

## EDITORIAL DU 21 JANVIER : LE DUR CHEMIN VERS LE DESENDETTEMENT

Selon les dernières prévisions du FMI, l'endettement américain devrait approcher de 100% du PIB, à la fin de 2010 et dépasser ce seuil en Europe, dès 2012, alors que le ratio dette publique/PIB atteint déjà 190% au Japon. Ces chiffres sont historiquement dans « le haut de la fourchette » et paraissent atteindre la limite, au-delà de laquelle la situation pourrait devenir véritablement incontrôlable. A titre d'illustration, 1 000 milliards d'euros devraient être émis par les pays de la zone euro en 2010, auxquels s'ajoutent 2 000 milliards de dollars pour les Etats-Unis. Déjà les primes de risque commencent à se tendre, y compris entre les pays bénéficiant encore d'une notation AAA : le Royaume-Uni paie 50 points de base de plus que l'Allemagne (cf. les taux de prime des CDS sur les dettes souveraines) et le différentiel entre les USA et l'Allemagne, qui était nul en juin 2009 atteint désormais 45 points de base, en défaveur des Etats-Unis. Et ce n'est qu'un début. On peut donc anticiper une hausse des taux longs qui vont aggraver les charges financières des Etats donc de leur dette future.

Si on rajoute la dette privée, en hausse également, on obtient des chiffres encore plus alarmants : aux Etats-Unis, le cumul de la dette publique et de la dette privée totale représente déjà 350% du PIB !

Comment se désendetter ? La réponse traditionnelle réside dans l'inflation, solution qui a été utilisée, par exemple, pour faciliter le désendettement des Etats, après la seconde guerre mondiale. Mais la situation actuelle est différente. D'une part, il est difficile d'initier une inflation par les salaires, dans un contexte où le chômage est en progression partout, contrairement aux années 50. D'autre part, la mondialisation limite mécaniquement la hausse des prix des produits de l'économie concurrentielle (les importations de biens en provenance des pays émergents sont un frein permanent à cette hausse). Quant aux services ou aux produits non concurrencés, leurs prix resteront sages, car la demande est négativement affectée par la stagnation du pouvoir d'achat. Par conséquent, les liquidités disponibles (surtout dans les classes aisées) ont tendance à se diriger vers les actifs financiers (actions, matières premières, or, immobilier, etc.), sans que la hausse du prix de ces actifs ne se transmette vers les biens et services. On constate donc que l'inflation ne se décrète pas !

Autre piste : les moratoires sur les dettes souveraines. Cette solution a souvent été utilisée, au cours de l'histoire. Récemment, ce sont plutôt les pays émergents qui ont eu recours à cet échappatoire, souvent en parallèle avec des financements à taux préférentiel octroyés par le FMI. Sauf que le Fonds Monétaire International fournit des prêts « conditionnels », c'est à dire avec des contraintes attachées, telles que des réformes économiques drastiques, une dévaluation de la monnaie, une politique d'austérité, etc. C'est la potion qu'ont dû subir l'Asie du Sud-Est en 1998-1999 et l'Argentine en 2001.

En ce qui concerne les pays développés, l'affaire est beaucoup plus délicate. Aucun n'est prêt à faire appel au FMI, compte-tenu des conditions imposées qui viennent limiter la souveraineté nationale. Le dernier à avoir fait appel au Fonds est la Grande-Bretagne, avant l'arrivée de Madame Thatcher et aucun autre Etat développé n'a voulu recommencer l'expérience. Cependant, la situation actuelle est beaucoup plus difficile. Déjà certains petits pays développés ont craqué : l'Islande, la Grèce, les pays Baltes, le Portugal. L'Espagne est en point de mire (c'est déjà un plus gros morceau).

Cependant, si on écarte l'inflation (peu probable dans les prochaines années) et le recours du FMI, comment les pays développés vont-ils s'en sortir ? La voie naturelle au désendettement serait le retour à un excédent budgétaire primaire. Impensable, avec une économie anémiée et un chômage supérieur à 10% presque partout. Reste le défaut de paiement généralisé, qui toucherait évidemment les créanciers.

En ce qui concerne les dettes publiques américaines, celles-ci sont essentiellement localisées en Asie (Chine, Japon) et au Moyen-Orient. Quelles seraient les conséquences politiques d'une telle décision ? Quel serait l'impact sur le dollar ? Difficile d'anticiper la suite des événements.

En ce qui concerne la France, notre première ligne de défense est la zone euro. Mais nos partenaires principaux (Grande-Bretagne, Italie ou même Allemagne) ne sont pas dans une situation plus enviable. On a du mal à envisager alors ce que pourrait faire la B.C.E, dont la vocation est plutôt la politique monétaire, ou la Commission de Bruxelles (qui n'a pas les moyens financiers de sa politique), si le crédit de notre pays n'était plus suffisant pour emprunter sur les marchés.

Pour terminer, on constate que seul un retour de la croissance pourra nous permettre de même qu'aux autres Etats développés, d'enclencher un processus de désendettement efficace, à travers une amélioration de la situation budgétaire. C'est donc à une course de vitesse à laquelle nous sommes confrontés : la croissance reviendra-t-elle suffisamment tôt pour éviter une explosion de la dette mondiale, aux conséquences imprévisibles ?

Bernard MAROIS  
Professeur Emérite HEC  
Président du Club Finance HEC