

« *Personne ne sait rien...* »

Olivier Berruyer : Cette semaine, les communiqués officiels ont plu après l'accord européen... Alors, la Grèce est sauvée... ?



Jean Peyrelevade : Non ! Et les problèmes de la Grèce et plus généralement ceux de la zone euro ne sont pas réglés. Ce qui est provisoirement résolu, ce sont les prochaines échéances de la dette grecque. Mais il y a toujours plusieurs problèmes qui sont pendants dans la zone euro et qui restent entiers. Le problème majeur, à terme, c'est celui de la divergence des économies de la zone euro et de la division qui commence, je pense, à être bien comprise par les observateurs, entre l'Europe du Nord et l'Europe du Sud. L'Europe du Nord qui a un excédent de balance commerciale et une situation budgétaire acceptable et l'Europe du Sud en complet déséquilibre en termes de capacité de production. Et, de ce point de vue, la Grèce est un exemple extrême et donc, quel est le volet manquant sur le problème grec ? Quel est le volet manquant au niveau de la zone euro ? Sur le volet grec, clairement, ce n'est pas uniquement par l'imposition de mesures d'austérité

que l'on rétablira leur commerce extérieur, leur balance commerciale. Ils n'ont plus de base productive, ou quasiment plus à part le tourisme.

O.B. : *Tourisme qui est pénalisé par l'Euro fort...*

J.P. : Le tourisme ne se porte pas mal d'après les derniers chiffres, mais ils ont très clairement besoin d'une aide à l'investissement pour re-fabriquer progressivement une base productive. Ils ont certainement besoin d'investir d'ailleurs dans le tourisme qui est une de leurs ressources évidentes et d'investir dans un certain nombre d'industries dans lesquelles ils pourraient prendre une position exportatrice. Ce volet-là est complètement absent, et donc pour répondre à votre question initiale, tant que ce volet n'est pas rajouté au dispositif, la Grèce ne peut pas être sauvée. Je pourrais faire à peu près le même développement sur le Portugal, même si les choses sont moins dramatiques, car il a les mêmes problèmes structurels.

Deuxièmement, on voit bien que ce qui manque au niveau de la zone euro, c'est la capacité d'investissement transfrontière si je puis dire. C'est une aide donnée par l'ensemble de la zone euro à celles des régions qui en ont le plus besoin.

O.B. : *C'est-à-dire du fédéralisme budgétaire...*

J.P. : On va y venir, mais pour l'instant j'en suis juste à l'aide à l'investissement, de la même manière que la Banque Mondiale aide les pays les plus pauvres.

O.B. : *Oui, il existe une solidarité...*

J.P. : Une solidarité au moins dans l'optique du « je vous aide à vous développer », ce qui ne veut pas encore dire solidarité budgétaire. Cette première partie, qui est minimale, est totalement absente dans la zone euro.

Quand je dis que les problèmes de la zone euro ne sont toujours pas réglés, c'est qu'il y a, si je puis dire, une « absurdité congénitale » à la notion de monnaie unique avec une absence totale de solidarité vis-à-vis de la dette publique, ce qui oblige les états à converger complètement en termes de modèle économique, car cela signifie que plus aucun état ne peut supporter un déficit, que plus aucun état ne peut supporter une dette supérieure à celle des autres sans être immédiatement sanctionné par les marchés, qui ont maintenant compris que dès qu'un pays va déraiser, ils vont pouvoir sanctionner. Il y a dix ans, les taux d'intérêt étaient absolument identiques. Mais on leur a dit « Non, non, vous vous êtes trompés », eh bien, ils ont compris et maintenant dès qu'un état va diverger un tout petit peu « Boum », on sanctionne. On oblige donc les États à converger complètement alors qu'il n'y a aucun mécanisme de compensation économique, de solidarité économique ou de développement commun alors que dans une zone aussi diverse que la zone euro, il est clair qu'il y a des États différents qui sont dans des états économiques différents et donc, que les obliger à converger parfaitement en termes de modèle économique, c'est nécessairement les réduire au plus petit commun dénominateur, c'est-à-dire perdre de la croissance et l'intérêt de la zone euro où les parties les plus dynamiques tirent l'ensemble et effectuent un certain transfert. C'est comme si l'on disait que le taux de croissance des États-Unis est le même que le taux de croissance de l'Arizona. Je ne pense pas que le déroulement de la crise ait favorisé la notion ou l'émergence d'un sentiment de solidarité européenne

O.B. : *C'est le moins que l'on puisse dire...*

J.P. : Effectivement.

O.B. : *C'est quand même inquiétant quand on voit les réactions en Grèce et en Allemagne à ce niveau-là. Va-t-on pouvoir avancer ? En tout cas, qui dit monnaie unique dit mécanisme minimal de transfert pour ajuster en cas de choc asymétrique dans la zone monétaire ; alors évidemment il faut une solidarité en théorie, mais en pratique...*

J.P. : Le seul espoir, et de ce point de vue la France est coupable, c'est d'espérer que l'organe crée la fonction, autrement dit si nous arrivions à avoir, institutionnellement, l'esquisse d'un gouvernement économique, donc l'esquisse d'un Ministre des Finances européen...

O.B. : *et d'un budget ...*

J.P. : Oui, mais là je suis en amont du budget, je suis sur la conception, la discussion, sur les Allemands qui devraient faire un peu plus de relance...

