Allemagne est juste le bailleur de fonds de pays indisciplinés et paresseux (alors que 40% des exportations allemandes sont dans la zone euro).

Cette erreur stratégique explique que depuis un an et demi, toutes les solutions apportées à la crise de la dette qui s'es transformée en crise économique et crise de confiance dans l'euro sont « trop tard, trop peu » car chaque fois que l'Allemagne consent à des mesures de sauvetage, elle le fait à reculons et sans oublier son objectif majeur, c'est-à-dire une économie - et des processus économiques européens - modelés sur l'Allemagne. Pour parler brutalement une Europe allemande, ou plus poliment le « Berlin consensus ».

Le Berlin consensus :

- Réduction accélérée des déficits budgétaires, quel que soit l'impact sur la croissance
- Budgets nationaux équilibrés – avec amendements constitutionnels dans chaque pays rendant cette provision obligatoire - et pénalités automatiques pour les pays en faute
- Austérité économique avec une pression constante sur les niveaux de salaires (la source du regain de compétitivité allemande ces 10 dernières années) et révision des systèmes de protection sociale.
- Supervision des budgets nationaux - et de leur élaboration – par Bruxelles
- Evolution à marche forcée vers une union fiscale → révision des traités européens

***Le problème est que l'intensité d'austérité que le Berlin consensus entend imposer rend la sortie de crise plus difficile et augmente la difficulté de payer la dette car elle réduit – ou dans le cas de la Grèce ou du Portugal – anéantit toute possibilité de croissance. Peu de pays en Europe sont donc prêts à avaler le Berlin consensus. Ce marchandage interminable entre un peu plus d'aide de la part de l'Allemagne en échange d'un pas de plus vers le Berlin consens***

***explique le schéma d'action « trop peu, trop tard » qui a conduit à l'aggravation constante de la crise jusqu'au point où elle menace aujourd'hui non seulement l'existence même de l'Union Européenne mais de créer un effondrement de l'économie mondiale.***

La seule option réaliste pour stopper la progression de la crise et même de renverser le courant serait un renforcement massif du Fonds Européen de Stabilité Financière et un changement de statut du Fonds qui lui permettrait d'avoir accès à des crédits de la Banque Centrale Européenne. C'est la seule alternative car les traités européens interdisent à la BCE d'acheter directement des bons du trésor des pays sous pression et les actions entreprises dans ce sens par la BCE en faveur de la Grèce, de l'Irlande et de l'Italie sont considérées comme « illégales » par une partie de la class politique allemande.

L'Allemagne continue de résister à une extension des réserves du Fonds de Stabilité Financière – toujours dans l'optique que ce serait en fait un pas de plus vers la création de bons du trésor européens et la mutualisation des risques qu'elle rejette. Et les tentatives pour trouver des palliatifs en étendant la capacité de « leveraging » du Fonds n'ont convaincu personne.

On peut toujours espérer que la formation de gouvernements technocratiques en Grèce et en Italie, dirigés par des personnalités crédibles et respectées, va renflouer la confiance des marchés. Mais cela reste à voir et cela ne constituera pas une alternative au renforcement nécessaire du Fonds de Stabilisation.

Néanmoins, au-delà des aspects spécifiques de la crise européenne – et de ses implications pour l'économie mondiale – il faut réaliser que cette crise, tout comme la crise américaine ou japonaise, s'inscrit dans un changement structurel fondamental du paysage économique et politique global.

Une nouvelle géographie de la richesse est en train d'émerger. D'un côté les pays développés - Europe, Etats-Unis, Japon – condamnés pour les prochaines années à de hauts taux d'endettement, de hauts taux de chômage et de bas taux de croissance ; de l'autre les pays émergents - avec à leur tête la Chine, l'Inde et dans une moindre mesure le Brésil – qui maintiennent des taux de croissance très prometteurs, même s'ils peuvent être ralentis temporairement par des facteurs cycliques ou politiques, qui sont en train de créer une nouvelle classe moyenne et une classe entrepreneuriale dynamique.

Les chiffres sont frappants : En 2006 la dette publique représentait 80% du PNB cumulé des pays développés ; à la fin 2011 la dette publique représentera 100% du PNB des pays développés et elle pourrait atteindre 133% du PNB des pays développés en 2015. Dans le même laps de temps, le niveau d'endettement des pays émergents continue d'être stable, sauf dans le cas de l'Inde.

