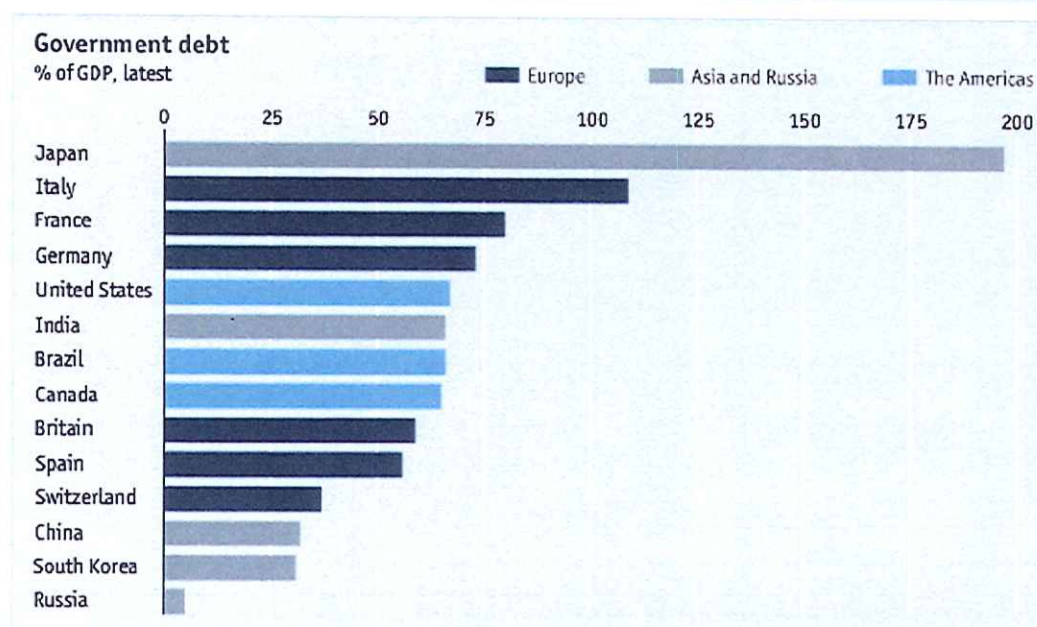


COMMENT GOUVERNER A GAUCHE EN 2012 ?

**COMMENT AFFRONTER LES CRISES DE
SOLVABILITÉ DES ÉTATS EUROPÉENS ET
LE RETOUR DE LA « CONTRAINTE EXTÉRIEURE » ?**

L'ENDETTEMENT DES PAYS ÉMERGENTS SE RÉDUIT, CELUI DES PAYS RICHES DEVIENT HORS CONTRÔLE



Source: McKinsey

- Les pays pauvres financent les déficits des pays riches.
- Combien de temps les occidentaux bénéficieront-ils des meilleurs notes de crédit ?
- Les occidentaux feront-ils défaut sur la dette détenue par les pays émergents ?

QUAND LA CHINE NOUS NOTE

Les Etats vus par S&P

AAA	Australie, Autriche, Canada, France, Luxembourg, N ^{elle} Zélande, UK, Allemagne, USA
AA+	
AA	Chili, Japon, Espagne
AA-	
A/A+	Chine, Irlande, Italie, Corée du Sud, Malaisie, Mexique, Afrique du Sud
A-	Portugal, Thaïlande
BBB	Brésil, Inde, Maroc, Russie
BB+	Grèce
BB	

Les Etats vus par Dagong

	Norvège, Danemark, Luxembourg, Suisse, Singapour, Australie, N ^{elle} Zélande
	Canada, NL, Chine, Allemagne
	Arabie Saoudite, USA
	Corée du Sud, Japon, UK, France
	Espagne, Afrique du Sud, Malaisie, Russie, Chili
	Italie, Brésil
	Inde, Mexique, Thaïlande
	Nigéria, Venezuela, Egypte
	Grèce

LES SURPRISES DU MARCHÉ DES CDS - PRIX DE MARCHÉ D'UNE ASSURANCE CONTRE LE DÉFAUT (BLOOMBERG 23/11/10)