O.B. : *et de coordination économique....*

J.P. : et de coordination économique. Si vous aviez une institution centrale, c'est-à-dire nécessairement au niveau de la Commission Européenne, je pense que le travail de dissuasion, de discussion pourrait permettre d'avancer. Tant que l'on reste dans l'intergouvernemental, on l'a bien vu...

O.B. : *Mais est-ce que les peuples y sont prêts ?*

J.P. : Je crois que les peuples y sont prêts, je crois que l'Allemagne y est prête, mais comme ce sont eux qui tiennent la baguette en Europe en ce moment, je crois que c'est une faute de la France de ne pas se précipiter vers cette évolution. Cela avait été esquissé à un certain moment au niveau du FMI. Au niveau mondial, dès lors qu'il y a un déficit des balances des paiements, dans un sens ou dans l'autre, d'un pays quel qu'il soit, on en discute. Je trouve que c'est une discipline que l'on pourrait tout à fait appliquer aux échanges intra-européens.

O.B. : *On a l'impression d'être dans une idée de relation commerciale, et c'est très important, mais on essaye de sanctuariser l'excédent commercial comme si c'était un but alors que c'est évidemment la contrepartie de l'existence de déficits. Lorsque Keynes lançait ses idées de Bancor, c'était aussi pour pénaliser les pays qui étaient en excédent. L'Allemagne ne devrait pas avoir cet excédent...*

J.P. : Bien entendu, mais vous voyez bien que les Français mettent l'accent sur un faux problème puisqu'il y a une large partie des observateurs français, ou des hommes politiques, qui disent que l'euro a été surévalué ; ce qui n'est pas vrai quand on regarde l'ensemble de la zone euro. Elle est à peu près en équilibre extérieur, donc ce n'est pas un problème de surévaluation globale de l'euro. La vraie question, c'est à nouveau la distorsion formidable à l'intérieur de la zone euro entre des pays excédentaires et des pays très fortement déficitaires. Cela devrait se discuter, dans les deux sens, on va essayer de réduire les déséquilibres. Donc, Allemagne, Finlande, Autriche, quelles mesures prenez-vous pour réduire votre excédent. Pour les autres, quelles mesures prenez-vous pour augmenter votre compétitivité ? Donc, je pense qu'une modération salariale en France, qui est probablement nécessaire, serait acceptée si, par ailleurs, il y avait 2 ou 3 ans de reprise salariale en Allemagne. Donc il n'existe ni le lieu, ni l'institution, ni la personne autour desquels ce type de débat pourrait s'engager. Ce n'est pas au niveau intergouvernemental que cela se fera, car chaque pays défendra son intérêt propre. Donc, pour résumer, « on n'est pas sorti de l'auberge »...

O.B. : *Ça c'est sûr ! Quelle est votre vision du devenir de la crise des dettes publiques, car on a bien vu que l'Europe va prêter beaucoup d'argent à la Grèce pour rembourser ses créanciers privés, mais, au final, on remplace les créanciers privés, qui sont extrêmement frileux pour prêter à la Grèce, par des créances publiques européennes. Donc, il est peut-être plus simple de restructurer de la dette publique. Malgré tout, on voit aussi que cela est susceptible de susciter des tensions assez fortes en Europe, si dans un an la Grèce n'arrive pas à rembourser. On voit bien que son économie est en train de se désintégrer : elle est en phase dépressive majeure depuis un ou deux trimestres. Ceci n'est-il pas de nature à susciter des tensions très fortes en Europe ; et on ne bâtit pas une coopération majeure en disant aux Allemands qu'on ne leur remboursera que 70 ou 50 % de ce qu'ils ont prêté. Et du coup ces pays ne s'attendent pas à des impacts budgétaires, puisqu'on ne leur a pas dit qu'il s'agissait en fait de dons (empruntés sur les marchés obligataires) et non pas de prêts...*

J.P. : Mais, attendez. Premièrement, il y a quelque chose que tout le monde oublie de dire, c'est que le problème de la dette publique, de la dette souveraine en Europe, est un problème domestique. Vous avez en gros entre 75 et 95% de la dette souveraine européenne qui est portée par des résidents de la zone euro.

O.B. : *C'est à peu près cela, oui...*

J.P. : Personne ne fait cette remarque, ça veut dire quoi ? Ça veut dire que l'on a un problème domestique. Autrement dit, on est incapables de régler, entre Européens, un problème qui est d'abord un problème de déséquilibre interne. Cela nous ramène toujours au même problème. Ce problème, il va bien falloir qu'on l'aborde un jour de face. Pourquoi ? Parce qu'on a inventé un mécanisme fantastique dont aucun État ne peut plus sortir contrairement à ce que pensent un certain nombre d'Allemands, y compris au niveau ministériel. La Grèce ne peut pas sortir de la zone euro, sauf catastrophe absolue, bien pire que ce qui se passe aujourd'hui en Grèce. De plus, il ne faut pas croire que cette catastrophe absolue n'aurait pas d'effets sur le reste de la zone euro. De plus, une large partie de la dette souveraine grecque reste portée (je ne sais pas si c'est dans vos chiffres ou pas) par le système bancaire grec.

