

COFAMAG

Le magazine de Coface destiné à ses clients et partenaires

n° 9 | Février 2011



NUMÉRO SPÉCIAL

**Principaux enseignements
tirés du Colloque Coface
Risque Pays 2011, à Paris**

coface 

Sommaire



Colloque 2011

Une croissance mondiale vigoureuse mais inégalement répartie	page 4
Etats-Unis : un modèle à reconstruire	page 5
L'Europe dans tous ses Etats	page 6
Les 10 ans de la notation risque pays de Coface : les lignes bougent !	page 9
Conjuguez l'impératif de l'internationalisation et la sauvegarde d'une industrie européenne !	page 10
Une attractivité forte mais non sans risques	page 12

Interviews

François Heisbourg Les Chinois vont être moins enclins à jouer le jeu du G20	page 16
Raghuram Rajan Nous ne pouvons plus nous permettre une crise de cette ampleur dans les 35 prochaines années	page 18

Agenda

page 20



Clara Dufresne

Stagiaire au département « Etudes économiques et Risque Pays » de Coface

Diplômée du Master « Economie internationale et développement », Université Paris Dauphine

Félix Delhomme

Etudiant en Master « Droit économique », Sciences Po Paris

Nos remerciements vont à Clara Dufresne et Félix Delhomme qui ont contribué à recueillir le contenu et écrire les articles de ce numéro spécial. Vous pouvez consulter les visuels des intervenants sur le site dédié au Colloque 2011 : www.risque-pays.coface.fr

Si vous souhaitez plus d'informations, écrivez-nous à communication@coface.fr

Revue d'information publiée par Coface - 12, cours Michelet - 92800 Puteaux /// **Jean-Marc Pillu**, Directeur de la publication /// **Martine Haas**, Directeur de la rédaction /// **Patrice Godeau**, Rédacteur en chef /// **Françoise Crouigneau**, Conseiller éditorial /// **Yves Forestier**, photos du Colloque /// **ISSN** : 1966-6780

Une journée pour décrypter les grandes tendances de 2011

La croissance mondiale s'annonce vigoureuse en 2011. Mais comment en analyser les ressorts et les risques ? Entre les Etats-Unis, où le rebond masque les faiblesses d'un modèle économique trop axé sur l'endettement, l'Europe, fragilisée par une lourde dette publique comme par l'érosion de sa compétitivité, et des pays émergents dont le dynamisme ne se dément pas mais doit trouver de nouveaux équilibres, les décideurs ont, plus que jamais, besoin de décryptage et d'analyses fiables. Pour se doter de repères.

Comme chaque année depuis 14 ans, Coface leur a apporté, lors de son Colloque Risque Pays, à Paris, son expertise sur l'évolution de l'environnement des affaires, en France et sur la scène internationale. Durant cette journée, des économistes français et étrangers de renom, des entreprises, des banquiers, des universitaires ont pu débattre et livrer leur vision d'une année 2011 qui s'annonce riche d'opportunités mais aussi d'incertitudes, tant les cartes se rebattent sur le front économique, monétaire, commercial et géostratégique.

Le Colloque Coface Risque Pays 2011 était placé sous le haut patronage du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie



et en partenariat avec :



Le modérateur du Colloque était Raphaël Kahane,
(journaliste, chroniqueur économique, France 24)



Une croissance mondiale vigoureuse mais inégalement répartie



François David
Président de Coface

En ouverture du colloque, François David, président de Coface, a rappelé qu'en 2010, la croissance mondiale a été robuste, de 4%, et le danger d'un «double dip» évité. A l'instar de 2010, l'année 2011 sera une année de croissance mondiale vigoureuse (3,4%) mais comportera plusieurs risques dont les trois plus importants font l'objet de ce colloque.

Le premier risque porte sur le comportement du consommateur américain : la consommation américaine représente 18% du PIB mondial contre 15% pour celle des Européens et 3% pour celle des Chinois a souligné le président de Coface. Les Américains étant gravement touchés par le chômage, la demande repartira-t-elle ? Le deuxième risque concerne le devenir de la zone euro, fragilisée par la crise des dettes souveraines. Enfin, même si les pays émergents sont sortis renforcés de la crise, des risques de bulles persistent, et sont susceptibles d'entraîner de nouvelles crises.





Point de vue de Raghuram Rajan,
Professor of Finance at the University
of Chicago Booth School of Business

Etats-Unis : un modèle à reconstruire

La croissance sera vive en 2011 aux Etats-Unis grâce au prolongement du soutien public à l'activité. Mais pour Raghuram Rajan, cette reprise ne doit pas cacher le besoin de réformes structurelles. La classe politique américaine devra trouver un consensus permettant d'équilibrer les finances publiques et de résoudre le problème structurel du chômage auquel le pays n'est pas habitué. Y parviendra-t-elle ?

« Le modèle américain repose sur l'innovation et la flexibilité. Si on le change, l'économie américaine peut en souffrir »

Un compromis politique pour soutenir la croissance

La croissance devrait être au rendez-vous aux Etats-Unis en 2011, à un rythme supérieur à 3%. Quatre facteurs l'expliquent : 1/ Le scénario du "double dip" sera évité grâce au compromis fiscal intervenu, fin 2010, entre Républicains et Démocrates ; 2/ Pour répondre à la crise, les grandes banques et les entreprises ont massivement licencié et réussi à dégager des gains de productivité pour améliorer leur rentabilité, ce qui leur permet d'afficher aujourd'hui une bonne santé financière ; 3/ Le taux d'épargne des ménages se stabilise et la consommation semble bien répartie, comme le prouve le redécollage des ventes d'automobiles ; 4/ Les entreprises devraient ainsi recommencer à embaucher dans les prochains mois.

Cette reprise est cependant inégale selon les Etats. Ceux qui ont connu les bulles immobilières les plus sévères et qui concentrent les ménages les plus endettés repartent plus lentement. Pour faire face à la détérioration de leurs finances, les collectivités locales de ces Etats vont accélérer les licenciements dans les prochains mois. Par ailleurs, la reprise pourrait s'accompagner d'un creusement des inégalités : la consommation des ménages les plus aisés augmente beaucoup plus fortement que celle des ménages les moins favorisés.

La construction toujours en panne

Malgré la reprise, les Etats-Unis sont confrontés à un fort taux de chômage sur lequel les politiques de relance n'ont aucun effet. S'il est difficile d'estimer la part exacte du chômage

structurel, il semble que près d'un tiers du chômage qui frappe 9,5% de la population active soit lié au secteur de la construction. Alors que près de 14 millions de maisons sont inoccupées aux Etats-Unis, il est peu probable que ce secteur réembauche massivement dans les prochains mois. Seules des réformes structurelles du marché de l'emploi pourraient résorber ce type de chômage. Ces réformes devraient s'attacher à former une main-d'œuvre plus qualifiée, clé d'une économie de la connaissance et facteur de réduction des inégalités.

Le dilemme des déficits publics

Les Démocrates et les Républicains ont su s'entendre sur la nécessité de prolonger en 2011 le soutien public à l'activité. Au-delà, il sera sans doute plus difficile de parvenir à un consensus sur les mesures de réduction des déficits publics. Se dirige-t-on vers une réduction massive des dépenses dans les systèmes d'aide sociale tels que le "medicare" ou "medicaid" ? Va-t-on vers une augmentation des impôts ? Selon Raghuram Rajan, « le modèle américain repose sur l'innovation et la flexibilité. Si on le change, l'économie américaine peut en souffrir ». Il plaide pour la mise en œuvre de réformes structurelles dans l'éducation et la protection sociale, afin de lutter contre les inégalités de revenus qui se sont considérablement creusées ces dernières années (voir interview page 18). Quelles que soient les solutions politiques qui seront finalement choisies, il est primordial qu'elles émergent avant que les Etats-Unis ne soient victimes d'une crise des finances publiques.



Table ronde

Reprise ou re-crise en Europe ?



Titi Boeri



Laurence Boone



François Heisbourg

L'Europe dans tous ses Etats

La crise a fragilisé et divisé l'Europe. Certains pays, en particulier en Europe du Sud, voient leur niveau de risque augmenter. Ils font face à une hausse de leur dette publique et à une érosion de leur compétitivité. L'Allemagne semble, de son côté, être devenue le moteur économique de la zone. Dans ces conditions, comment trouver un compromis politique permettant de résoudre les problèmes des uns sans précipiter la totalité de la zone euro dans une situation critique ? Laurence Boone, Titi Boeri, François Heisbourg et Michael Hüther ont des avis partagés sur cette question.

