

JACQUES MISTRAL

Conseiller spécial à l'Ifri

Merci Jean-Claude. Mes remarques rejoignent ce qu'a dit Jeff même si elles seront, si je puis dire, d'ordre plus pratique. Ma réflexion porte sur l'évaluation des risques à l'heure actuelle, et je me concentrerai sur les perspectives des mois à venir.

Depuis environ 2 ans, l'euro est au centre de l'instabilité financière globale. Il y a un an, nous étions même sans doute très proches de l'abîme. Jean-Claude l'a dit, c'était déjà le cas à l'automne 2008 après Lehman Brothers ; cela s'est répété l'année dernière, avec la crise de la dette souveraine dans la zone euro. Sur la couverture de son numéro de décembre 2011, *The Economist* se posait la question : « Est-ce la fin ? ». Il est bon de constater aujourd'hui que nous naviguons dans des eaux beaucoup plus calmes. Ce calme annonce-t-il de nouvelles tempêtes ? C'est ce que j'aimerais vous présenter brièvement.

Ce n'était pas la fin, non. Les prédictions de nombreux articles de la presse financière, la vision véhiculée par de nombreuses couvertures de *The Economist*, se sont avérées fausses. Ce n'était pas la fin, et c'est un aspect qui mérite d'être souligné. Jean-Claude le répète depuis des mois, le fait est que nous n'avons jamais fait face à une crise de l'euro : le taux de change entre l'euro et le dollar est toujours resté proche, disons de 1,30. Compte tenu de l'humeur des marchés financiers, nous aurions plutôt dû observer une période de déclin considérable de l'euro. Nous nous souvenons de ce à quoi ressemble une période de déclin considérable de l'euro. Nous savons que cela peut se produire. Au début de cette histoire, au début de la décennie, l'euro s'échangeait à 0,88 USD. Mais cela ne s'est pas reproduit. Ce qui signifie que l'attractivité de l'euro reste inchangée, que la demande pour l'euro, en tant que devise internationale, est restée en cette période de crise aussi soutenue qu'elle l'avait été.

Les raisons de cette stabilité, si éloignée de l'idée d'une devise en plein effondrement, sont qu'un taux de change ne révèle pas seulement des choses sur un aspect de l'équation, l'euro, mais sur les deux volets de l'équation, l'euro et le dollar. Pour comprendre cette stabilité du taux de change, nous devons non seulement nous intéresser à l'euro et à la difficile gestion de la crise, mais aussi prêter attention à l'autre volet de l'équation, et, par conséquent, à la gestion du dollar.

Ce qui s'est passé à Washington au cours de la même période peut raisonnablement être considéré comme un blocage politiquement dangereux par les principaux investisseurs internationaux, du moins par ceux situés en dehors de Londres et de Wall Street. Je mentionnerai seulement deux épisodes, le premier étant le « compte à rebours avant la fermeture » du gouvernement américain en mai 2011. J'ai toujours été curieux de savoir comment l'ambassadeur chinois à Washington envoyait des télégrammes à Beijing en mandarin pour expliquer que le gouvernement de la première puissance mondiale se préparait matériellement à fermer un vendredi soir à minuit. Je ne connais pas la réponse, mais ayant moi-même écrit de nombreux télégrammes en français à mon ministère, je peux imaginer la difficulté pour l'ambassadeur chinois d'envoyer cela à son gouvernement. Puis est survenu l'épisode le plus dramatique du plafond de la dette en août 2011, quand la première puissance financière mondiale s'est retrouvée au bord de la cessation de paiement.

Ce contexte étant posé, abordons maintenant la situation actuelle et explorons les risques pour l'avenir. J'aimerais d'abord ajouter aux commentaires sur les États-Unis et la zone euro quelques mots sur le Japon. De mon point de vue, la situation japonaise a évolué de manière significative ces derniers mois. En raison de ses réserves très importantes et de sa balance extérieure très excédentaire, le Japon n'était pour l'instant jamais considéré comme exposé à un quelconque risque systémique, alors même qu'il est probablement le pays le plus problématique qui soit compte tenu de l'étendue de sa dette ; il s'agit du pays le plus industrialisé compte tenu de sa taille. Le Japon défie depuis longtemps les lois de la pesanteur. Néanmoins, les choses évoluent. Pas de manière dramatique mais elles évoluent et je tiens ici à vous présenter un autre problème éventuel qui était absent par le passé. La gestion des questions financières au Japon est récemment devenue plus difficile en raison du risque d'inversion des taux d'intérêt, de conditions plus onéreuses pour le Trésor japonais, d'une forte augmentation de l'exposition des banques à la dette

souveraine japonaise et, par conséquent, de la possibilité d'interruptions dans les relations interbancaires, en fonction de leur exposition à cette dette. Je pense que ces aspects intègrent le nouveau paysage financier même si, bien entendu, il ne s'agit pas d'un des problèmes fondamentaux.