O.B. : *Oui, ce serait donc 45 Mds d'€ qui resteraient dus à terme...*

J.P. : *Aujourd'hui c'est 80 Mds....*

O.B. : *Oui, mais 80 abattus de 53,50%. Donc, on recapitalise les banques.*

J.P. : *Oui, vous voyez bien que si la Grèce sort de la zone euro, et s'il y a un vrai défaut sur la Grèce, ce qui va ensemble, il faut que le gouvernement grec, en même temps qu'il prononcera le défaut sur sa dette, nationalise son système bancaire et le recapitalise, parce qu'il sera exsangue. Où va-t-il trouver l'argent pour faire cela ? La BCE dans cette hypothèse va elle aussi probablement avoir une perte relativement importante au passage, parce que j'imagine, et c'est un aspect un peu obscur des choses aujourd'hui, j'imagine donc que dans tous les pays ayant un déficit structurel de sa balance extérieure, il existe un financement de la Banque Centrale locale par la BCE.*

O.B. : *Forcément, il y a des transferts...*

J.P. : *Le jour où il y aura un vrai défaut, la BCE aura beau dire, ça c'est du collatéral, elle sera prise dans le défaut. D'autre part, indépendamment des dettes publiques, je pense qu'il y a aussi ce que vous appelez le secteur privé international de la même manière.*

O. B. : *Les banques, les assureurs...*

J. P. : *Là aussi, il faudrait voir ce qui est porté par la zone euro. Et je pense que l'essentiel est porté par la zone euro.*

O. B. : *Probablement...*

J. P. : *Je ne pense pas qu'il y ait encore beaucoup de résidents hors zone euro qui portent encore aujourd'hui de la dette grecque.*

O.B. : *Il y a quelques hedge funds qui ont racheté de la dette aux banques de la zone euro...*

J.P. : *Il ne faut pas croire que le défaut grec n'a pas de conséquences extrêmement fortes, indépendamment de l'image politique que peut donner un désastre grec, cette fois absolu. Nous sommes dans un système dont on ne peut pas sortir. Si aucun pays ne peut plus sortir, l'idée même de solidarité devrait naturellement s'imposer, et donc s'exercer au mieux. Et l'on revient au point de départ, ce qui manque aujourd'hui, ce sont des transferts sur la Grèce visant à compenser provisoirement, pendant la période intérimaire, le défaut de compétitivité, pour arriver à rétablir peu à peu une base de compétitivité en Grèce.*

O. B. : *Mais ne trouvez-vous pas éloquent que depuis deux ans que dure le problème grec, on n'arrive guère à régler les problèmes. Cette semaine, on les a un peu camouflés, car il n'y aura plus le problème des obligations arrivant à échéance. Mais la Grèce a toujours autant de dettes et on se demande comment elle pourra y arriver. On a envie de dire : deux ans pour arriver à ça ? Sur une dette de 360 Mds, qui est ridicule en termes de montant, alors que l'on a un monde occidental qui rentre dans des phases d'endettement quasi cataclysmiques depuis 20 ans, cela aurait dû se régler en quelques semaines, ou quelques mois au pire. Quid ensuite des dettes espagnole, italienne, anglaise...*

J. P. : Il y a de fortes différences et de nouveau il nous faut revenir à la macro-économie réelle. Si vous prenez l'Islande, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie, et que vous regardez ce qui s'y passe, des efforts considérables ont été demandés à la population, mais vous vous rendez-compte que ces pays se dirigent peu à peu vers l'excédent primaire en termes budgétaires. Certains l'ont déjà atteint comme l'Islande et l'Italie, et ils sont en train de rétablir peu à peu leur balance commerciale et un équilibre en termes de compétitivité externe. Une fois que vous avez une balance commerciale qui redevient excédentaire, vous êtes en excédent primaire, et vous devez pouvoir réussir à convaincre vos prêteurs qu'ils n'ont pas d'énormes risques à renouveler vos prêts. Mais vous avez aussi des pays de la zone euro qui n'ont fait aucun progrès dans cette direction.

O. B. : *Auxquels pensez-vous ?*

J. P. : La Grèce, elle ne peut pas. Le Portugal, il peut très difficilement, et par paresse et inconscience, la France ! Donc ces pays qui sont en déficit en termes de dette primaire et qui re-fabriquent de la dette tous les ans pour financer le déficit de leur balance courante, sont dans la main de leurs créanciers. Et donc, on voit bien que c'est de nouveau une responsabilité collective et pas seulement une responsabilité de ces pays-là. Il ne suffit pas de leur dire « vous allez améliorer votre compétitivité et vous serrer la ceinture ». Il y a un mélange de pressions des autres pays, qui va s'exercer de plus en plus sous l'influence allemande, mais aussi de coordination qui pourrait résoudre peu à peu ces problèmes, car pour l'instant, il n'y a aucun progrès. Mais la situation des différents pays de la zone euro est extrêmement différente à ce niveau-là et la situation française me paraît beaucoup plus préoccupante que la situation italienne, pour parler franchement.