Le transfert des dettes privées vers les dettes publiques a détérioré le risque

Le risque pays s'est nettement détérioré en Europe depuis la crise. Un seul pays de l'Union européenne, la Suède, est aujourd'hui noté A1. Des économies de poids, l'Allemagne et la France, connaissent une amélioration du risque, mais n'ont toujours pas retrouvé leur notation d'avant-crise. La situation de nombreux pays européens s'est même dégradée : le Royaume-Uni, l'Italie, la Grèce, le Portugal, l'Irlande, l'Espagne, le Danemark ont perdu entre un et trois crans de notation⁽¹⁾.

Cette détérioration est notamment liée à l'augmentation des dettes extérieures dans la zone euro [ndlr : la dette extérieure correspond à la dette cumulée des gouvernements, entreprises, ménages et banques à l'égard des non-résidents]. Cette dette est supérieure à 100% du PIB dans la quasi-totalité des pays de la zone euro. Elle est supérieure à 200% du PIB en Belgique, au Portugal et au Royaume-Uni et dépasse même 1100% en Irlande !

[voir tableaux 1 et 2, page 7 et 8].

Yves Zlotowski souligne qu'une partie importante de cette dette est d'origine privée : elle n'est pas systématiquement liée à un laxisme budgétaire ou à une gouvernance défailtante comme en Grèce, mais à un transfert de la dette des entreprises et des ménages vers les banques, puis vers l'Etat. C'est particulièrement le cas en Espagne et en Irlande.

Les verrous espagnols et portugais vont-ils céder ?

Les dettes de tous les pays de la zone euro vont continuer d'augmenter. Mais la Grèce, l'Irlande, l'Italie ont des dettes très supérieures à la moyenne de la zone euro, ce qui n'est pas le cas de l'Espagne et du Portugal. Le niveau d'endettement de ces deux derniers pays est moins élevé, mais la rapidité avec laquelle il a augmenté est inquiétante.

Selon Laurence Boone, pour évaluer la solvabilité d'un Etat, il est indispensable d'établir un diagnostic précis basé sur quatre points : 1/ Le niveau de dette publique (qui reflète la gestion des finances passée) ; 2/ Le déficit public (qui établit jusqu'où les déficits ont été

(1) Les notations sont accessibles sur www.coface.fr



De gauche à droite

Titi Boeri

Professor of Economics, Bocconi University, Milan

Laurence Boone

Chef économiste France, Barclays Capital

François Heisbourg

Conseiller spécial, Fondation pour la Recherche Stratégique

Michael Hüther

Director and Member of the main board, Cologne Institute for Economic Research



Michael Hüther

Les institutions européennes : des progrès... mais peuvent mieux faire

creusés pendant la crise) ; 3/ L'endettement du secteur privé (les excès de crédit se retrouvent in fine sur les comptes financiers des Etats) ; 4/ Les capacités de croissance. Dans ces conditions, l'Espagne et le Portugal sont dans des situations très différentes. Alors que l'Espagne est confrontée à une crise bancaire, le Portugal est gêné par sa faible compétitivité. Conscient de cette situation, le gouvernement portugais avait massivement investi dans le système éducatif et la technologie avant la crise, mais Laurence Boone souligne que les effets de telles réformes ne se font ressentir qu'au bout de 5 à 8 ans. Quels risques sont liés à de tels niveaux de dette ? Un pays européen pourrait-il se trouver en situation de défaut de paiement ? Pour Yves Zlotowski, il convient d'être particulièrement attentif à la gestion de la conditionnalité attachée aux plans de sauvetage qui ont été annoncés en Grèce et en Irlande. La surveillance des finances publiques et les réformes structurelles visant à assurer la viabilité financière de l'Etat renfloué peuvent s'avérer délicates à mettre en pratique. C'est souvent au bout d'un an ou deux que la population et le gouvernement se lassent de l'austérité, ce qui provoque des dérapages dans le respect de la conditionnalité.

Michael Hüther rappelle que le cadre de réglementation de l'Union monétaire d'avant-crise reposait sur le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité et de croissance. Depuis la crise grecque, l'Union européenne a mis différents mécanismes en place pour éviter le défaut d'un État de l'Union monétaire. Le pari de l'Europe est d'isoler des marchés les pays en difficultés financières, tout en les gardant dans la zone.

La Facilité européenne de stabilité financière (FESF) est un fonds de 440 milliards d'euros qui vise à accorder des prêts, en accord avec le FMI, pour couvrir le besoin de financement des Etats membres en difficulté, soumis à une conditionnalité stricte.

Pour Michael Hüther, ce fonds empêche toute spéculation sur le non-remboursement des prêts par la zone euro jusqu'en 2013. Il donne aux États du temps pour équilibrer leurs budgets. En 2013, entrera en vigueur le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), qui sera chapeauté par la Commission européenne, la BCE et le FMI. Ce mécanisme établit une claire différenciation entre crise de liquidité et crise de solvabilité. En cas de problème de liquidité, le soutien du MESF sera conditionné à l'adoption d'un plan

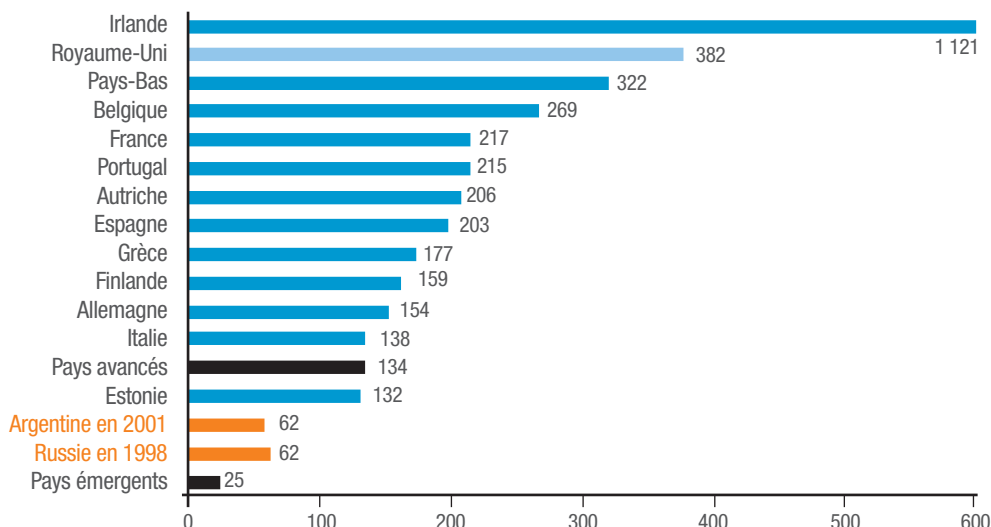
d'ajustement, et les créanciers privés seront encouragés à maintenir leur exposition. En cas de problème de solvabilité, l'Etat pourra restructurer sa dette avec les créanciers privés.

Depuis le 1^{er} janvier 2011, un régulateur européen des banques, chargé de surveiller la hausse du crédit au secteur privé, a été mis en place. D'autres idées sont sur l'agenda de la Commission comme des sanctions plus automatiques, en cas de non-respect du Pacte de stabilité et de croissance, et davantage d'intégration budgétaire, avec la mise en place d'une surveillance des pairs réellement contraignante. Tito Boeri souligne que si les sanctions sont financières, elles risquent surtout de précipiter le risque de défaut. Laurence Boone indique que renforcer la surveillance des pairs n'est pas anodin pour la souveraineté nationale, et qu'il serait normal que ce transfert de souveraineté s'accompagne de débats démocratiques à l'échelle nationale. Mais François Heisbourg imagine mal que les peuples européens acceptent des transferts de souveraineté dans un contexte politique marqué par la progression de partis radicaux hostiles à l'Europe.

Dette extérieure sur PIB (%) en 2010 dans les pays européens*

* Avec, pour mémoire, celles de l'Argentine et de la Russie respectivement en 2001 et 1998

Tableau 1



Restructurer : dans ou hors zone euro ?

Le pari des institutions européennes consistant à maintenir les pays en difficultés financières dans la zone euro va-t-il tenir ? Pour Yves Zlotowski et Mickael Hüther, un éclatement de cette zone est peu probable. Il serait extrêmement délicat pour un pays sortant de la zone euro d'honorer seul sa dette extérieure. Dans une telle hypothèse, la dévaluation de sa monnaie ne lui permettrait plus de faire face à une dette libellée en euro, provoquant inévitablement une vague de défauts souverains, des entreprises et des banques.

L'exclusion d'un membre de la zone euro, rappelle François Heisbourg, n'est pas prévue dans les traités. Selon lui, pourtant, dans l'éventualité d'une restructuration de la dette, seule une sortie temporaire de l'Etat en défaut permettrait de sauver la zone euro. L'Etat pourrait dévaluer sa monnaie et renouer avec la croissance. Cette éventualité n'est pas à exclure. C'est pourquoi il met en garde contre les injonctions pessimistes prédisant que l'explosion de la zone euro entraînerait la chute de l'Union européenne. « L'Union européenne a existé sans l'euro, et sans la Grèce ! ».