0,3%: EXXON, PROCTER & GAMBLE

0,4%: **Allemagne, USA, Australie**, COCA COLA ,SONY,

0,5%: KRAFT FOODS, PFIZER

0,6%: **Chine, UK**

0,7%: **Malaisie**, DANONE

0,8%: **République Tchèque, France**

1,1%: **Brésil, Mexique**

1,4%: **Russie**, GE, SOCIETE GENERALE, PETROBRAS

2,4%: ARCELOR MITTAL

3,0%: **Espagne**

4,8%: **Portugal**

5,7%: **Irlande**

10% : **Grèce**

11%: **Venezuela**

27%: ANGLO IRISH BANK

CE QUE DISAIT L'ÉCONOMIE TRADITIONNELLE

- **Plus on est riche, plus on paie ses dettes. Tout ce qui est au Nord est plus sûr que ce qui est au Sud.**
- **Les dettes publiques sont les plus sûres. Les Etats riches ne peuvent pas faire faillite.**
- **Les banques, pour protéger leurs déposants, doivent avoir du capital en excès, investi dans les titres d'Etats (AAA, 0 Cooke).**
- **Les entreprises industrielles comportent des risques supplémentaires par rapport aux Etats et aux banques, qui se mesurent par l'écart de taux de leur dette, ou le marché des CDS.**

CE QUE NOUS DIT LE MARCHÉ DES CDS

- **Certaines grandes multinationales, notamment celles qui ne dépendent pas des Etats, sont plus sûres que les meilleurs Etats.**
- **Beaucoup d'entreprises, clientes des banques, sont plus sûres que leurs banques.**
- **Le Brésil et le Mexique plus sûrs que l'Italie et l'Espagne.**
- **L'Etat français un peu moins sûr que Danone et constitue un risque plus proche du Mexique que de l'Allemagne.**
- **La Grèce est un risque aussi spéculatif que le Venezuela.**

LA ZONE EURO : UNE UNION À MONNAIE FORTE...

La tension de base issue du rapport Delors et traités européens

- Un transfert de souveraineté dans le domaine monétaire
- Mais les Etats restent souverains sur leurs budgets
- Risque du « passager clandestin »

... OÙ LES ETATS PEUVENT FAIRE FAILLITE

Trois réponses :

- Un principe: « no bail out ». Pas de plan de sauvetage. Les investisseurs doivent mesurer leur risque.
- Une interdiction : La Banque centrale n'achètera pas de titres d'Etat, par création monétaire. Principe légèrement contournée en 2010.
- Un mécanisme de précaution : Les critères de Maastricht.

INTÉGRER LA ZONE OU LAISSER LES ÉTATS FAIRE FAILLITE : UNE HÉSITATION QUI NE DATE PAS D'HIER

Laisser les Etats faire faillite

Fixer des règles
contraignantes pour prévenir
les défauts

No bail out

Maastricht

Critères de Maastricht /
Pacte de stabilité

Chirac / Schröder

« abandonnent » le pacte de
stabilité

On doit sauver la Grèce – Les
pays du Nord demandent des
sanctions contraignantes

Compromis de Deauville

- Amendements minimaux au Traité
- Pas de sanctions automatiques
- L'Allemagne demande que le secteur privé prenne sa part des prochains efforts (= défaut)

On doit sauver l'Irlande

LES CRITÈRES DE MAASTRICHT ÉTAIENT SIMPLISTES, MAIS ROBUSTES

- Cap à 3% des déficits : 3%, l'écart moyen des soldes entre haut et bas de cycle.
- Cap à 60% de la dette : le niveau jusqu'où la dette ne croît pas toute seule si les autres recettes et dépenses s'équilibrent.

Exemple :

- Recettes – dépenses = 0 (solde primaire)
- Charge de la dette à 60% x 5% intérêt = 3%

→ Le déficit est de 3%, la dette augmente de 3% mais le PIB en valeur augmente d'au moins 3% (inflation + croissance), donc ne croit pas en % du PIB