De 2010 à 2020, les prévisions de croissance pour l'économie mondiale sont de l'ordre de 4,4% par an. Mais sur ces 4,4% les pays développés contribueront seulement un point alors que la contribution des pays émergents sera de 3,4 points. La Chine et l'Inde à elle seule fournira 50% de la contribution des pays émergents.

Autre élément qui reflète l'émergence de cette **nouvelle géographie de la richesse** : de 2010 à 2020, la part de l'Europe dans la production mondiale passera de 23% à 13%, celle des Etats-Unis de 23 à 15%. Dans le même intervalle, la part de la Chine passera de 16 à 24% et celle de l'Inde de 5,3 à 8%.

Trois facteurs contribuent à l'accélération de l'émergence de cette nouvelle géographie de la richesse :

La crise de 2008 représente en quelque sorte le chapitre final de la période de domination du monde occidental sur l'économie mondiale. Non seulement cette crise a affaibli considérablement la position économique des pays occidentaux, mais elle a aussi illustré le fait que le monde occidental n'avait pas la solution à tous les problèmes et n'était pas en mesure de donner des leçons de gouvernance au reste du monde. Cette crise a aussi amené les pays émergents à regarder du côté de l'Asie, de l'Amérique latine ou de l'Afrique pour de nouvelles opportunités de croissance au lieu de rester focalisés uniquement sur les Etats-Unis et l'Europe.

Les courbes démographiques contribuent d'un côté au déclin de l'Europe vu le vieillissement de la population sur le continent et le fardeau financier de plus en plus lourd créé par une population dont la longévité ne cesse d'augmenter; d'un autre côté, elles contribuent aussi à l'ascension des pays émergents qui bénéficient d'un dividende démographique important – bien que ce dividende disparaîtra pour la Chine entre 2015 et 2020 déjà.

Les nouvelles multinationales des pays émergents sont en train de refaçonner le paysage de la compétitivité mondiale et concurrencent les multinationales des pays développés sur leur propre terrain, démontrant une agilité remarquable, bénéficiant de grosses réserves de cash, de marchés nationaux en pleine croissance. Ces nouvelles multinationales sont en train de booster leur croissance par des stratégies d'acquisition très agressives pour acquérir la technologie qui leur manque encore ou les brands qui leur permettent l'accès à de nouveaux marchés.

Ainsi est en train de créer une nouvelle constellation de la croissance, autour de la dynamique générée par la Chine, l'Inde, le Brésil, et qui regroupe des pays aussi divers que la Colombie ou le Pérou, l'Indonésie, la Turquie, les pays du Golfe, l'Afrique du Sud, le Vietnam.

C'est dans ce contexte de l'émergence de cette nouvelle géographie de la richesse - avec le basculement des perspectives de croissance et l'évolution des rapports de force sur le plan économique qu'elle implique - qu'il faut situer la crise que l'Europe en premier lieu mais aussi des Etats-Unis.

En fait, ***les classes moyennes traditionnelles en Europe comme aux Etats-Unis sont les grandes perdantes de la globalisation telle qu'elle évolue actuellement.*** D'une part la suprématie voire le monopole - technologique, la suprématie du savoir sur laquelle reposait une structure de hauts salaires et qui nourrissait la notion que les niveaux de vie ne pouvaient aller qu'en s'élevant, n'existe désormais quasiment plus. La globalisation a généré une accélération quasi exponentielle du processus de destruction créatrice et la compression du « time to knowledge » le temps pour l'acquisition du savoir. D'autre part, le fardeau financier croissant des systèmes sociaux qui repose sur une masse de personnes actives en diminution crée des contraintes majeures au niveau des capacités d'investissement et donc devient un frein au dynamisme et un obstacle grandissant à la compétitivité.

On évoque avec raison le problème majeur du chômage des jeunes en Europe. Mais un autre facteur est significatif des problèmes structurels des économies et des sociétés européennes : Le taux d'emploi des personnes de 55 à 64 ans est de 46% en moyenne pour l'Union Européenne, mais de 56% pour l'Allemagne, de 39% seulement pour la France et encore moins pour l'Italie à 36%.