*« Depuis que l'euro existe,
aucun pays ne l'a intégré
comme étant un bien commun »*

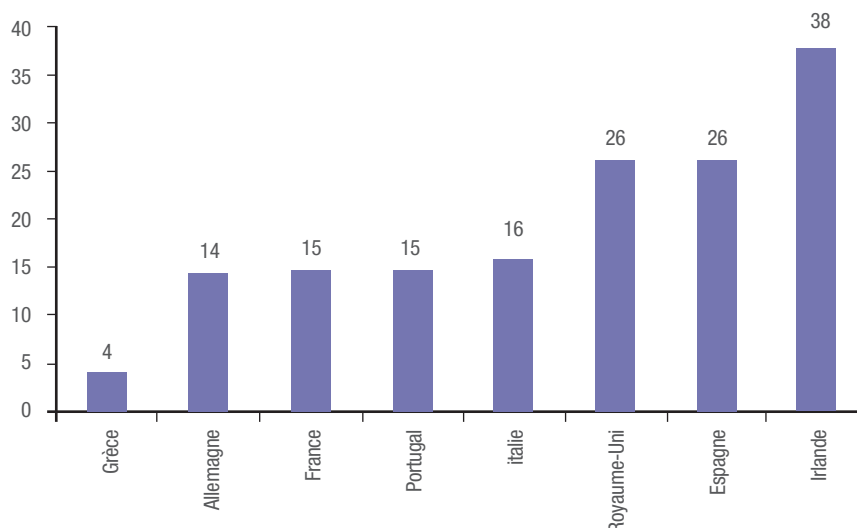
Laurence Boone

Si cette position est partagée par Tito Boeri sur le plan théorique, Laurence Boone affirme, au contraire, que restructurer une dette est plus difficile en dehors de la zone euro qu'à l'intérieur. Au-delà du coût prohibitif qu'impliquerait un changement de monnaie, l'avantage du maintien d'un pays en difficulté au sein de la zone euro tient au fait que ses principaux créanciers, qui sont dans l'union monétaire, continuent à lui prêter en euro. Trois options seraient possibles en cas de restructuration de la dette : 1/ Demander aux

détenteurs de la dette (aux institutions financières) de la garder jusqu'à maturité ; 2/ Allonger la durée des prêts ; 3/ Imposer une perte pour les créanciers. Sans surprise, les marchés financiers affichent une préférence pour les deux premières options. Dans tous les cas, Laurence Boone insiste sur le fait qu'il est primordial de trouver une réforme des institutions qui force les pays à internaliser la responsabilité d'être membre de la zone euro : « Depuis que l'euro existe, aucun pays n'a intégré l'euro comme étant un bien commun ».

Tableau 2 Dette extérieure privée / dette extérieure totale (%) dans les pays européens en 2010

Tableau 2



Les 10 ans de la notation risque pays de Coface : les lignes bougent !



Yves Zlotowski
Économiste en chef, Coface

En janvier 2001, Coface présentait pour la première fois sa notation risque pays. Dix ans plus tard, nous constatons une nette convergence des notes attribuées aux pays avancés et aux pays émergents. Le niveau de risque des pays émergents n'a jamais été aussi faible qu'en 2010. Celui des pays avancés a nettement augmenté depuis 2001 [voir tableau 3 ci-dessous]. La crise de 2008-09 a accentué cette convergence. Seuls neuf pays avancés sont revenus ou restés à leur note A1 d'avant-crise : en particulier le Canada, la Suède, l'Australie et le Japon. Ces neuf pays ne représentent pourtant que 18% du PIB mondial, alors que l'ensemble des pays avancés en constituent 63%. Des économies de poids, aux premiers rangs desquelles les Etats-Unis, la France et l'Allemagne, voient le risque s'améliorer sans pour autant revenir au niveau d'avant-crise.

Cette convergence invite à réfléchir sur la notion de risque pays. Le risque des pays européens a été sous-estimé. Certains niveaux de dettes extérieures étaient supérieurs à 100% du PIB dans la zone euro, seuil considéré critique pour les pays émergents. Le risque pays privilégie traditionnellement le « péché originel » des pays émergents : ceux-ci sont contraints de s'endetter en devises étrangères, s'exposant à une dépendance plus forte aux risques de change. En revanche, la possibilité des pays de la zone euro à s'endetter dans leur propre monnaie, à des taux d'intérêt bas a engendré une sous-estimation du risque de défaut des économies européennes. La crise de la zone euro montre donc que l'absence de risque de change ne peut être une assurance contre le risque de défaut.

Les crises naissent de la remise en cause des croyances collectives, aussi bien dans les pays émergents que dans les pays avancés. La crise russe, pays dont on pensait qu'il était "too big to fail", en a été l'exemple. La crise de l'euro nous révèle aujourd'hui qu'aucune garantie de sauvetage n'est attachée au statut de membre de la zone euro. En quelques mois, après la crise grecque, l'excès de confiance a laissé place à un excès de défiance. Tirons les leçons de cette erreur collective. Il ne faut pas se contenter de garanties implicites trompeuses, mais bâtir des procédures explicites, prévisibles et réalistes. « Méfions nous des croyances collectives ! »

Yves Zlotowski

Pour plus d'information sur le risque pays : [www.coface.fr/rubrique "services en ligne"/"risque pays et études économiques"](http://www.coface.fr/rubrique%20services%20en%20ligne/risque%20pays%20et%20etudes%20economiques)

Évolution des indices des risques pays (base 100 = décembre 2000)

Tableau 3

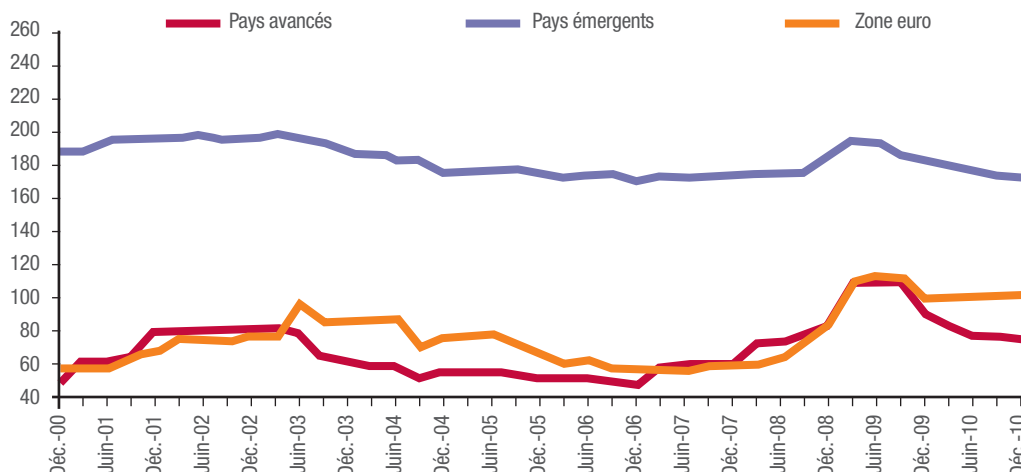


Table ronde

Après la crise, quelles nouvelles stratégies mondiales pour les entreprises ?



Patrick Artus



Louis Gallois



Laurence Parisot

Conjuguez l'impératif de l'internationalisation et la sauvegarde d'une industrie européenne !

La crise a amplifié le basculement des pays avancés vers les pays émergents. Les cartes sont redistribuées et les stratégies des entreprises des pays avancés s'affinent : elles se heurtent à des problématiques liées au coût du travail, à la volatilité des taux de change, à la R&D, à la protection des droits de propriété intellectuelle... Le débat entre Laurence Parisot, Patrick Artus et Louis Gallois nous apporte quelques éclairages.

Pour Laurence Parisot, « les entreprises françaises ont compris que la sortie de secours face à la crise passerait par l'international ». Les nouvelles stratégies des entreprises doivent donc nécessairement prendre en compte les pays émergents, Europe de l'Est comprise. Louis Gallois ajoute que le but de l'internationalisation ne consiste pas principalement à recourir à une main-d'œuvre bon marché, mais à « pénétrer les marchés chinois ou indiens ». C'est en effet un impératif pour s'implanter sur ces marchés. La question de la compétitivité est centrale pour les entreprises qui veulent exporter leurs

produits. A ce sujet, Laurence Parisot considère que les différences de compétitivité entre la France et l'Allemagne sont liées au coût du travail. Le coût horaire est de 35 euros en France et de 30 en Allemagne. Pour la présidente du Medef, c'est le financement de la sécurité sociale qui doit être réformé en priorité. Patrick Artus rappelle que les Allemands ont baissé les coûts de la protection sociale de 2 points de PIB pendant que les Français les ont augmentés de 1,5 point de PIB depuis le début de l'euro « cela fait 5 points de masse salariale qui se promènent entre la France et l'Allemagne ».