Pour revenir à la zone euro, comme je l'ai dit au début, nous sommes désormais dans des eaux plus calmes. Cette amélioration est souvent attribuée aux paroles prononcées par Mario Draghi en juillet, déclarant vouloir « faire tout le nécessaire pour sauver l'euro ». Ces mots ont été et restent encore un volet important de l'histoire. Mais cette déclaration audacieuse ne doit pas être prise isolément, il existe une relation dialectique continue entre la posture et les actions de la Banque centrale européenne d'un côté et la vision et les décisions des gouvernements de l'autre. Le récent engagement de Draghi a été rendu possible uniquement parce que les gouvernements ont eux-mêmes confirmé leur volonté de faire tout le nécessaire pour construire une union monétaire plus résistante et renforcer l'intégration. Je fais ici référence plus particulièrement au rapport des « 4 présidents », que beaucoup ont considéré comme rhétorique mais qui est en fait tout sauf rhétorique. Pour la première fois dans la gestion de la crise, les gouvernements européens ont anticipé les mouvements du marché. Jusqu'en juin, ils étaient toujours en réaction. En juin, pour la première fois, ils étaient en avance, en donnant une vision de ce qu'une union monétaire perfectionnée serait au sein d'un cadre visible, disons dans dix ans ou une échéance de cet ordre. Ce changement extraordinaire, associé à l'engagement de la BCE, expliquent pourquoi nous naviguons dans des eaux plus calmes. La réussite ne saurait être tenue pour garantie, les faiblesses restent très présentes, de même que le danger d'une fragmentation du système financier européen. Il existe également des problèmes nationaux et je ne sous-estimerai pas le rôle de la France dans ce processus. Même en étant dans des eaux plus calmes, et en faisant face à des problèmes très lourds, le principal risque pour l'Europe et la zone euro serait l'autosuffisance.

Enfin, pour revenir aux États-Unis, les perspectives sont dominées par le débat sur la fiscalité, qui est fréquemment commenté par le filtre de deux principaux gros titres. Le premier, la scène politique habituelle. Le second, qu'il pourrait s'agir du commencement d'une immense catastrophe. Pour faire court, je dirais que je ne partage aucun de ces deux points de vue. Je ne pense absolument pas que le débat puisse être synthétisé de manière appropriée comme un enjeu purement politique. Il s'agit de fait d'une question très politique et sociale pour les États-Unis de décider dans quelle direction aller à l'avenir. La campagne a illustré la distinction entre deux versions contradictoires de l'Amérique. À l'instar de ce qui s'est passé en 2011, avec la cessation de paiement du gouvernement et le débat sur le plafond de la dette, il sera extrêmement difficile de parvenir à un compromis avant le 31 décembre. Le risque existe qu'aucun compromis ne soit atteint avant cette date. Dans ce cas, nous sauterions par-dessus le mur budgétaire. Serait-ce une tragédie ? Non, car au 2 janvier, rien ne changerait sur le plan matériel. Les ménages ne paieraient pas plus d'impôts. Les dépenses ne seraient pas réduites de manière significative dès le premier jour. En tant que tel, sauter par-dessus le mur budgétaire ne fait que créer un nouveau contexte dans lequel, pour la première fois, la décision du Congrès à l'égard des principaux problèmes financiers du pays sera prise dans des conditions qui sont positives pour le Congrès, car à cette date la décision ne sera plus de lever des impôts pour taxer les riches mais de les réduire pour 98 % de la population. Je pense qu'il s'agit d'un contexte prometteur, plus avantageux qu'un ajournement des décisions difficiles, et dans lequel Washington serait finalement en mesure de réduire le lourd facteur d'instabilité financière avec lequel nous vivons depuis de nombreux mois.

Enfin, ma conclusion est étonnamment assez similaire à celle de Jeff. J'ai adopté une approche très pragmatique et centrée sur les déterminants politiques des principales décisions financières. Je pense que nous avons une bonne chance, contrairement à ce que prétendent les pessimistes, d'entrer dans des eaux plus calmes, comme je l'ai dit, pour l'Europe et les États-Unis, après le traumatisme que j'ai brièvement décrit, non seulement pour quelques semaines mais bel et bien pour une période significative. Cette accalmie permettra aux décideurs de prendre des décisions fondées sur une meilleure évaluation et sur des compromis plus avantageux que lorsqu'elles doivent être prises sous le joug d'une pression financière, comme cela était le cas récemment. Il s'agit là d'une réelle opportunité, et j'espère qu'elle sera saisie.

Enfin, j'anticipe deux risques principaux. L'un, je l'ai dit, est que l'Europe s'autosatisfasse car des eaux plus calmes peuvent également alléger la pression qui pousse à agir. L'autre, qui rejoint ce que Marek Belka a dit, est que parvenir à une meilleure gestion des déficits publics un peu partout, introduirait des forces déprimantes dans l'économie mondiale. Marek l'a rappelé à propos de l'Espagne, nous savons tous qu'une croissance affaiblie rend la résolution des questions financières encore plus difficile. C'est pourquoi je rejoins Jeff pour dire qu'une coordination de la



politique macroéconomique dans les mois qui viennent afin d'éviter ce risque d'une nouvelle pente descendante en 2013 pourrait incarner la question la plus essentielle qui soit à l'heure actuelle. Merci.