

Le risque obligataire très sérieux des pays à croissance insuffisante

La croissance est installée. Après les excès de pessimisme on va forcément aller dans l'optimisme exagéré. On y est peut-être déjà. En tout cas, cela demande de faire un point. Cette croissance est réelle, mais est loin de s'emballer. Aux Etats-Unis, le premier trimestre sera très faible, sans a priori retrouver toutefois les -2,2 % de la même période l'an dernier. La moyenne des économistes table sur une expansion de l'ordre de 3 % cette année, et une érosion en 2016. En Europe et au Japon, on est encore loin de ces chiffres, et les attentes pour la zone euro sont inférieures à 2 % pour cette année et guère supérieures pour 2016. Au Japon, le redémarrage des exportations a pris le relais d'une consommation qui a subi le relèvement des taux de TVA, et l'objectif modeste de 1,5 % de croissance apparaît réaliste.

Il n'y a pas de brutalité dans cette sortie de crise, c'est le moins qu'on puisse dire. Plutôt une convergence dans l'expansion modeste entre les pays développés en ordre derrière les Etats-Unis, et avec la catégorie solide des émergents derrière la Chine.

Le cycle passera par l'Europe et le Japon ou s'essoufflera

A ce stade, un rappel s'impose. Le dynamisme américain ne peut pas suffire à entraîner un cycle mondial au moment où le moteur chinois est de moins en moins puissant. L'Europe et le Japon pèsent nettement plus lourd que les Etats-Unis : 30 % du produit intérieur brut mondial (en comptant les pays de l'Union Européenne ne faisant pas partie de la zone euro) contre 19 %.

Une des leçons qui a été tirée de la crise de 2007/2008 est qu'un trop gros écart de croissance entre pays ayant un stock de richesse et pays en développement entraîne une forte instabilité. Cela ouvre la place aux spéculations les plus tendues et à des constitutions de bulles financières dangereuses.

L'Europe et le Japon ont maintenant le devoir d'entrer de plain-pied dans le mouvement de croissance. On connaît les atouts et les freins assez communs entre le Japon et l'Allemagne : démographie déclinante, haut niveau de vie, recours à l'exportation pour croître. L'Europe est mieux placée avec le complément des pays (très) riches que sont la France et l'Italie, et du dynamisme post-récession de satellites comme l'Espagne, le Portugal ou l'Irlande. En ajoutant les apports (pas tous porteurs) du modèle particulier de la Grande Bretagne, très axé sur les services (en particulier financiers).

Le cycle traversera l'Atlantique ou le Pacifique ou ne sera pas. Le diagnostic est d'ailleurs fait par les américains eux-mêmes. Dans le cas contraire auraient-ils accepté sinon organisé la réévaluation de leur monnaie?

Le ratio de finance publique le plus important : le seuil de croissance pour le désendettement

Le dollar a fait le travail de la Réserve Fédérale qui, ainsi, n'a pas encore besoin de sortir l'arme du relèvement des taux directeurs pour gérer la croissance. Le report de

ce programme de l'institut d'émission – à la fin de l'année ou même au début 2016 – confirme l'efficacité de ce traitement passant par les changes.

C'est une bonne nouvelle pour les marchés financiers, puisque les taux d'expansion se rééquilibrent avec cette hausse du billet vert. Mais cela ne doit pas occulter l'analyse des faits : la crise de 2007/2008 était une crise d'endettement excessif et elle a été gérée par augmentation des dettes, et transfert de ces dettes. Les Etats ont cotisé cher pour que la récession ne tourne pas à la dépression. Mais ont cotisé en tirant des chèques sur l'avenir.

A force de multiplier les ratios de finances publiques, en particulier ceux des dogmes du traité de Maastricht, on a peut-être perdu de vue le principal. Une étude récente des spécialistes d'Amundi cite une analyse du cabinet McKinsey qui évalue le taux de croissance nécessaire pour que les Etats se désendettent. Bien sûr le stock de dette est un élément de base, mais le profil de l'économie et la gestion fiscale entraîne de fortes différences et même une concentration de risques.

Une croissance de 1,6 % suffit à l'Allemagne pour se désendetter. Le taux est limité à 2,2/2,3 % pour l'Italie et la Grèce. La norme est autour de 3 % (un niveau possible), pointés aux Etats-Unis comme au Japon, en Irlande ou aux Pays-Bas. Le risque apparaît avec des niveaux qui aujourd'hui sont très difficiles à anticiper : 4 % pour le Portugal et la France, 4,7 % pour le Royaume Uni, 5,5 % pour l'Espagne.

Pour ces deux derniers Etats, on est loin d'avoir calé les risques et les taux d'intérêt pratiqué ne les prennent pas en compte.

La gestion politique, la fiscalité et la monnaie vont se régler sur la « croissance minimale pour la finance »

Le transfert des dettes vers les Etats implique que le taux de croissance d'un Etat est devenu un risque obligataire. La superbe ignorance britannique vis à vis des nécessaires équilibres (et à un degré moindre celle de la France) trouvera forcément ses limites, comme ce sera le cas pour l'injection massive et généralisée de liquidités par les grandes banques centrales.

Le stade du retour à une croissance timide ouvre une période de gestion très pointue entre les mesures récessives (baisse des dépenses publiques et hausse de la fiscalité) et le soutien à l'économie. Le risque obligataire public qui devient celui d'une hausse des taux d'intérêt (avec ses effets sur les finances publiques des pays endettés) s'impose comme un critère de base des politiques économiques monétaires et fiscales. La France évidemment et le Royaume-Uni ne sont pas en cause, du moins pour le moment. Mais davantage que la question grecque, l'Espagne et le Portugal qui creusent encore leurs trous, peuvent déstabiliser l'ensemble à coup de krach obligataires.

Les ratés de croissance auraient des conséquences financières trop dangereuses pour qu'on n'essaye pas de les éviter. Les Etats-Unis ne peuvent rien tous seuls, mais le relais allemand est-il prêt à être pris ?