Par ailleurs, les petites entreprises françaises sont peu profitables et très endettées. Patrick Artus note que « les grandes entreprises du CAC 40 ont des taux d'autofinancement de 120%, tandis que toutes les petites entreprises françaises sont à 60% ! » Alors que les taux d'intérêt vont probablement augmenter, cet endettement est un facteur de risque important qui ne peut être résolu que par l'augmentation du taux de marge des entreprises. Laurence Parisot regrette que le taux de marge des entreprises françaises ait perdu 10 points par rapport aux entreprises allemandes, depuis le lancement de l'euro en 1999.



De gauche à droite
Louis Gallois
Président exécutif, EADS

Laurence Parisot
Présidente, MEDEF, vice-présidente du
directoire, IFOP

Patrick Artus
Chef économiste, Natixis

« Les entreprises françaises ont compris que la sortie de secours face à la crise passerait par l'international »

Laurence Parisot



Les entreprises handicapées par la volatilité des taux de change

Louis Gallois affirme qu'un euro plus faible serait clairement un élément de compétitivité supplémentaire pour les entreprises. Il souligne que « 10 centimes d'appréciation monétaire équivaut à plus de 10 milliards d'euros de perte pour EADS ! ». Patrick Artus réfute l'idée avancée par certains analystes pour qui il y a une véritable « guerre des monnaies » entre les différentes puissances économiques : il pense que « certains pays ne se posent simplement aucune question sur les effets de leur politique monétaire sur le reste du monde ». C'est le cas des Etats-Unis qui poursuivent une politique monétaire expansionniste. Patrick Artus regrette l'absence de coordination des politiques monétaires dans le monde. L'excès de liquidités mondiales, nourri par un yuan faible et une politique monétaire américaine expansionniste, renforce le risque de bulles notamment sur les matières premières. La question des matières premières n'est donc pas seulement liée à la spéculation, mais aussi aux déséquilibres macroéconomiques persistants. Laurence Parisot souligne également le caractère indispensable des discussions monétaires au G20, en insistant sur le risque que représente l'extrême volatilité des changes et du cours des matières premières. La prise de risque et l'investissement en sont lourdement handicapés, notamment pour les PME.

La taille des entreprises au cœur du maintien de l'industrie locale

Les pays émergents, et notamment la Chine, avancent dans de nombreux domaines. Selon Patrick Artus, il ne faut pas se méprendre sur l'objectif de long terme des Chinois. Ils ne cherchent pas à s'intégrer au mieux au sein de la division internationale du travail, mais bien à devenir autosuffisants dans tous les secteurs. Toutefois, si les pays émergents dépensent beaucoup d'argent dans la recherche et développement, Patrick Artus souligne que leur rattrapage technologique ne se fera que progressivement.

L'actionnariat des entreprises des pays avancés est également un enjeu pour le maintien de l'industrie locale. En effet, les réserves d'épargne sont dans les pays émergents, en Chine mais aussi dans les pays producteurs de pétrole, et les entreprises européennes ont besoin d'augmenter leurs fonds propres. Pour Louis Gallois, il est indispensable, pour maintenir une industrie locale, que l'épargne européenne et française (le taux d'épargne en France est de 17%) se redirige vers les industries européennes et françaises.

Sur la question des délocalisations, Patrick Artus est assez pessimiste. Il pense que certaines régions européennes sont appelées à se désindustrialiser, et que la France en fera sans doute partie : « On avait 20% d'emplois

dans l'industrie lors de la construction de l'euro, 11% maintenant ! ». Mais, pour Louis Gallois, il est primordial que l'industrie reste en France : « un pays qui n'a pas d'industries est un pays qui n'est pas indépendant ». Il s'est dit prêt à aller à la « reconquête industrielle », qui se fera en développant de nouveaux secteurs et des pôles de compétitivité. Il ne s'agit pas de tout relocaliser en France, mais de mettre en valeur l'attractivité des territoires européen et français. Cette attractivité repose sur le niveau d'éducation, la qualité des infrastructures et des services, sur l'art de vivre et les capacités de recherche. Une politique européenne sur ce sujet paraît indispensable afin que Bruxelles redonne la compétitivité au producteur et non plus au consommateur. L'Allemagne et l'Italie sont des exemples pour la France, car ce sont deux pays qui arrivent à garder des entreprises industrielles moyennes sur leurs territoires.

« Un pays qui n'a pas d'industries est un pays qui n'est pas indépendant »

Louis Gallois

« Certains pays ne se posent simplement aucune question sur les effets de leur politique monétaire sur le reste du monde »

Patrick Artus

Table ronde

Quels risques cachés derrière le dynamisme des pays émergents ?



François Heisbourg,



Nicholas Kwan



Guy Longueville

Les pays émergents : une attractivité forte mais non sans risques

La crise n'a pas entravé le dynamisme des pays émergents, au contraire. Leur risque s'améliore globalement. Leur endettement public et privé est maîtrisé. 2011 s'annonce encore comme une année de forte croissance. Ces indicateurs ne doivent pourtant pas masquer les possibles facteurs de déstabilisation : hausse du prix des matières premières et des produits alimentaires, tensions sociales, flux de capitaux volatils, « guerre des monnaies »...

François Heisbourg, Nicholas Kwan, Guy Longueville, Jon Marks et Yves Zlotowski ont débattu de ces enjeux qui seront au cœur de l'année 2011.

Une spectaculaire sortie de crise

La reprise de la croissance dans les pays émergents est beaucoup plus rapide et forte que celle des pays avancés. L'investissement des entreprises est souvent au cœur de ce rebond. Le niveau élevé des réserves de change, ainsi qu'un moindre endettement, constituent des atouts pour les émergents. La dette publique est en moyenne de 38% du PIB des pays émergents, contre 87% pour

les pays avancés. Un bon moyen de maintenir plus longtemps les politiques de soutien à l'économie. Les acteurs privés sont, eux aussi, globalement moins endettés dans les pays en développement. L'expérience des crises passées explique sans doute la prudence financière dans ces pays, aujourd'hui plus résistants aux chocs économiques. L'Amérique latine et l'Asie sont particulièrement représentatives de ce rebond de croissance et de l'amélioration du risque. Le Brésil a gagné

un cran dans l'échelle des notes Coface. Il est aujourd'hui noté A3. Le pays se caractérise par un faible nombre d'incidents de paiement, une forte croissance et une gestion économique prudente. Nicholas Kwan souligne la part croissante des échanges intra-zone dans le rebond des exportations des économies asiatiques.

Derrière le dynamisme des pays émergents se cachent, cependant, certains risques qui ne peuvent être négligés.



De gauche à droite

Nicholas Kwan

Head of Research, East Global Research, Standard Chartered Bank, Hong Kong

François Heisbourg

Conseiller spécial, Fondation pour la Recherche Stratégique

Guy Longueville

Responsable Recherche Risque Pays, BNP Paribas

Jon Marks

Chairman Cross-border Information, Researcher Royal Institute of International Affairs, Chatham House, London

Yves Zlotowski

Économiste en chef, Coface



Jon Marks

Yves Zlotowski

Des facteurs de bulles

Pour Guy Longueville, il n'y a pas, à ce jour, de bulles significatives dans les pays émergents. Pourtant il existe des risques de formation de bulles à court ou moyen terme, particulièrement en Asie. Pour lui, les risques de bulles les plus importants se concentrent sur les matières premières agricoles et industrielles. Elles seraient dangereuses si elles coïncidaient avec des bulles immobilières. Si la hausse du prix des matières premières est en partie justifiée par les fondamentaux (écart entre offre et demande), elle est amplifiée par les réallocations des actifs des fonds d'investissement. Nicolas Kwan partage l'idée selon laquelle la rançon du succès asiatique est le risque inflationniste, particulièrement celui des produits alimentaires.

Maladie hollandaise et inflation importée

Si l'on écarte le risque de bulle, la hausse structurelle du prix des matières premières est une opportunité pour de nombreux pays exportateurs en développement, particulièrement en Amérique latine [voir tableau 4 ci-contre]. Pourtant, elle comporte trois risques majeurs : 1/ Elle renforce la spécialisation dans les matières premières au détriment des industries manufacturières (maladie hollandaise) ; 2/ Elle est aussi créatrice de fortes tensions politiques et sociales. Les mouvements qui ont éclaté au Maghreb en janvier ont été, en partie, déclenchés par la hausse du prix des matières premières ; 3/ L'existence d'une rente de matières premières va souvent de pair avec une gouvernance publique défailante.

