

« Il se passe exactement l'inverse de ce que la BCE recherche »

Il n'y a pas que les États qui soient fortement endettés en Europe. Les banques le sont aussi. La politique des taux bas de la Banque centrale européenne ne fait guère comprendre aux uns et aux autres l'urgente nécessité d'un désendettement. C'est ce que Clemens Fuest, président de l'institut IFO à Munich, a confié à *La Vie économique*. Les banques dites « zombies » accroissent les risques d'une nouvelle crise. *Susanne Blank*

Cela fait un peu plus de six mois que vous dirigez l'institut IFO, un organisme munichois dont la réputation n'est plus à faire. Sur quoi portent vos recherches ?

Je m'intéresse actuellement à l'intégration européenne, plus précisément à la zone euro et au budget de l'UE. Un autre axe concerne la politique fiscale.

Quelle est la situation économique dans la zone euro ?

Elle reste tendue, mais nous sommes revenus à des taux de croissance de 1,5 %. C'est un moment idéal pour des réformes et nous devons faire attention de ne pas le manquer.

Certains États sont plus endettés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient après la Seconde Guerre mondiale. Dans quelle mesure cela pose-t-il problème ?

Les pays lourdement endettés sont prédisposés aux crises en raison de leur faible marge de manœuvre. Des dettes élevées ne signifient rien d'autre que l'on a, dans le passé, vécu au-dessus de ses moyens. À cela s'ajoute l'évolution démographique : le vieillissement et la décroissance de la population grèvent les comptes des États. Pour mieux gérer cette situation, il faudrait des dettes publiques faibles.

Existe-t-il un sain degré d'endettement ?

A priori, l'endettement public devrait servir à compenser les fluctuations passagères des recettes ou des dépenses publiques. L'État peut temporairement contracter des dettes s'il fait, par exemple, soudainement face à des coûts élevés ou à des recettes en baisse. C'est plus judi-

cieux qu'une hausse d'impôts. Il arrive que les cycles conjoncturels induisent de telles fluctuations : les dettes engendrées en phase de récession sont, dès lors, remboursées dans la phase de relance qui suit. La dette publique peut aussi se justifier par les investissements de l'État. La hausse incessante des déficits publics, observée ces dernières années, n'est cependant guère défendable. Des niveaux d'endettement largement au-dessus de 100 %, comme en Italie ou au Portugal, sont clairement dans le rouge.

À l'échelle mondiale, deux tiers des dettes sont le fait des entreprises et des particuliers. Quel est le plus inquiétant, l'endettement public ou privé ?

Le principe est le même pour les deux : si le débiteur n'a pas les moyens d'éteindre ses dettes, la stabilité est menacée. En même temps, l'endettement, qu'il soit privé ou public, a un sens s'il finance des investissements.

Des investissements sont-ils en cours aujourd'hui ?

Bien peu. Dans de nombreux États, l'infrastructure décline et les dettes servent à financer la consommation. L'actuel endettement public ne

L'invité

L'économiste allemand Clemens Fuest préside à 48 ans le prestigieux institut IFO de Munich, spécialisé dans la recherche économique appliquée et axée sur la vie politique. Il a succédé, en avril dernier, à Hans-Werner Sinn qui avait dirigé l'institut durant 17 ans. Précédemment, Clemens Fuest a présidé le Centre de recherche économique européenne, à Mannheim. Il a également enseigné, notamment à Oxford et à Cologne. Sa proposition de cette année consistant à émettre des obligations comptables pour lutter contre l'endettement croissant a suscité beaucoup d'intérêt. Clemens Fuest est marié et père de trois fils.



Le président de l'IFO, Clemens Fuest, veut endiguer l'endettement public avec ses « obligations comptables ».

peut donc pas s'expliquer par la force des investissements. La situation est tout aussi problématique dans le secteur privé, où les dettes sont également contractées à des fins de consommation. Le problème s'aggrave encore lorsque des propriétaires fonciers obtiennent des hypothèques trop élevées par rapport à leur revenu.