O. B. : *Mais n'est-ce pas un jeu un peu pervers ? La France doit améliorer sa compétitivité, ce qui est une évidence, mais si on améliore notre compétitivité, on va diminuer notre déficit extérieur, on risque donc de diminuer les excédents de l'Allemagne.*

J.P. : Mais il faut les diminuer ! Mais la vraie discussion qui devrait avoir lieu aujourd'hui, c'est de la part du gouvernement français de demain qu'il dise : « OK messieurs les allemands, nous allons prendre un certain nombre de mesures sur le plan interne pour améliorer notre compétitivité, mais nous avons besoin de votre part, que vous preniez également un certain nombre de mesures internes en Allemagne permettant de relancer l'économie allemande, de façon à ce qu'en même temps que nous réduisons notre déficit, vous réduisiez votre excédent, que vous accompagniez le mouvement et que vous ne soyez pas simplement passifs ?

O. B. : *Oui, mais est-ce jouable politiquement ? C'est une évidence économique, mais...*

J.P. : Bien sûr ! Mais je pense une fois de plus, que cela doit passer par une institution centrale et là on touche à la politique. C'est jouable à condition de faire de la Commission le lieu, le responsable de cette discussion.

O. B. : *Mais qui est prêt à le faire ? Ce n'est pas qu'un problème franco-allemand, quand on voit les 17 pays, on ne sent pas de volontés majeures d'aller vers des coopérations renforcées.*

J.P. : Je crois que les Allemands étaient prêts à rajouter un volet « fédéral » à leur traité de stabilité budgétaire, mais que c'est à cause de la France qu'il n'a pas été mis.

O.B. : *Mais parle-t-on de fédéralisme dans ce cas-là ?*

J. P. : L'organe crée la fonction. Je pense que les Allemands y étaient prêts. Ce traité est un traité franco-allemand en fait. Si les Français avaient dit « OK, nommons un commissaire à la macro-économie européenne », il aurait existé.

O. B. : *Dans votre analyse, vous parliez d'excédents primaires de certains pays. C'est une analyse que l'on voit souvent, mais on est aussi dans un problème de confiance et donc de crise des taux souverains. Si on a un excédent primaire et que les taux montent, la charge de la dette augmente sans arrêt. Donc, ne risque-t-on pas d'entrer dans un cercle vicieux. L'Italie est en excédent primaire depuis 20 ans, c'est assez exceptionnel. Quand ses taux atteignent 7 %, cela augmente énormément son déficit, même si cela va mieux depuis un mois. L'excédent primaire est-il de nature à rassurer les créanciers, car une hausse des taux entraîne une hausse des déficits et cela fait encore plus peur aux prêteurs. Donc on rentre dans un cercle vicieux, qui s'auto-entretient dans la perception des risques.*

J. P. : Il y a une énorme différence, je crois, même si aucun état européen n'a osé jouer à cela (par exemple l'Italie pourrait y jouer). Par définition, quand vous êtes en déficit primaire, vous avez besoin des prêteurs étrangers pour payer vos fonctionnaires. L'idée même d'une consolidation de la dette est impossible. Vous êtes dans une position extrêmement faible pour négocier votre dette, vous ne pouvez pas négocier votre dette.

O. B. : *Oui, mais l'avantage de l'excédent primaire existe quand vous renégociez votre dette, pas si vous ne la renégociez pas...*

J.P. : Oui, à partir du moment où vous êtes en excédent primaire, vous pouvez non pas commencer à renégocier, mais à expliquer au prêteur que vous pourriez commencer à renégocier et c'est quand même une modification très importante du rapport de force, les prêteurs le savent.

O. B. : *Oui, cela est tout à fait juste sur le stock de dettes, on l'a vu avec la Grèce. Au début, la Grèce a dit ses prêteurs : « Vous ne perdrez rien. », puis en juillet « Vous allez perdre 21% » après ça a été 50 % et aujourd'hui nous sommes à 53,5%, ce qui fait 70 % quand on prend en compte la baisse des taux. C'est l'emprunteur qui a toutes les cartes en main. C'est un aphorisme, quand vous devez 10 000€ à votre banquier, vous avez un problème, mais quand vous lui devez 10 M€, c'est lui qui a un problème. Mais cela est valable aussi sur le renouvellement des flux. Dans ce cas-là, qui va dire « Malgré tout, je suis d'accord pour remettre de l'argent dans le système ». La France cette année va encore emprunter 500 Md€ avec le roulement de sa dette.*

J. P. : Ce que vous pouvez faire quand vous êtes en excédent primaire, c'est de tracer une prévision d'en-cours dans lequel vous expliquez que vous avez besoin, durant deux, trois ans, d'un peu de *new money* pour passer de l'excédent primaire à l'excédent tout court, mais que vous devez allonger les échéances. Vous les consolidez, mais vous n'avez pas besoin d'un abandon de créances. D'une certaine manière, vous prenez l'engagement de payer la totalité de la dette moyennant soit un engagement de renouvellement, soit de la *new money*.

Personne n'est entré dans ce genre d'explication aujourd'hui, j'imagine que c'est aussi le côté absurde de cette situation, car personne ne peut sortir du système de l'euro tel qu'il est. Aucun des états de la zone euro ne peut dire « Je vais rentrer dans une discussion douce sur ma consolidation à long terme ». Même ceux qui le pourraient parce que s'ils commencent, ça « fait péter l'ensemble » d'une certaine manière...

O. B. : Oui, cela ferait s'écrouler le marché obligataire. Mais pourquoi lier si fréquemment le problème de la dette des états avec l'existence de l'euro. Robert Mundell a dit « Au pire, un État restructurera, mais c'est sans lien avec la monnaie unique ». Si la Californie faisait défaut, cela ne ferait pas exploser le Dollar. Est-ce que ce n'est pas plutôt deux problèmes qui ne sont pas liés ?