Les pays importateurs de matières premières vont avoir des difficultés de paiement dans les années qui viennent. Pour ces pays en Asie, le poids de l'alimentation et des transports dans l'indice des prix à la consommation varie de 30 à 60%. Il est proche de 50% en Chine. Nicholas Kwan souligne que ce pays va devoir utiliser de manière plus efficace ses matières premières. En effet, il consomme 30 à 60% de la production mondiale d'aluminium, de zinc et de cuivre, une consommation qui augmente de 10% tous les cinq ans. Nicholas Kwan estime que « les chinois utili-

sent leurs ressources de manière 7 fois moins efficace que les pays avancés, et si le problème dure encore pendant dix ans, ils feront face à d'importantes difficultés d'approvisionnement ».

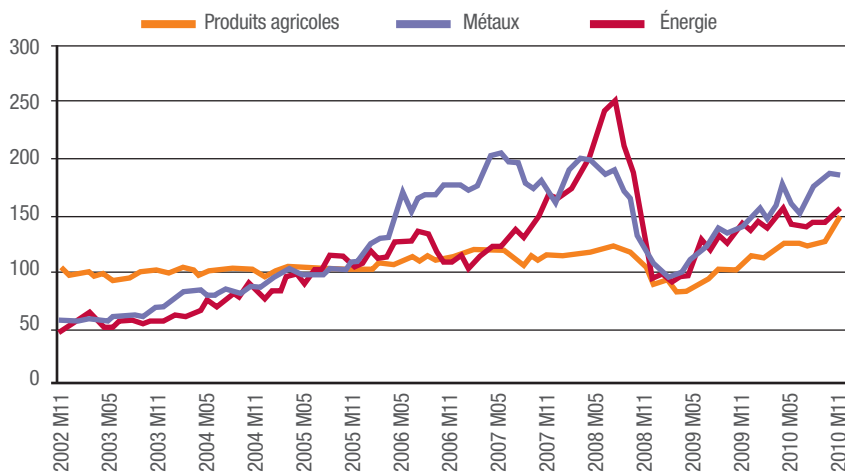
L'afflux de capitaux peut être un piège

Les investissements étrangers représentent un atout considérable pour les pays émergents [voir tableau 5 ci-dessous]. Mais l'afflux de capitaux volatils fait peser de sérieux risques de déstabilisation. Guy Longueville note que, depuis 2010, une part croissante des investissements de portefeuille est centrée sur

l'Amérique latine et l'Asie. L'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie mais surtout la Chine sont les principaux pays d'accueil de ces investissements spéculatifs. Face à cet afflux, les Banques centrales ne sont toujours pas suffisamment armées pour maîtriser les entrées massives de capitaux spéculatifs et la progression induite de leur masse monétaire. Elles disposent cependant des outils financiers permettant d'éviter les surajustements baissiers des taux de change et leurs conséquences systémiques. Selon Yves Zlotowski, les pays émergents s'interrogent sur les conséquences de l'intégration financière internationale et commencent à limiter l'afflux des capitaux volatils, à l'instar du Brésil.

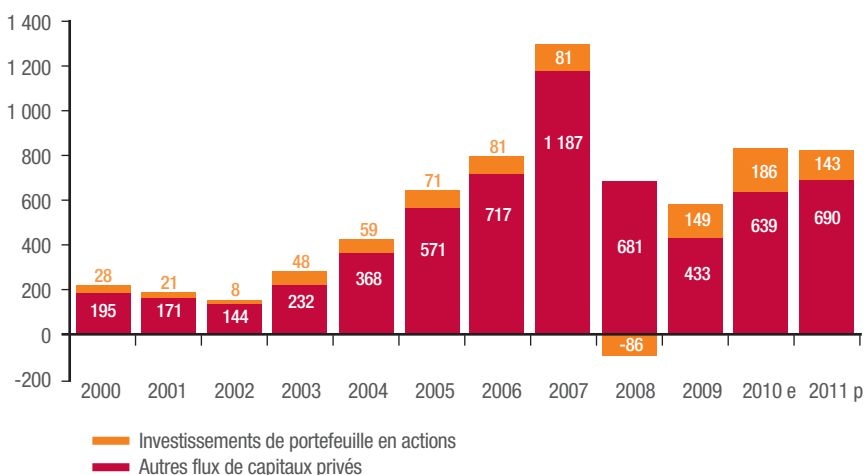
Cours des matières premières (base 100 en 2005)

Tableau 4



Flux de capitaux privés vers les pays émergents

Tableau 5



La Tunisie : entre espoirs et risques

Le colloque s'est tenu quelques jours après le départ du pouvoir sous la pression populaire du président Ben Ali.

Jon Marks est revenu sur le déroulement de cette révolution, qu'il qualifie de démocratique. La première phase s'est déroulée à Sidi Bouzid où des étudiants ont protesté contre la hausse du coût de la vie et le chômage persistant qui les touchent de plein fouet. La révolte s'est ensuite étendue à l'ensemble de la population. Dès lors, la classe moyenne, moins touchée par le chômage et l'inflation, s'est, elle aussi, retrouvée dans la rue. Le pays tout entier semble s'être révolté contre une élite politique qui a monopolisé ses ressources économiques à son avantage. François Heisbourg parle même d'une « mafia économique » pour décrire l'entourage du président Ben Ali. L'ensemble des intervenants partage un même constat : la nécessité d'une gouvernance économique saine et d'un cadre politique démocratique. Selon Jon Marks, « dans l'ensemble de la région, c'est la politique qui a jusqu'ici prévalu ».

Yves Zlotowski et François Heisbourg confirment les propos de Jon Marks. Il s'agit d'une révolte populaire, doublée d'une réaction d'exaspération de la bourgeoisie tunisienne dont les droits de propriété sont bafoués. Yves Zlotowski explique que divers écueils peuvent entraver la transition démocratique du pays. Une partie importantes des actifs économiques du pays sont détenus par les proches de l'ancien président. La révolution démocratique appelle à un transfert d'actifs, mais les modalités en sont encore incertaines.

Le premier renversement d'un régime politique autoritaire dans le monde arabe va-t-il se propager à l'ensemble de la région ? François Heisbourg soutient que la révolution tunisienne pourrait se répandre puisque la

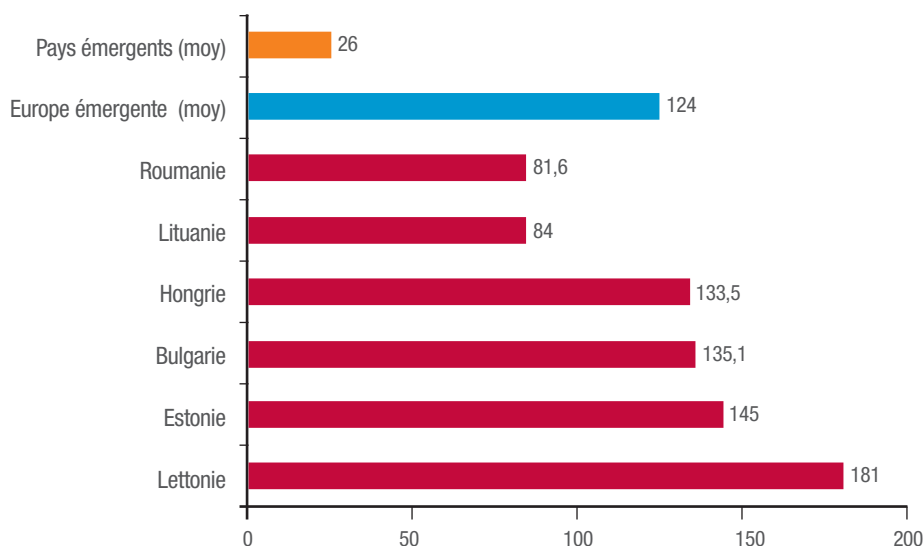
Tunisie présente des traits communs avec tout le Moyen-Orient : la zone regroupe des économies rentières ou patrimoniales souffrant d'un fort taux de chômage et les successions n'y sont pas organisées : « Le président Mao Zedong disait qu'une seule étincelle pouvait mettre le feu à toute la plaine. Pour moi, le Moyen-Orient est une vaste plaine », note François Heisbourg.

« Le président Mao Zedong disait qu'une seule étincelle pouvait mettre le feu à toute la plaine. Pour moi, le Moyen-Orient est une vaste plaine »

François Heisbourg

Dettes extérieures / PIB dans l'Europe émergente

Tableau 6



Europe centrale et orientale : des émergents qui s'essoufflent

L'amélioration des risques est plus laborieuse en Europe centrale que dans beaucoup d'autres pays émergents. « A part la Pologne et la République tchèque qui reviennent à leur niveau d'avant-crise, beaucoup de pays d'Europe centrale et orientale se trouvent à un niveau de risque dégradé », note Yves Zlotowski. Plusieurs problèmes font de cette zone un cas atypique. Ses principaux partenaires commerciaux, les autres pays d'Europe, seront peu dynamiques en 2011. De plus, la dette extérieure de l'Europe émergente s'élève à 124% du PIB contre 26 % en moyenne dans l'ensemble des pays émergents. Les processus de désendettement mis en place dans certains pays, comme en Hongrie, en Bulgarie ou en Roumanie, handicapent la demande privée et donc la reprise [voir tableau 6 page 14]. L'endettement privé, en outre, fait peser un risque de change sur ces pays. Quant à la Turquie, un pays d'Europe émergente, elle tire son épingle du jeu de manière spectaculaire avec une très forte croissance en 2010 et un comportement de paiement favorable des entreprises.