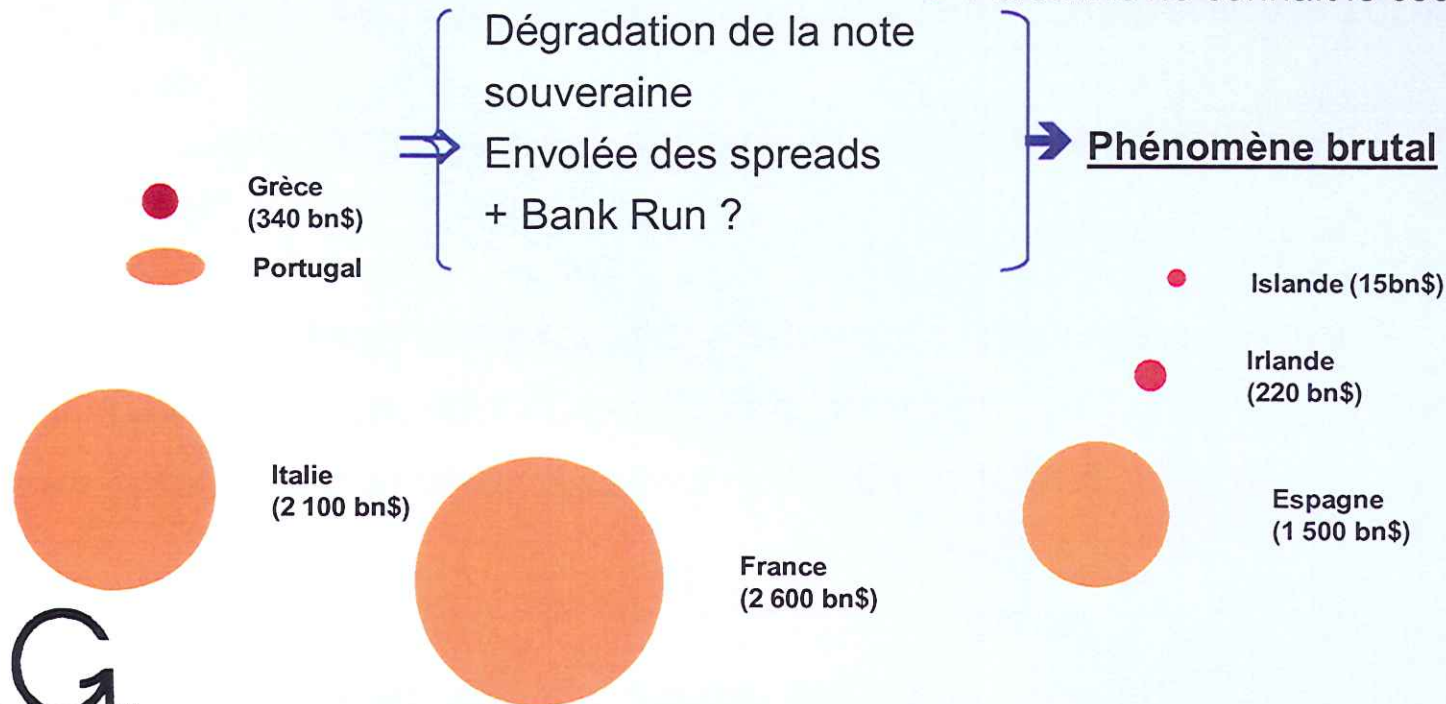
LES DEUX CRISES SOUVERAINES

L'Etat obèse

- Dépenses, déficits, dette élevées, recettes peu élastiques
- Le degré de rigueur pour uniquement pour stabiliser la dette devient insoutenable

Les banques zombies

- Finances publiques saines en apparence, mais dette privée élevée
- L'Etat forcé de socialiser la dette privée pour sauver les banques
- Personne ne connaît le coût ultime



FRANCE-ITALIE : LE JURY EST OUVERT

- Une note souveraine meilleure pour la France : AAA vs. A+
- Une dette publique plus élevée en Italie : 115% vs. 90 % de PIB
- Des banques relativement épargnées dans les deux pays

Mais :

- Le déficit de la France est plus élevé que celui de l'Italie depuis 2006.
- **L'Italie a dégagé un excédent primaire sur presque toute la décennie, alors que la France est en déficit primaire depuis 2002.**
- Les prélèvements obligatoires sont déjà très élevés dans les deux pays.
- La dépense publique est rigide en France.

⇒ **Une affaire d'appréciation politique ; celle de la spéculation au moment de la crise**

SIGNES AVANT COUREURS : LES PROPHÈTES

Attention aux prophètes de malheur crédibles, ils déclenchent des prophéties auto-réalisatrices

NourielRoubini, 19/11/210, sur CNBC

«Les finances publiques de la France ne sont pas en meilleur état que celles des pays surendettés de la zone euro, comme la Grèce ou l'Irlande»

*« Les français n'ont rien fait d'un point de vue structurel, ... politiquement ils sont limités dans leur capacité à faire des réformes. C'est juste qu'ils n'en sont **pas encore** au même point que les pays ayant des difficultés à se refinancer sur les marchés de la dette.»*

ET LES FRANÇAIS LE SAVENT !