J. P. : Non, car on ne peut plus faire cela. L'Italie seule le pourrait vu sa situation budgétaire, elle pourrait dire « Désolée, je rentre dans une vraie discussion de consolidation, j'ai ce qu'il faut, j'ai un bon Premier Ministre, j'ai un excédent primaire. Il me faut trois à quatre ans pour passer de l'excédent primaire à l'excédent tout court, donc vous allez me financer ces 3 ou 4 ans, en échange de quoi je prends l'engagement de tout vous rembourser sur la durée », et ce serait plausible.

Alors pourquoi cela n'est-il pas possible ? Parce que les acteurs de la zone euro, et en particulier les acteurs financiers, dont je fus, ont cru au discours sur la zone euro. Ce n'est pas un hasard si les taux d'intérêt ont tous été identiques pendant 7 ou 8 ans. C'est-à-dire que les acteurs ont tous cru que la zone euro était une zone solidaire et donc, vous avez aujourd'hui une interpénétration totale, non seulement des économies, mais de la finance. Donc, une fois de plus, le problème de la zone euro est un problème domestique. Donc les gens qui vont éventuellement porter le poids d'une consolidation de la dette italienne seront des prêteurs allemands, irlandais, espagnols, des assureurs, des institutionnels. Si l'Italie en est là, où en sont le Portugal et l'Espagne ? Il y a un effet domino immédiat. On a tellement joué l'interpénétration de bonne foi que personne n'a dit à la BNP, au Crédit Lyonnais de l'époque ou à la Générale « Vous avez tort de prêter de l'argent à l'emprunteur espagnol parce qu'il est espagnol ». La notion de « risque pays » avait disparu. Donc, vous avez une telle interpénétration aujourd'hui que l'effet domino est automatique. Non seulement aucun pays ne peut entrer dans une discussion de consolidation froide de sa propre dette, car il provoquerait immédiatement l'effet domino partout. On revient donc au point précédent et il faudrait s'en pénétrer : nous sommes solidaires, l'ensemble des états européens est solidaire.

O. B. : Oui, mais les états européens sont tous en déficit.

J. P. : Mais c'est en ce sens que les États devraient se fixer globalement une trajectoire qui soit convaincante et cette trajectoire c'est à la fois une trajectoire de consolidation budgétaire, c'est-à-dire d'une certaine rigueur budgétaire, mais accompagnée, en même temps d'efforts conjoints pour fabriquer de la croissance.

O. B. : N'est-il pas trop tard pour faire cela ?

J. P. : Je ne le crois pas du tout.

O. B. : Est-ce qu'on peut encore rééquilibrer quand on est en déficit de 90 Md€ comme la France, sans impact majeur. Enlever 90 Md€ de déficit public, c'est plus de 4 points de PIB. N'y a-t-il pas d'impacts macro-économiques qui font que si c'était la voie à suivre dans les années 90/95, c'est quasi-impossible en 2012, après avoir fait 500 Md€ de dettes en 5 ans ?

J.P. : Je ne crois pas. Je ne suis pas du tout convaincu par le discours disant qu'une réduction de l'endettement aurait un effet dépressif. Je pense exactement le contraire. Je pense que la confiance est une condition sine qua non de la croissance et que tant que les prêteurs n'auront pas confiance, il n'y aura pas de croissance.

O. B. : C'est sûr qu'il y a un problème, mais que l'on est aussi dans une période où il y a une pression très forte de ces créanciers. On n'a pas forcément 5 ou 8 ans pour revenir tranquillement à l'équilibre.

J. P. : Non, il faut aller vite et d'ailleurs ça vaut mieux. Nous ne sommes quand même pas dans la situation de la Grèce. Si vous pensez que le taux de croissance potentiel français est de 1,5%/an, et même si je prends l'hypothèse, à laquelle personnellement je ne crois pas, de réduction de 1% de déficit, vous pouvez réduire votre déficit de 2 points par an, donc une croissance nulle. Il vaut mieux avoir 2 ans de croissance nulle et être sorti du problème que de continuer à le trainer.

O. B. : Mais deux ans de croissance nulle, cela a aussi un impact non négligeable sur les finances de l'État quand on a vu les 3 points de récession en 2009.

J. P. : Attendez, vous ne pouvez pas faire deux fois la soustraction. Vous partez d'une croissance potentielle de 1,5% et de 2 points de déficit. Vous êtes en croissance nulle, mais vous avez quand même réduit le déficit de 2 points, vous réduisez les dépenses publiques de 2 points.

O. B. : Pour vous, on passe par la réduction des dépenses publiques ?

J. P. : Oui, essentiellement...

O. B. : Et sur quels postes ? Dette d'État ? Dette territoriale ?

J. P. : La difficulté française et dont peu de gens ont conscience est que le gros des dépenses est dans les collectivités locales et surtout dans la Sécurité sociale alors que le gros du déficit est dans le budget de l'État. Donc ce n'est pas par une réduction des dépenses de l'État que l'on réduira le déficit budgétaire. Il est beaucoup trop important pour cela. Il faut arriver à réduire les dépenses des collectivités locales et de la Sécurité sociale, et que l'État en tire le bénéfice, si l'on peut dire, sur ses propres niveaux de dépenses. Oui, c'est difficile, mais techniquement, on voit très bien ce que l'on peut faire.