Dans les pays de la CEI, les risques traditionnels n'ont pas disparu. Ces économies reposant sur des rentes énergétiques peinent à améliorer la gouvernance des entreprises. La transparence financière n'est pas assurée, les décisions des tribunaux arbitraux sont aléatoires et les droits de propriété instables. La stabilité de ces derniers doit être regardée de très près, comme le souligne Yves Zlotowski, car d'elle dépend l'investissement dans un pays. « Vous n'allez pas investir si par divers mécanismes, comme cela a existé en Tunisie ou en Russie, vous n'êtes pas sûrs de détenir votre actif sur le long terme ». Le taux d'investissement constitue donc un bon indicateur de gouvernance.

Les quatre chemins de la puissance chinoise

François Heisbourg s'attarde sur le développement de long terme de la Chine. Selon lui, « vous ne pouvez pas regarder la planète économie et la planète stratégie de façon décorrélée ». La Chine est devenue une très grande puissance et le schéma géopolitique traditionnel de Deng Xiaoping dans les années 1990, selon lequel la Chine devait rester une puissance de statu quo, ne s'applique plus. La question est désormais de savoir ce qui va remplacer ce schéma. « La politique étrangère chinoise est actuellement illisible, comme en témoigne les tensions que la Chine entretient depuis un an avec certains de ses voisins comme les Philippines, la Thaïlande, la Malaisie, Singapour ou la Corée du Sud ». François Heisbourg juge les protagonistes désorganisés, notamment l'armée populaire de libération, le Ministère des affaires étrangères et le Parti communiste chinois. La Chine se positionnera inéluctablement, dans les années qui viennent, sur l'une des quatre options suivantes: « une Chine multilatéraliste (comme au G20 de Pittsburg), une Chine du G2 qui établit un dialogue stratégique avec les Etats-Unis, une Chine qui s'unit avec l'Est contre l'Ouest comme à Copenhague, ou une Chine de l'Empire du milieu qui dirige dans sa zone et veut diriger

le monde ». Pour lui, ces quatre modèles ne sont pas forcément incompatibles. En matière de politique étrangère, l'élection du nouveau dirigeant du Parti communiste chinois en 2012 va être décisive dans la formation et l'ampleur des risques pour les années à venir.

Yves Zlotowski insiste néanmoins sur la stabilité de la politique économique chinoise. S'il y a eu un vrai changement de stratégie pendant la crise entre juin 2008 et juin 2010, avec un yuan stable et une relance du crédit, la Chine semble maintenant s'orienter vers un modèle de croissance beaucoup plus axé sur la consommation des ménages. Yves Zlotowski souligne qu'en matière économique, le changement stratégique est toujours graduel, et que l'appréciation du yuan, en tout état de cause, sera très lente, ce qui limite les risques.

Guy Longueville synthétise ces deux positions, en rappelant la cohérence dans la politique économique menée en Chine, tout en évoquant les possibilités de changements stratégiques de la politique étrangère chinoise et le risque que cela fait peser sur les négociations du prochain G20.

« Les bulles se concentrent sur les matières premières dans les émergents. Elles seraient dangereuses si elles coïncidaient avec des bulles immobilières »

Guy Longueville

Christine Lagarde : les trois priorités du G20

Dans un message aux participants du colloque 2011, Christine Lagarde, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a présenté les trois priorités de la présidence française du G20. Le sommet se focalisera d'abord sur la réforme du système monétaire international. Le président Hu Jintao dénonçait, il y a quelques semaines, un système d'un autre âge. La deuxième priorité sera la transparence et le rôle des produits dérivés sur le marché des matières premières. Enfin, la gouvernance mondiale et la réforme des institutions internationales seront sur la table des négociations de la réunion internationale.



Les Chinois vont être moins enclins à jouer le jeu du G20

Aux yeux du Conseiller spécial de la Fondation pour la Recherche Stratégique, les Etats-Unis restent, sans conteste, la superpuissance mondiale. Et si la Chine les rattrape économiquement un jour, il lui faudra beaucoup de temps pour concurrencer leur influence géopolitique. En revanche, la tendance est au «moins d'Europe» au sein de l'Union européenne.

➔ **Contrairement à ceux qui parlent d'une moindre influence des Etats-Unis, vous estimez dans votre livre « Les conséquences stratégiques de la crise ⁽¹⁾ », que leur rôle reste et restera longtemps central sur la scène internationale. Pourquoi ?**

François Heisbourg (FH) : Pour plusieurs raisons, de natures différentes. D'abord, les Etats-Unis ont réagi de manière plus décisive que les autres pays avancés en termes de stimulation, de retour à la croissance et d'affirmation sur la scène mondiale. Malgré une dette croissante et un déficit public supérieur à celui de l'Union européenne, la croissance tourne autour de 3% et la consommation augmente de quelque 4%. Et puis, les avantages géopolitiques classiques des Etats-Unis demeurent. Leurs dépenses militaires sont deux fois plus élevées que dans l'Union européenne ou au Japon. Si la Chine rattrapera économiquement les Etats-Unis dans une dizaine d'années, elle mettra beaucoup plus de temps à les rattraper en matière d'influence géopolitique. Il est très difficile d'estimer le budget militaire de la Chine mais quels que soient les modes de mesure, elle dépense trois à quatre fois moins que les Etats-Unis en la matière, et surtout, elle part de très bas avec des forces armées sous-équipées et archaïques. Les Etats-Unis restent la première superpuissance.

« Un G2 américano-chinois sera-t-il principalement antagoniste ou coopératif ? »

➔ **Existe-t-il réellement un G2 entre la Chine et les Etats-Unis ?**

FH : Plus la Chine se renforce, plus il y aura des domaines de G2, de fait. Mais un G2 n'est pas obligatoirement un partenariat coopératif. Pendant la guerre froide, il existait un G2 entre les Etats-Unis et l'Union soviétique. C'était un G2 antagoniste, mais les grands problèmes qui mettaient les deux pays en interface étaient gérés en direct. La question est de savoir si le G2 américano-chinois sera principalement antagoniste ou coopératif. On n'a pas encore la réponse parce que les Chinois eux-mêmes n'ont pas encore arrêté le curseur de ce que sera leur politique de sécurité future.

➔ **Croyez-vous à la mise en place d'une certaine régulation financière internationale par le G20 ?**

FH : Beaucoup moins qu'il y a un an et demi. Le G20 a été ressuscité puisque c'était, au départ, un organisme financier fait pour répondre à la crise asiatique des années 1997-1998, pas un organisme de régulation financière mondiale. Il l'est devenu à l'occa-

sion de la crise de 2008. Et son influence a été forte, pour lutter contre cette crise. De Washington en novembre 2008, à Londres en avril 2009 et Pittsburg en septembre 2009, la mobilisation a été remarquable. Les Chinois ont pleinement joué le jeu. Après Pittsburg, vont-ils continuer à le jouer ? A priori non, et j'y vois deux raisons. La première est conjoncturelle. La Chine est en train de préparer le changement de ses instances dirigeantes l'année prochaine. Ce n'est pas un moment propice pour prendre de grandes initiatives. L'autre raison est plus structurelle. Grâce au remarquable plan de relance de novembre 2008, les Chinois sont sortis de la crise plus rapidement et vigoureusement que tous les autres. Aujourd'hui, il y a donc une divergence très nette entre le chemin mondial et celui de la Chine : en 2010, la croissance mondiale, de 4,5%, a été deux fois moins élevée que celle de la Chine, de 10%. Elle peut estimer ne pas avoir à se lier les mains dans un processus comme le G20. Je ne sais pas laquelle de ces explications est la plus importante. On le saura dans le courant de l'année prochaine, lorsque la nouvelle direction se mettra en place et décidera de son positionnement.