Qui sont les perdants du surendettement ?

La nouvelle génération, dont les marges de manœuvre financières s'amointrissent avec le temps.

La crise financière a montré l'importance des banques pour la stabilité. Actuellement, l'on parle beaucoup de la Deutsche Bank, que l'on qualifie parfois de « banque zombie ». Qu'en pensez-vous ?

La Deutsche Bank doit résoudre ses problèmes, mais je ne la qualifierais pas de banque zom-

bie. Ce terme désigne des établissements surendettés et souffrant d'une insuffisance de capitaux : c'est, par exemple, le cas lorsque leur bilan montre un excédent de crédits irrécouvrables. Pour éviter une crise financière, les banques centrales et les gouvernements les maintiennent souvent à flot en injectant des liquidités. Les banques zombies ne peuvent pas conclure de nouvelles affaires et manquent de fonds pour amortir les crédits en souffrance. À terme, elles ne peuvent donc plus remplir leur fonction économique.

Où le bât blesse-t-il ?

Globalement, il n'y a pas assez de fonds propres dans le système bancaire. Tout choc, même faible, peut ébranler la stabilité du système. N'oublions pas que la sous-capitalisation généralisée avait déjà été source de problèmes lors de la crise financière.

Presque dix ans plus tard, les problèmes ne sont donc pas réglés ?

Non. À mon avis, les milieux politiques n'ont pas bien réagi à la crise financière. La réglementation bancaire entre trop dans les détails. Pour les petites banques, il est difficile d'en maîtriser la complexité. Il aurait mieux valu se concentrer sur la réglementation des capitaux et exiger sensiblement plus de fonds propres. En procédant ainsi, il aurait été moins nécessaire d'intervenir dans les modèles d'affaires des banques.

« Une restructuration massive des dettes est politiquement et juridiquement délicate. »

À quel taux imaginez-vous la quote-part de fonds propres ?

L'objectif que nous pourrions envisager est 8 % de la somme du bilan. Cela correspond, selon les règles de l'Union bancaire, au capital de garantie que chaque banque doit détenir. En cas de crise, il faut que cette somme soit disponible au bilan avant d'en appeler aux fonds publics. Le mieux est qu'il s'agisse de capitaux propres. Dans la majorité des banques, il est peu probable que ces fonds soient vraiment disponibles.

Comment un État peut-il éteindre sa dette ?

Il peut s'employer à réaliser des excédents qui lui permettent d'éponger les dettes. Il peut également tenter de stimuler la croissance, réduisant alors le rapport entre l'endettement et le potentiel économique. Un État peut aussi chercher à s'affranchir des dettes en créant un terrain favorable à l'inflation. Il peut encore restructurer sa dette, autrement dit imposer certaines pertes aux créanciers. Enfin, il peut exiger que d'autres passent à la caisse. En Europe, de nombreuses voix s'élèvent ainsi pour déplacer les dettes de pays comme la Grèce ou le Portugal vers des États moins endettés, comme l'Allemagne. Cela ne peut que prêter à polémique.

Quel est le scénario le plus probable dans la zone euro ?

Avec le programme OMT (Opérations monétaires sur titres, ndlr), la Banque centrale européenne a baissé les intérêts pour les pays lourdement endettés et diminué les achats d'emprunts d'État. À présent, on espère que les États mettront à profit cet allègement pour réduire leurs dettes. Jusqu'ici, les actes ont du mal à suivre. Certains

gouvernements espèrent qu'une mutualisation des dettes permettra de répercuter ce fardeau sur d'autres États de la zone euro. La paralysie qui en résulte peut se révéler dangereuse.

Pourquoi ?

Un endettement fort constitue un véritable handicap. Comme pour les banques, il existe aussi des États zombies qui ne peuvent plus investir ni entamer les réformes nécessaires pour stimuler la croissance économique. Cela induit de nouveaux risques pour la prochaine crise, surtout en cas de hausse des intérêts.

Quels sont ces États ?