Sondage : «pensez-vous qu'il est probable que votre gouvernement fasse défaut dans la décennie à venir (incapacité à rembourser la dette contractée sur les marchés financiers)»FT, Harris Poll, mai 2010

	<u>Probable</u>	<u>Improbable</u>	<u>NSP</u>
France	53	27	20
USA	46	33	21
Italie	40	29	21
Espagne	35	34	21
Allemagne	28	43	29

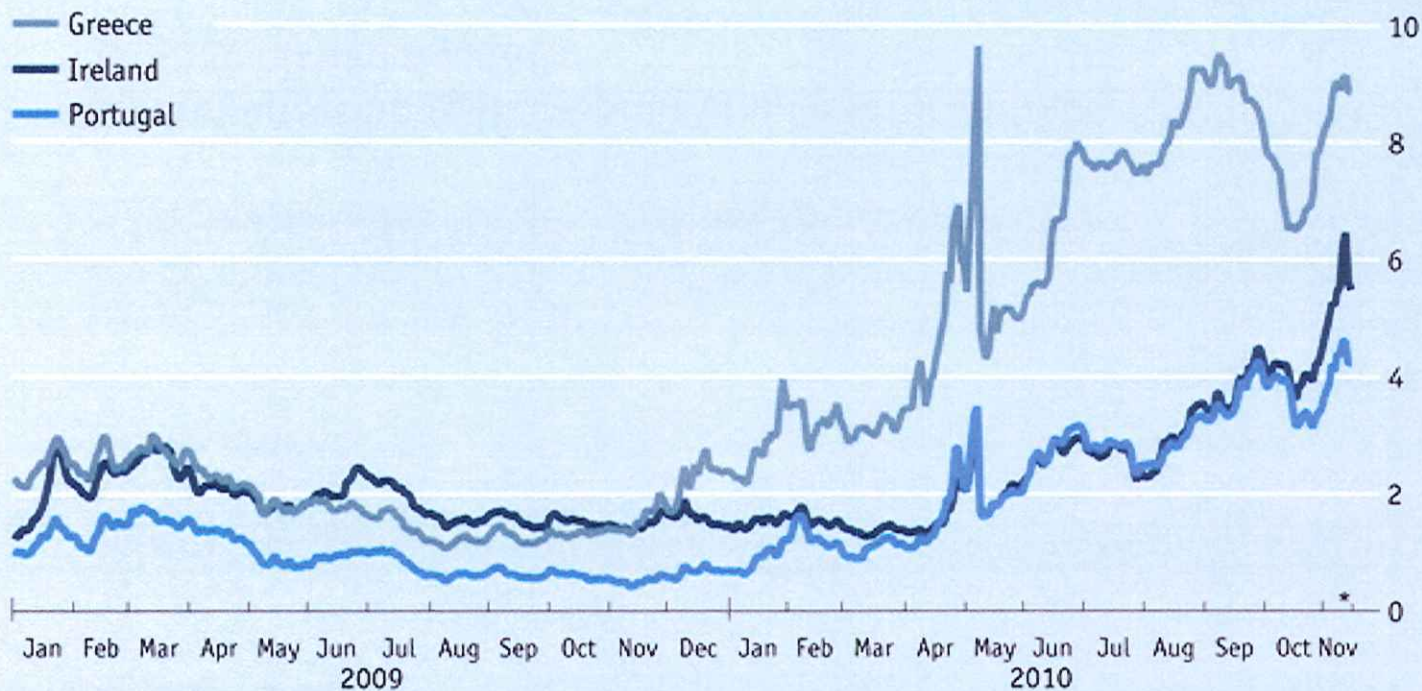
(A corriger, bien sûr, du pessimisme des français dans toutes les études internationales)

LES LEÇONS DE LA GRÈCE

La perte de confiance des marchés se produit brutalement

Government bonds

Ten-year government-bond spreads over German Bunds, percentage points



Source: Bloomberg

*November 15th intraday

LES LEÇONS DE LA GRÈCE

A ce point de crise

- Le déficit primaire était huit fois plus élevé que l'Argentine en 2001, 8,5 % du PIB => Même en répudiant la dette, il faudrait contracter immédiatement les dépenses de l'Etat de 9% du PIB (25 % des dépenses) pour payer fonctionnaires.
- La dette était de 120 % du PIB (deux fois l'Argentine): pour la stabiliser, avec 2% de croissance et 2 % d'inflation, il faut un excédent primaire de 2% du PIB si les taux sont à 5%, de 7% si les taux sont à 10%
- Soit un effort budgétaire pour stabiliser la dette de 10 à 15% du PIB, selon le niveau des taux

Qui l'a déjà fait ?