(1) Editions Odile Jacob

➔ **Pendant le Colloque vous avez souligné la tendance au « moins d'Europe », malgré les divers mécanismes européens mis en place pour lutter contre la crise. Comment faire pour relancer la dynamique européenne ?**

FH : Le « plus d'Europe » serait la mise en place d'une « union de transferts », c'est-à-dire une Union européenne avec des coresponsabilités budgétaires et fiscales, avec la création, à côté de la Banque centrale européenne, d'un département du trésor et d'un département du budget, comme aux Etats-Unis, en Inde ou au Brésil. A court terme, cette voie est impossible parce que les opinions publiques y sont opposées. Cette voie est peut-être celle du long terme, mais en attendant, on a de vraies urgences à régler : l'Irlande, la Grèce, le Portugal, peut-être l'Espagne. Or, les décisions qui ont été prises pour l'Irlande et la Grèce aggravent la situation de ces deux pays. Le sauvetage par l'Europe consiste à offrir des taux aux alentours de 6% à des pays auxquels on impose des cures d'austérité qui ramènent mécaniquement le cumul de l'inflation et de la croissance à environ 0%. Avec les plans de sauvetage, nous n'avons fait que gagner du temps. Les problèmes demeurent. Comme « le plus d'Europe » n'est pas faisable à court terme, ne faudrait-il pas réfléchir et « faire la part du feu », au sens strict de l'expression ? Cela veut dire mettre les pays en difficultés financières, comme l'Irlande ou la Grèce « en congé » de l'euro.

➔ **Que signifierait exactement une telle mise en congé ?**

FH : Cela consiste pour un pays en difficulté à pouvoir battre monnaie nationale pendant une durée déterminée, par exemple 10 ans, tout en demeurant membre de la zone euro mais sans droit de vote. Le pays bénéficie

« Il faut mettre les pays en crise comme l'Irlande ou la Grèce en congé de l'euro »

des marges de manœuvre monétaire que l'on peut acquérir dans une telle situation. Dans le cas de la Grèce, c'est très compliqué mais dans le cas de l'Irlande, c'est possible. Il faut sortir de la situation binaire qui consiste à dire que si on ne fait pas « plus d'Europe », c'est la catastrophe. A force de dramatiser, on risque de se retrouver confrontés à des prophéties auto-réalisatrices.

Pour l'instant, le traité sur le fonctionnement de l'Union ne prévoit pas de sortie, ou de mise en congé de la zone euro, mais les institutions européennes sauront inventer une formule pour que ce soit juridiquement possible. C'est une de ses forces traditionnelles de savoir créer de nouveaux textes en cas de problèmes vraiment compliqués.

➔ **N'y a-t-il pas un risque social important en Europe du fait de la montée politique des extrêmes ?**

FH : Bien sûr. Pour l'instant, nos gouvernants ont beaucoup de chances. Les opinions publiques ont fortement internalisé la nécessité de la rigueur, même dans une affaire aussi bruyante que celle des retraites en France. Les gens ont intégré de façon assez large le besoin d'austérité. Cela ne va pas durer. Dans un an ou deux, lorsque les populations vont constater que les finances publiques se sont aggravées, que la croissance dans le cadre du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande ou de l'Espagne continue de ramper à des niveaux extrêmement faibles, l'électeur va devenir un obstacle à la politique conduite par les gouvernements européens.

➔ **Un mot enfin sur l'Afrique. Ce continent a très bien traversé la crise. Pensez-vous qu'il soit amené à décoller dans les années qui viennent ?**

FH : Je suis afro-optimiste. Bien sûr, il y a des situations sécuritaires qui empêchent tout développement, comme en Somalie ou en République démocratique du Congo. Mais l'Afrique, dans son ensemble, a remarquablement traversé la crise. Les transferts des travailleurs migrants n'ont baissé que très légèrement en 2009. Par ailleurs, la trésorerie d'un certain nombre d'Etats africains a subi le choc de la chute des matières premières en 2009. Mais dans de nombreux cas, les recettes issues de ces rentes ne sont pas redistribuées aux habitants des pays d'où proviennent les ressources, donc pour l'Africain moyen, cela n'a aucune importance. Au final, les taux de croissance sont restés largement positifs, notamment dans les pays non pétroliers. Voilà la première raison qui m'inspire de l'optimisme.

La seconde raison, mais je ne sais pas dans quelle mesure les deux sont corrélées, est la faible ampleur de la fracture numérique entre les pauvres et riches. De toutes les fractures qui traversent le monde, c'est la moins profonde. En Afrique subsaharienne, au plus fort de la crise, en 2009, 10% de la population adulte a acquis pour la première fois un abonnement de téléphone portable, et ce pourcentage se retrouve dans l'ensemble du sous-continent indien (Pakistan, Inde, Bangladesh). Le téléphone est un outil de développement à la fois commercial et bancaire. Je suis d'accord avec le ministre des affaires étrangères brésilien Celso Amorim qui disait il y a quelques mois à Genève « les années 2010 seront les années de l'Amérique latine, mais les années 2020, vous verrez, ce sera la décennie de l'Afrique ! ». Il y a des chances pour qu'il ait raison et, si tel est le cas, il ne faut pas que les entrepreneurs français décrochent de l'Afrique !

*« Je suis afro-optimiste.
Les entrepreneurs français ne doivent pas décrocher de ce continent »*

Propos recueillis par
CofaMag



Nous ne pouvons plus nous permettre une crise de cette ampleur dans les 35 prochaines années

Le Professeur à l'université de Chicago s'inquiète de la montée des inégalités aux Etats-Unis. Et si le secteur privé, en voie de rétablissement, va créer des emplois, le secteur public, très endetté, va en supprimer. Pour l'Union européenne, l'ancien chef économiste du FMI exclut un défaut de paiement de la Grèce et de l'Irlande mais envisage une restructuration « implicite » de leur dette, financée par les autres membres de l'Union.

→ Dans votre livre « **Fault Lines** ⁽¹⁾ », vous insistez sur les politiques économiques mises en place pour répondre aux inégalités aux Etats-Unis. Pourriez-vous décrire ce processus ?

Raghuram Rajan (RR) : Avant tout, il faut rappeler que l'Amérique est en train de devenir une société de la connaissance, dans laquelle les emplois manufacturiers disparaissent. Les nouveaux emplois nécessitent un meilleur niveau d'éducation et de compétence, mais le nombre de diplômés ne progresse pas aussi vite qu'on le souhaiterait. De ce fait, les inégalités de revenu se creusent aux Etats-Unis. Les salaires des titulaires de diplômes universitaires augmentent, tandis que les diplômés du secondaire perdent leur travail et n'ont pas les compétences requises pour accéder aux nouveaux emplois. Lorsque les inégalités se creusent, il devient urgent d'agir. Ce processus devrait être compensé par une redistribution des richesses, mais aux Etats-Unis, celle-ci suscite un vif rejet. Deux mesures alternatives ont donc été mises en place. La première a été l'augmentation du crédit, notamment du crédit immobilier. Personne n'est contre le crédit ! Les particuliers qui achètent des maisons, les financiers, les responsables politiques... il y avait un consensus que le crédit était la solution ! Or, cette logique a été poussée un peu trop loin. Ce processus a été conforté dans une certaine mesure par la politique de la Réserve fédérale. Pourquoi ? Parce que le filet de protection sociale est très mince aux Etats-Unis. Par conséquent,

lorsque les gens perdent leur emploi, un climat d'inquiétude s'installe.

Les Américains n'ont souvent pas d'assurance maladie, ils épargnent peu et les allocations chômage sont réduites au strict minimum. Le gouvernement américain et la Fed ont donc dû réagir et Alan Greenspan a opté pour une politique de taux bas : ceci constitue la seconde mesure. Ben Bernanke, son successeur, a lui aussi maintenu pendant longtemps les taux d'intérêt à un niveau très bas en adoptant pour l'essentiel le raisonnement suivant : « L'emploi est le problème numéro un, nous maintiendrons des taux bas tant qu'il n'aura pas redémarré ». La conjugaison d'une forte demande de crédit et d'une politique de taux d'intérêt très bas se traduit aujourd'hui par une situation très volatile.

→ Le taux de chômage est aujourd'hui d'environ 9,5 % aux Etats-Unis, et le chiffre atteint 16 % si l'on y ajoute les emplois précaires comme le suggère le FMI. Sommes-nous en train d'assister à une reprise sans emploi ?

RR : Le taux de chômage actuel s'explique en grande partie par l'effondrement du secteur de la construction. Les promoteurs ont construit tous azimuts avec, pour conséquence, une chute des prix de l'immobilier résidentiel et un effondrement du secteur. Le secteur de la construction fait vivre beaucoup de monde : courtiers, financiers, employés du bâtiment et des secteurs qui s'y rattachent. Il s'agit à mes

yeux d'un chômage structurel : les emplois détruits dans le secteur ne reviendront pas.

Par ailleurs, la reprise est actuellement dans sa première phase. En général, les entreprises hésitent dans un premier temps à créer des emplois, car elles s'efforcent de renouer avec la rentabilité et de retrouver confiance. Cette phase touche aujourd'hui à sa fin. Le secteur privé est maintenant en assez bonne santé pour commencer à embaucher plus massivement. Ce qu'il devrait faire à mon avis dans les prochains mois...