O. B. : C'est une phase de recentralisation, ou du moins de reprise en main des finances des collectivités locales qui ont sacrément dérapé...

J. P. : Oui, bien entendu.

O. B. : Ce n'est pas vraiment dans l'air du temps.

J. P. : Les débats de la campagne présidentielle sont surréalistes, car ils consistent à ne pas parler des vrais problèmes, mais c'est inéluctable.

O. B. : Quels sont pour vous les principaux problèmes dont on ne parle pas assez dans cette campagne ?

J. P. : On ne parle pas assez de déficit public et de réduction du déficit public. On ne parle pas, ou pratiquement pas de compétitivité. Et surtout on ne parle pas du fait qu'il faut absolument réduire la dépense du système de protection sociale et des collectivités locales pour remettre peu à peu l'État en mesure d'agir en termes de croissance et d'investissement, et on fait exactement tout le contraire. Je pense qu'on devrait parler d'une poursuite du décalage dans le temps de l'âge de la retraite, car c'est un facteur majeur de réduction des dépenses.

O. B. : Oui, mais à moyen-long terme ...

J. P. : Non, l'effet majeur joue un peu tout de suite. On ne parle pas non plus du régime des fonctionnaires qui pèse considérablement. Il est aussi très clair qu'il faut resserrer la dotation globale aux collectivités locales et éventuellement la redistribuer en fonction des progrès de compétitivité des collectivités locales.

O. B. : C'est un point rarement abordé...

J. P. : C'est pourtant un point majeur, qui n'a pas d'effet récessif du tout. Si vous portez l'âge de la retraite de 62 à 64 ans, je ne crois pas à un effet récessif, au contraire.

O. B. : Finalement, vous êtes en train de faire porter l'ajustement du poids croissant des retraites de la génération du baby-boom sur la génération suivante...

J. P. : On parle des quinquagénaires d'aujourd'hui ; mais ils n'ont pas à faire porter ce double poids à ceux qui ont 18 ans. Il y a des choses à faire, que ce soit sur l'indexation des pensions, soit au niveau de la CSG. Il n'y a aucune raison pour que les retraités payent moins de CSG que les autres.

O. B. : Donc, pour vous c'est un mécanisme d'ajustement qui doit toucher toutes les générations ?

J. P. : Bien entendu, et j'ose à peine en parler dans le climat général, car le seul fait d'en parler vous fait apparaître comme extraordinairement réactionnaire. Mais on va être obligés de le faire quoiqu'on en dise.

O. B. : Il y a un manque de perception du danger actuel : le système de financement de l'État qui a 200 Md€ de recettes et environ 300 de dépenses, et qui doit en plus emprunter 300 Md€ supplémentaires pour rouler la dette. On a donc 600 Md€ de dépenses certaines pour 200 de recettes !

J. P. : Je dois vous dire que si François Hollande est élu avec le programme économique qu'il a, et qu'il essaye de le mettre en œuvre, alors le jour de la déclaration de politique générale du Premier Ministre devant le Parlement, il y aura un coup de tabac sur les marchés. Le retour au principe de réalité sera extrêmement brutal et rapide. Ça ne sera pas comme en 1981, on n'aura pas 18 mois pour retomber sur nos pieds, ce sera instantané.

O. B. : On aura 18 heures...

J. P. : Oui, c'est à peu près ça ! Et que se passera-t-il ce jour-là ? Nous aurons une crise institutionnelle, ou bien un Président qui fera brusquement le contraire de ce qu'il a dit pendant la campagne à laquelle il devra son élection.

O. B. : Vous croyez encore aux promesses des hommes politiques... ?

J. P. : Les Français y croient. Et ce qui va se passer de manière un peu tragique, c'est que dès lors que l'on dit aux Français que « les choses ne sont pas dramatiques, on va trouver une solution pour laquelle vous ne ferez pas beaucoup d'efforts », ils y croient, ou veulent y croire. Simplement, jusqu'à présent, les gens qui disaient cela avaient un certain temps pour s'ajuster, pour faire semblant, pour trouver des accommodements.

O. B. : Là, c'est fini...

J. P. : Donc l'atterrissage va être brutal !

O. B. : On est aussi dans une espèce de fuite en avant parce qu'on a perdu le AAA il y a un peu plus d'un mois et que pour les gens, il ne s'est pas passé grand-chose... On a l'impression que rien ne se passera tant qu'il n'y aura pas un écroulement total.

J. P. : Oui, c'est ça. Nous ne sommes pas encore au fond, donc tout va bien. Mais nous sommes tout près du fond et je pense que l'ensemble des prêteurs attendent de savoir quelle est la politique économique qui va être mise en œuvre. François Hollande, j'ai fait un papier dans le Figaro de ce matin pour dire ce que j'en pense ([voir ici](#)). Nicolas Sarkozy, je ne peux pas en parler, il n'a pas de programme économique pour l'instant, donc on ne sait pas...

O. B. : On a déjà un peu vu...

J. P. : Oui, mais si c'est la continuation, cela ne durera pas très longtemps non plus. Là aussi, la force de rappel va être brutale.