UN SCENARIO POSSIBLE: DÉFAUT DE CERTAINS ETATS, PAS DE L'EURO

- **L'éclatement de l'Euro est impraticable pour les Etats en dehors du « cœur », et dangereuse pour l'industrie exportatrice allemande.**

- **Les amendements au Traité préparent des défauts « sous contrôle ».**

- **Les Etats restructurant leur dette perdront accès aux marchés, les Etats endettés paieront des primes de risque. Tout le monde devra revenir à l'excédent primaire.**

- **A moyen terme, deux zones concentriques:**
 - **L'« euro-core » constitué des Etats solidaires acceptant les disciplines de Maastricht et une certaine dose de fédéralisme budgétaire.**
 - **les Etats « utilisant l'euro » qui pourront faire faillite.**

ET SURTOUT, «SORTIR DE L'EURO»

- **La sortie de l'euro est une simple modalité du défaut**: la dette publique est en euros, la sortie de l'euro ne fait qu'accroître son montant en monnaie nouvelle.
- **Qui ajoute un défaut du secteur privé** à un défaut **du secteur public** : la dette du secteur privé est en euros, vis-à-vis des non résidents, voire des résidents. Explosion du coût de dette du secteur privé.
- **Qui pose des problèmes pratiques considérables** : comment faire accepter une nouvelle monnaie dans un Etat en faillite, alors que subsisterait l'euro, **sans un contrôle** des frontières **«à l'albanaise»** ?
- **Qui génère de nouvelles inégalités** : les riches auront transféré avant dans des SICAV en « euro-marks », des banques à l'étrangers, des actions... L'épargne des pauvres s'effondrera.
- **Qui accroît immédiatement le coût des importations** (30% du PIB) et seulement dans la durée la compétitivité des exports.

N'est ce pas plutôt l'Allemagne qui risque de réfléchir à sortir de l'euro ?

ET LES «VISITEURS DU SOIR» CONTINUERONT DE SUSSURER : « C'EST LA FAUTE À ...

➤ **... la spéculation** » :

NB: la « spéculation » a payé les salaires des fonctionnaires en novembre et décembre pendant 20 ans.

➤ **... la mondialisation** »

NB: les étrangers ont payé 67% des déficits, ils détiennent 67% de la dette (contre moins de 20% au début de la décennie).

➤ **... l'Allemagne** »

NB: qui n'a pas assez de dette ?

➤ **... le FMI** »

NB: qui ne met pas assez le Sénégal à contribution ?

➤ **... l'euro** »

qui a permis en effet trop de déficits, trop de dettes, à des taux trop bas... Il fallait le dire avant ...mais seuls les allemands le disaient.

DES DILEMMES À RÉSOUDRE EN QUELQUES JOURS, OU SEMAINES DE CRISE

- Etat cible : une seule stratégie à jouer : **HUMAN BOMB**
- La BCE : monétiser ou pas une partie de la dette publique de l'Etat cible, ce qui est en principe interdit ? inflation vs. stabilité bancaire

Impact potentiel énorme : la dette d'un Etat du « cœur » = 1.500 Md€ à 2.000 Md€, soit 15% du PIB de l'Union.

- L'Allemagne et les pays du « cœur » non attaqués : soutenir ses banques ou soutenir l'Etat du « cœur » en faillite ? Le piano ou le tabouret
- Le FMI : quelles ressources mobiliser ? Faire payer les pays pauvres ou les pauvres des pays riches ? Quelles conditionnalités ? Stabilité financière vs inflation vs aléa moral
- Chine/pays pétroliers : Quels actifs saisir ? Quelles contreparties politiques ?

QUE SE PASSE-T-IL SI UN GRAND ÉTAT DU « CŒUR » NE PEUT PLUS REFINANCER SA DETTE ?