Cela étant, il y a un autre problème : confrontés à des budgets plus serrés, l'Etat et les collectivités locales vont devoir supprimer davantage d'emplois. On a donc, d'un côté, un secteur privé en voie de rétablissement, qui va pouvoir créer davantage d'emplois, et de l'autre, un secteur public qui va devoir en supprimer.

→ Pensez-vous qu'il existe un risque de défaut d'un pays européen ?

RR : Je ne vois vraiment pas comment la Grèce pourrait rembourser sa dette sans prendre des mesures drastiques. A un moment donné, quelqu'un doit encaisser le coup. Cela étant, il existe des moyens de l'amortir pendant quelque temps. Par exemple, le taux d'intérêt du prêt consenti à la Grèce (de l'ordre de 6,5% ce qui est assez élevé) pourrait être revu sensiblement à la baisse. Si ce taux était ramené à un niveau très bas, comparable à celui des taux alle-

(1) Editions Princeton

« En ciblant une population qui gagne 5 000 \$ par an et non 30 000, les entreprises bénéficieront d'un marché gigantesque »

mands, l'horizon de la Grèce s'éclaircirait nettement. De même, l'allongement des échéances serait une bonne nouvelle pour ce pays. Ces mesures permettraient de donner de l'air à la Grèce. Dans la définition traditionnelle, on parlerait de rééchelonnement de la dette ou de défaut, mais il n'y a pas à proprement parler de défaut de paiement de la part de la Grèce : les remboursements sont simplement moins importants car plus échelonnés dans le temps. On peut tout à fait imaginer une situation où, sans qu'il y ait défaut à proprement parler, la dette grecque reste inscrite dans les comptes de l'Union européenne pendant encore 10, 12, 15 ans... C'est le scénario qui semble se dessiner aujourd'hui : il n'y aura pas de défaut explicite, comme dans le cas de l'Argentine, mais la Grèce et l'Irlande feront l'objet d'une restructuration implicite, financée par les autres membres de l'Union. Le Portugal et l'Espagne réussiront peut-être à y échapper...

Plus la solution est adoptée rapidement, plus elle est efficace. Mais la solution choisie doit également s'accompagner d'une recapitalisation (sous une forme ou sous une autre) des banques en difficulté. Aujourd'hui, la réticence à recapitaliser les banques revient à reporter le problème tout entier sur les finances publiques. Rappelons que c'était le problème de l'Irlande, dont l'exposition directe était assez limitée. C'est la nécessité de venir en aide aux banques irlandaises (dont la dette était détenue par des créanciers extérieurs), qui a obligé le gouvernement à intervenir pour maintenir le système bancaire debout. La dette privée est devenue de la dette publique et le problème s'est amplifié.

→ Qu'advient-il si le problème se propage à l'Espagne ?

RR : S'il se propage à l'Espagne, le problème sera décuplé. Qu'on laisse le pays se débrouiller seul ou qu'on vole à son secours, il en coûtera cher à l'Europe. Mais la question ne se posera pas, tant que la situation de l'Espagne ne se dégradera pas. Si le pays met en place une politique efficace qui rassure tout le monde sur la croissance et la compétitivité, il pourra peut-être échapper au pire.

Les tensions en Europe bien sûr viennent du fait que l'Allemagne n'est pas prête à signer des chèques en blanc à tout le monde. Ce pays accepte de prêter seulement un peu plus à chaque fois car il ne veut pas endosser seul la responsabilité du règlement des

crises. Mais c'est un cas où il faudra peut-être accepter cette responsabilité pour régler le problème. Si l'Allemagne accepte de faire un geste à chaque fois, on lui demandera toujours un peu plus. La question est de savoir à quel moment il faut dire : « D'accord, nous reconnaissons que nous devons sauver le système, mais en contrepartie, nous demandons ça, ça et ça ». L'Espagne devra peut-être continuer de tester les limites du système avant qu'une solution globale soit trouvée...

→ Le sauvetage de l'Irlande doit-il être conditionné au relèvement de l'impôt sur les sociétés, pour le porter au niveau de la moyenne européenne ?

RR : Cette question est à l'évidence très délicate. Dans quelle mesure la conditionnalité peut-elle intervenir dans les choix budgétaires ? Les positions des uns et des autres sont claires mais la solution idéale, du point de vue économique, l'est moins. Peut-on demander à un pays qui n'y a pas intérêt d'être favorable à l'harmonisation ? Certains pays ont des enclaves qui bénéficient d'une fiscalité avantageuse qui permet d'attirer certaines industries. L'Irlande est-elle une enclave au sein de l'Europe ? Si c'est le cas, dans quelle mesure doit-on subventionner cette enclave ? La fiscalité, tout comme la distribution des richesses, est une question de pouvoir.

→ Les consommateurs américains représentent 18 % du PIB mondial, contre seulement 3 % pour les Chinois. Ce déséquilibre va-t-il évoluer ?

RR : On assiste aujourd'hui à une redistribution de la demande mondiale, avec une forte hausse de la demande des pays émergents. Mais pour que cette mutation s'accomplisse, plusieurs conditions doivent être réunies. Premièrement, les marchés émergents doivent réduire leur dépendance à l'égard des exportations. Deuxièmement, ils doivent favoriser l'appréciation de leurs taux de change. Ce scénario pourrait se confirmer à moyen terme et je pense que cette évolution sera une bonne chose à plus d'un titre. Par exemple, selon moi, les entreprises des pays avancés se disent trop souvent : « Quels sont les pays

qui comportent une classe moyenne (tranche de la population qui gagne 30 000 dollars par an) et qui, à ce titre, constituent une cible privilégiée pour nos produits ? ». A y regarder de près, il n'y en a pas tant que cela. Mais si une entreprise vise la tranche de la population qui gagne 5 000 dollars par an et non 30 000 et fabrique des produits plus abordables, son marché devient gigantesque. Une entreprise qui vendrait par exemple une machine à rayons X à 100 000 dollars ne trouvera pas d'acheteurs : les dispensaires des petits villages n'auront pas les moyens de se l'offrir. Si, en revanche, elle simplifie la machine et abaisse son prix à 3 000 dollars, le marché s'en trouvera décuplé.

→ Pensez-vous que des progrès aient été accomplis dans l'amélioration du système financier ? Au niveau du G20 notamment ?

RR : Les mesures qui ont été prises sont limitées, mais c'est sans doute une bonne chose car des mesures trop drastiques auraient sonné le glas du système. Certains diront que les grandes banques continuent de poser problème et qu'il faudrait les scinder en établissements plus petits. Je ne pense pas que ce soit la solution idéale dans la mesure où les petites banques pourraient reproduire les erreurs des grandes banques et créer le même type de problèmes. Je considère plutôt qu'il faudrait mettre en place des garde-fous à l'intérieur du système : on pourrait par exemple imposer des matelas de fonds propres plus importants pour que ceux-ci absorbent les erreurs éventuelles et empêchent qu'elles ne se propagent au reste du système. La solidité du système passe aussi par la pluralité de ses acteurs : si les banques répètent leurs erreurs, les autres intervenants – compagnies d'assurance, sociétés de capital-investissement ou hedge funds – pourront au moins tirer leur épingle du jeu. Compte tenu de l'état des finances publiques, nous ne pouvons pas nous permettre une autre crise de cette ampleur au cours des 35 prochaines années. Nous devons nous assurer que nous ne sommes pas en train de construire les prochaines crises.

Propos recueillis par
CofaMag

Agenda

Manifestations organisées par Coface

12 avril 2011

Toulouse

Contact Valérie Le Guen (tél : 0149 02 23 03)

Manifestations auxquelles Coface participe

29 mars 2011

Forum régional dédié à l'international

Centre de Conférence d'Orléans

Contact : Franck Corcos (tél : 02 38 50 10 33)

13 et 14 avril 2011

Classe Export

Le salon du commerce international

Marseille

Contact : Christian Allemand (tél : 04 91 99 00 50)

16 juin 2011

Planete PME

Le congrès des patrons de PME

Palais des Congrès - Porte Maillot Paris

Contact : Thaddée Tiberghien (tél : 01 47 52 43 70)

19 juin 2011

Vinexpo

Le rendez-vous mondial de tous les professionnels
des vins et spiritueux

Bordeaux

Contact : Jean Luc Herbulot (tél : 05 56 81 37 80)

Colloques Coface Risque Pays

23 mars 2011

Milan

3 mai 2011

Johannesbourg

12 mai 2011

Varsovie

31 mars 2011

Mexico

10 mai 2011

Vienne

7 juin 2011

Madrid

7 avril 2011

Buenos Aires

12 mai 2011

Mayence

8 juin 2011

Londres

19 avril 2011

Moscou

12 mai 2011

New York

Contact : Anne-Sophie Fournil (tél : 01 49 02 16 34)