O. B. : Quel espoir avoir si les hommes politiques n'appréhendent pas la réalité de la situation ?

J. P. : Que s'est-il passé en Italie ? Que s'est-il passé en Angleterre ? Que s'est-il passé en Espagne ? Que s'est-il passé en Grèce d'une certaine manière ? Que s'est-il passé au Portugal ?

Il y a un moment où, à travers je ne sais quelle crise, quel soubresaut, quel drame, on met en place des personnes qui eux, assument la réalité.

O. B. : Mais quelle réaction populaire et démocratique après ? Jusqu'à maintenant, il y a cette phase, mais on n'a pas encore vu les élections grecques à venir. Les sondages sont quand même assez inquiétants...

J. P. : On verra, on verra. Mais vous avez raison, pour la Grèce, c'est inquiétant. Pour l'Italie, pour l'instant c'est plutôt dans l'autre sens. Pour l'Espagne, pour l'instant ça tient.

O. B. : Les mesures qui sont prises sont encore limitées dans ces pays. On ne va pas diminuer les retraites de 30% comme en Grèce.

J. P. : Il faut que l'on fasse comme l'Italie, nous n'avons pas besoin d'en faire davantage, mais il faut le faire, et ce sera déjà bien. En Italie l'âge de la retraite est passé de 62 à 66 ou 67 ans. Très bien, faisons la même chose !

O. B. : Et pour vous, c'est de nature à restaurer la confiance ?!

J. P. : Il nous faut un vrai programme sérieux, dans lequel effectivement, vous avez raison, nous avons environ 4 points de PIB à gagner. Eh bien, c'est 3 fois 1,5%...

O. B. : Et quand on fait cela, on revient à l'équilibre. Vous n'attaquez pas votre stock de dettes.

J.P. : Si vous êtes revenu à l'équilibre, votre stock de dettes, par définition, n'augmente plus et donc, il finit par diminuer, avec un peu de croissance, en proportion du PIB.

O. B. : Si la croissance revient... En tout cas, cela va être un sacré changement ! J'ai montré la corrélation majeure entre la croissance et le déficit budgétaire, je l'ai appelée l'impuissance politique : le déficit est toujours environ égal au taux de croissance -5 points.

J. P. : Le déficit ne sert à rien. Pourquoi voulez-vous que réduire le déficit soit nocif dès lors que le déficit ne sert à rien ? Si le déficit n'est pas un facteur de croissance, pourquoi la réduction du déficit serait un facteur de dépression ? Cela, je ne le comprends pas. Le déficit ne sert à rien. Contribution du déficit à la croissance égale à zéro.

O. B. : Mais il n'y a pas que la croissance, il y a aussi le bien-être. Il y a toujours la tentation de se dire : « il vaut mieux vivre à crédit que de se serrer la ceinture »...

J. P. : Vous avez raison, si le crédit nous est apporté par un prêteur extérieur ! Mais, si on n'a plus de prêteur extérieur, alors vivre à crédit n'a aucun sens, car on se retrouve entre nous. Vous créez de l'illusion absolue.

O. B. : Sauf que vous êtes en train de recycler l'épargne en dépenses de consommation, que vous n'avez pas dit à l'épargnant « votre argent a été dépensé dans une voiture ou en retraite »... Mais c'est très difficile de combattre cela quand ça fait 30 ans qu'on est dans une logique de vie à crédit et de promesses qui n'engagent que ceux qui y croient. Aller dire aux épargnants qu'ils ne reverront peut-être pas tout leur argent – ce qui semble possible.

J. P. : Non, ils reverront tout à condition qu'ils tirent beaucoup moins sur la machine !

O. B. : Après, c'est un problème de comptabilité... Chaque euro de dette publique est un euro de créance privée et quand vous remboursez la dette publique, vous diminuez la créance privée, comme celle des ménages.

J. P. : Nous sommes d'accord.

O. B. : J'aimerais vous poser quelques questions plus ciblées sur la finance, car vous êtes à la pointe sur la question de la séparation des activités des banques de dépôts et de celles des banques d'investissement, car on voit que malgré tout, les banques continuent allègrement ...

J. P. : ... à faire n'importe quoi !

O. B. : C'est le terme que je cherchais. La BCE est en train de les aider et on parle encore de 500 ou 1000 Md€ de liquidités supplémentaires dans dix jours. Que va-t-il se passer dans trois ans, lorsqu'il va falloir rembourser 1500 Md€ ? N'est-il pas frappant, alors que l'on rentre dans la 6e année de crise, qu'il y ait aussi peu de diagnostics pertinents. Et quand il y en a, comme le beau discours de Nicolas Sarkozy à Toulon, au final en termes pratiques, il n'y a rien du tout. Il n'y a rien eu au moment où il y avait beaucoup de pression ; il y a désormais beaucoup moins de pression, donc on se dit qu'il n'y aura pas plus de réformes de régulation dans les mois et les années à venir. François Hollande parle d'une timide séparation des banques, mais on est loin d'avoir une étanchéité vraiment forte entre les systèmes bancaires. N'est-ce pas désespérant de voir que l'on est incapable de tirer les leçons de la crise et de faire ce qui n'est pas si révolutionnaire que cela, vu que c'est exactement ce qui a été fait dans les années 30 quand tout s'est écroulé...