Impacts immédiat dans tous les cas :

- Les taux d'intérêt de l'Etat cible montent au ciel. Plus aucun plan d'austérité ne boucle l'équation des comptes publics.
- Le système bancaire de l'Etat cible explose => exposition des banques en titres d'Etat domestiques => perte de confiance dans les banques.
 - Assurance Vie : Choix entre perte de valeur des contrats en euros ou faillite des assurances.
 - NB : le reste du CAC 40 pas plus affecté que le reste du monde.
- Propagation du risque systémique vers le système bancaire des autres pays (2 Etats du « cœur » = 1 crise des subprimes)

CONSEQUENCE: si l'Etat cible est en déficit primaire, on ne peut plus payer les fonctionnaires

TOUS LES RISQUES CONVERGENT VERS 2012/2013

- **Risques de non ratification des amendements en cours au Traité.**
- **Risques liés à la Cour Constitutionnelle allemande.**
- **Risques d'épuisement ou de non renouvellement du Fonds Européen de Stabilité Financière.**
- **Arrivée a terme des plans de soutien existants.**
- **Forte probabilité que la « restructuration » de la dette grecque aura déjà eu lieu.**
- **Divergence probable au cœur de l'Europe entre les Etats qui auront engagé des programmes d'austérité et les autres.**
- **Risques liés à la campagne électorale français.**

LE FONDS DE STABILISATION EUROPÉEN N'EST QU'UNE RÉPONSE PARTIELLE

- Le dispositif permet de mobiliser 440 Md €.
- Mais seule compte la part des Etats contributeurs AAAA, et il faut sur-collatéraliser : 200Md€ à 300M€ + FMI ?
- Le jour où une grande économie (par exemple la France) perd son AAA, le système ne marche plus => l'Allemagne décide seule.
- Le dispositif ne traite au mieux que deux ou trois petits Etats, pas un grand Etat.
- Le fonds ne couvre que les tombées de dette pour 2 à 4 ans, ensuite l'Etat concerné doit retrouver l'accès aux marchés.

OÙ EN SONT LES AUTRES PAYS EUROPÉENS ?

	Déficit primaire	Dette/PIB	Excédent à dégager si taux			Effort pour stabiliser la dette (%PIB)
			3%	5%	7%	
France	-5.4%	83%	-1	+0.6	+2.3	<u>5% à 8%</u>
Allemagne	-2.2%	76%	-1.2	+0.3	+1.8	<u>1% à 4%</u>
Italie	-0.6%	116%	+0.6	+2.3	+5.2	<u>0% à 5%</u>
Espagne	-7.6%	66%	-1.5	-0.2	+1.1	<u>6% à 9%</u>

La dette française n'est pas la plus élevée.

Mais c'est la plus dynamique...

Et c'est là où l'effort doit être le plus puissant

L'AVENIR PROBABLE DE LA GRÈCE

- Un effort d'austérité immense.
- Faire la moitié du chemin permettrait au moins de rétablir l'équilibre primaire...
- et donc de «restructurer» la dette...
- qui déjà ne cote à 10 ans que 50 % de sa valeur faciale.
- Ce ne sera que le quatrième défaut en 150 ans

Qui aura gagné, qui aura perdu au plan EU/FMI ?

Gains

- Les Grecs : l'aide aura permis d'atteindre une restructuration à froid et de maintenir la continuité des services collectifs
- Les porteurs d'obligation : les 2/3 premières années remboursées normalement
- Les banques européennes qui ont sauvé leurs créances compromises

Financement

- Les autres Etats européens auront payé la dette pendant 3 ans
- Le FMI
- La BCE qui aura racheté aux banques des obligations grecques

LES LEÇONS DE LA GRÈCE : ON NE REGARDE PAS ASSEZ LE DÉFICIT PRIMAIRE

- **Déficit primaire = déficit (recettes - dépenses) hors charge d'intérêts. C'est le déficit primaire et sa variation qui ont un impact sur la croissance.**
- **Tout déficit doit être financé par un accroissement de dette.**
- **L'Etat qui perd accès aux marchés et n'a pas de déficit primaire n'a besoin de lever de la dette que pour refinancer les remboursements de l'ancienne. Sa faillite est d'abord le problème de ses banquiers.**
- **Mais l'Etat qui a un déficit primaire a besoin des marchés pour payer les fonctionnaires. Il n'a même plus les moyens d'être populiste.**