***La réalité des choses est que l'Europe – à l'exception de l'Allemagne, mais pour celle-ci au prix d'une compression considérable des niveaux de salaires – ne s'est pas adaptée aux nouvelles réalités de l'économie globale créées par la globalisation et en paye aujourd'hui le prix.***

L'ajustement des systèmes de pension se fait à un rythme beaucoup trop lent. et l'opinion publique refuse toujours d'admettre la réalité du fait qu'il n'existera plus désormais d'avantages acquis ; seulement des avantages que l'on peut financer.

L'incapacité à communiquer – et surtout à faire admettre – la nouvelle normalité de l'économie mondiale et ses implications reflète la ***faillite totale de leadership en Europe mais aussi aux Etats-Unis.*** Si les marchés continuent d'augmenter les taux d'intérêts pour les dettes publiques des Etats – à l'exception de l'Allemagne – si les agences de notation font des « downgrade » en chaine, c'est moins parce qu'ils pensent que les pays européens manquent de ressources intrinsèques pour payer leurs dettes que parce qu'ils ont conclu que la volonté politique de faire ce qu'il faut n'est pas acquise.

A cet égard, une autre indication intéressante est que le FMI vient juste de remplacer son Directeur pour l'Europe par la personne qui était jusqu'à présent le Directeur pour la stratégie

du FMI et qui est une personnalité beaucoup plus forte, plus efficace, mieux connectée – ce qui indique aussi que le FMI s’apprêterait à avoir une action beaucoup plus décisive dans la crise européenne que cela n’a été le cas jusqu’à présent parce que l’organisation est aussi parvenue à la conclusion que, laissés à eux-mêmes, les Européens ne seront pas capables de restaurer la confiance des marchés et de résoudre cette crise.

Après des années de procrastination, l’ampleur des ajustements nécessaires est aujourd’hui considérable, non seulement pour ce qui est des politiques structurelles mais aussi pour ce qui est des mentalités. ***Il faut se préparer à une Europe en crise non pas juste pour l’année 2012 mais au moins pour les trois – version optimiste – ou les cinq ou sept prochaines années avec une croissance anémique et des taux de chômage élevés*** – et avec un impact direct sur l’économie mondiale. Ce n’est pas pour rien qu’aussi bien en Europe qu’aux Etats-Unis on a vu un regain soudain d’intérêt pour le cas du Japon qui – 20 ans après l’éclatement de la bulle financière – peine toujours pour sortir de la déflation et de l’anémie économique. ***Le scénario qui hante aujourd’hui est celui de la « japonisation » des Etats-Unis et de l’Europe.***

Il ne s’agit pas là seulement d’une crise économique mais aussi d’une crise politique à deux niveaux : d’une part, au niveau de chaque pays européen, l’impact politique, de mesures d’austérité et d’une crise qui continueront d’alimenter l’agitation sociale, la révolte de l’opinion contre l’establishment ; d’autre part, au niveau européen, l’impact de l’affrontement sous-jacent pour déterminer jusqu’à quel point l’Allemagne aura gain de cause pour imposer le « German consensus » - l’Europe allemande. Cet affrontement sous-jacent conditionnera l’approche de tous les problèmes européens ces prochaines années.

La question clé dans l’immédiat est les indicateurs cruciaux à observer sont les suivants :

- Jusqu’à quand et jusqu’à quel niveau la Banque Centrale Européenne pourra-t-elle continuer à acheter sur le marché des bonds du trésor des pays sous pression pour bloquer la montée des taux ? Il y a là un aspect politique autant qu’un aspect de capacité financière.
- Comment et quand le Fonds Européen de Stabilisation Financière pourra-il être enfin renforcé de manière crédible pour convaincre les marchés et créer un « pare-feu » qui stoppe la progression de l’incertitude et de la crise de confiance vers d’autres pays de la zone euro.

L’euro survivra sans aucun doute. Mais au-delà de ces échéances immédiates il ne servirait à rien de sous-estimer les difficultés et les incertitudes qui vont obscurcir l’horizon européen et mondial ces prochaines années.

Pour nous en Suisse, qui avons le bénéfice d'une situation fondamentalement saine au niveau de nos grands équilibres macro-économiques, cela signifie encore plus d'efforts pour améliorer notre compétitivité malgré la cherté du franc ; encore plus d'effort pour nous focaliser vers les marchés en croissance des pays émergents ; encore plus d'efforts pour favoriser la naissance de nouvelles activités à haute valeur ajoutée capables de créer des niches de marché. Nous avons tous les atouts pour cela.

-----