J. P. : Ce que je vais mettre en cause, ce sont les régulateurs eux-mêmes et la BCE parce que dans l'analyse de la séparation entre banque d'investissement, ou pour être plus exact entre banques de marché et banque de financement de l'économie réelle, l'acception était jusqu'à présent la séparation qui permet d'isoler la banque de financement de l'économie réelle par rapport au risque stupide pris par la banque de marché et de vérifier que les risques ne remettent pas en cause la monnaie. Cela reste vrai. Mais dans l'autre sens aussi. Le banquier central, le régulateur devrait être

sensible à cet aspect des choses et à la contagion des risques, surtout lorsque l'on voit les conséquences de l'affaire Lehman Brothers. Mais je vais rajouter un second volet, dont on parle peu et qui vous fera un petit scoop, j'espère !

O. B. : Merci ! ☺

J. P. : C'est de mettre en cause directement la BCE et le système des banquiers centraux, et Mario Draghi et Monsieur Noyer (pour personnaliser), c'est que la banque de marché, où trouve-t-elle ses liquidités ? Forcément dans l'alimentation en monnaie centrale parce que le mythe selon lequel le marché est infiniment liquide, on a vu ! Et puis, il est liquide avec les liquidités fabriquées par d'autres ? Donc quand la BCE fabrique de la monnaie centrale à tire-larigot, ce qui est probablement rendu nécessaire par la situation et que je ne discute pas, elle devrait au moins se préoccuper de façon très précise, très exacte, presque notariale, de sa destination.

C'est une thèse largement acceptée que cela fait 10 ans qu'il y a trop de création de monnaie centrale. Cet excès de monnaie centrale a alimenté des bulles sur les marchés d'actifs, mais l'éclatement des bulles n'est jamais bon pour l'économie. Maintenant, s'il y avait une séparation, le banquier central aurait au moins un moyen de vérifier où va sa liquidité et éventuellement d'empêcher qu'elle aille ailleurs qu'au financement de l'économie réelle ! Il n'y a pas de séparation. Comment savoir quelle est la partie de liquidité générale de la BNP qui est attribuée au financement des activités de marché ? Personne ne sait et je ne suis pas sûr que les dirigeants de BNP eux-mêmes le sachent, parce que c'est un ensemble et que la totalité est entièrement fongible.

Personne ne regarde et personne ne se pose la question vu que c'est un seul pot de trésorerie centrale. Dans un sens, personne pour surveiller et donc pour ne pas contaminer, dans l'autre personne pour vérifier la destination des liquidités. Et tant que cette séparation, cette frontière n'est pas faite, vous ne savez pas ce qui se passe.

O. B. : Est-ce que dans le régime financiariste actuel, on ne vit pas une époque où l'on se dit que la prudence est bonne pour les « blaireaux » ? « Prenons tous les risques, on verra plus tard ? On masque tous les risques. Que la BCE accorde 1 000 Md€ de prêts aux banques, et on verra après... C'est jouer avec l'existence même de l'euro.

J. P. : Je ne suis pas capable de répondre à cette question, car je pense qu'aujourd'hui précisément, le banquier central lui-même ne sait pas, et que personne ne sait... personne ne sait rien.

O. B. : Qu'est-ce que ce système où personne ne sait rien ?

J. P. : Personne ne sait où va l'argent créé par la BCE et c'est le risque qu'elle finance de manière ultime. Nous avons aujourd'hui un risque d'explosion sur telle ou telle partie du shadow banking. La question de savoir dans quelle mesure la BCE est compromise dans le shadow banking, personne ne peut y répondre. Donc, tant que vous n'avez pas d'état des lieux et la volonté de comprendre, vous ne savez pas.

O. B. : Oui, mais si personne ne sait n'est-ce pas dû au fait qu'il y a un manque de responsabilité. On a l'impression qu'il n'y a jamais de sanction, pour rien... Vous coulez une banque, ce n'est pas très grave... Vous coulez une entreprise, ce n'est pas très grave non plus...

J. P. : À nouveau, c'est une très intéressante question, mais qui n'a pas de réponse... tant qu'il n'y a pas de règles. Vous ne pouvez pas sanctionner pour incompetence, vous pouvez juste licencier. On a licencié beaucoup de banquiers, mais la sanction a l'air ridicule et elle est ressentie par l'opinion publique comme ridicule également par rapport à l'ampleur des dégâts qui ont été créés. Mais il n'y a pas de règles...

O. B. : Quelle est la responsabilité des administrateurs là-dedans ?

J. P. : Même chose, ils sont incompetents. Tant que l'on ne dit pas « On vous interdit de vendre des options », vous vendez trop d'options, bon et après ??

O.B. : Cela me conduit à la rémunération des dirigeants. Que pensez-vous de la proposition de M. Agon, PDG de l'Oréal, le mieux payé du CAC40 l'an dernier, de supprimer les stock-options ?

J. P. : Cela fait 10 ans que je dis cela...

O. B. : On commence à vous écouter...

J. P. : Il est un peu tard !

O.B. : Pensez-vous que ce point à un rôle dans la crise ?

J. P. : Ah oui ! La notion selon laquelle un enrichissement très rapide est possible suivant les variations du prix de l'actif est une notion notoirement perverse...

O. B. : Et sans risque de perdre...

J. P. : Et sans risque de perdre...