Le Portugal et l'Italie, dont les dettes avoisinent 130 % de leurs PIB. En France et en Espagne, ce taux est proche des 100 %. Ces chiffres sont très élevés. À long terme, même l'Allemagne devra se faire du souci, car les problèmes démographiques l'exposeront bientôt à de lourdes charges. Ses comptes publics ne sont pas aussi solides qu'il y paraît.

Donc les dettes augmentent plus qu'elles ne diminuent ?

À moyen terme, nous devons nous attendre à des dettes élevées et ne cessant de croître. Ce n'est évidemment pas ce que je souhaite.

Quel rôle joue le Fonds monétaire international (FMI) ?

Le FMI ne peut pas régler les problèmes d'endettement en Europe. D'ailleurs ce n'est pas son rôle. Nombre de ses États membres sont moins fortunés que ceux de notre continent. Le FMI peut nous conseiller et, dans ses rapports, attirer l'attention sur certains problèmes. Les Européens doivent, toutefois, se désendetter par eux-mêmes.

Dans la situation actuelle, quelle est l'importance du Club de Paris, un comité informel de créanciers publics ?

C'est plutôt un instrument pour les pays émergents et en développement. On se demande cependant s'il ne faut pas une institution chargée de structurer l'endettement de la zone euro. Ce serait un rôle pour le Mécanisme européen de stabilité (MES). Un peu comme le FMI, celui-ci octroie aux États en difficulté financière des crédits assortis de conditions.



Il n'hésite pas à critiquer la BCE. Clement Fuest (à droite) avec son prédécesseur Hans-Werner Sinn.

Vous proposez d'introduire des « obligations comptables » (« accountability bonds »). Les pays qui enfreignent les règles d'endettement pour le déficit courant seraient, selon vous, obligés d'émettre de tels emprunts d'État à risque. Comment doit-on se l'imaginer ?

Ma proposition prévoit de s'appuyer sur la règle du pacte budgétaire européen, selon laquelle le déficit structurel d'un pays ne doit pas dépasser 0,5 % du PIB. Tout État qui passe cette limite doit émettre des « obligations comptables » pour la partie excédentaire. Pour un déficit de 1,5 %, par exemple, 1 % du PIB doit être financé par ces titres de créance. Ainsi, la responsabilité solidaire implicite existant dans la zone euro se limite essentiellement aux dettes du passé. Comme la BCE et les banques insuffisamment capitalisées ne peuvent pas acquérir d'« obligations comptables », on évite qu'une crise touchant la dette publique ne s'étende aux banques.

Cela sonne bien, mais trouvera-t-on assez d'acheteurs le moment venu ?

Cela dépend du pays. Si l'Allemagne émettait de tels titres, les intérêts seraient sans doute plus

élevés que pour des emprunts normaux et la demande serait donc plus forte. En ce qui concerne la France, il en irait vraisemblablement de même. Pour le Portugal et l'Italie par contre, cela risque d'être difficile.

Que doivent donc faire ces deux États lourdement endettés ?

Un pays endetté à un tel point que plus personne ne veut acheter ses obligations devrait respecter les règles auxquelles il a lui-même souscrit. Il pourrait évidemment soumettre une demande d'aide au MES. Ce serait aussi probablement au prix d'une rapide réduction des déficits.

La Banque centrale européenne assume-t-elle des risques croissants en acquérant les emprunts d'État ?

Disons que, dans le cadre de l'assouplissement quantitatif, la BCE acquiert certes des emprunts d'État, mais ce sont les banques centrales qui assument le risque de perte, du moins juridiquement. Pour les obligations italiennes, par exemple, le risque est supporté par la Banca d'Italia. On peut dès lors se demander si celle-ci a les moyens d'absorber des pertes importantes.

Vous êtes sceptique face à la politique de taux zéro de la BCE. Où est le problème, selon vous ?

La Banque centrale européenne vise 2 % d'inflation. Avec sa politique de taux zéro et l'achat d'emprunts, elle veut stimuler la conjoncture. Lentement mais sûrement, elle se heurte à des limites et cumule les dommages collatéraux.

Lesquels ?

Des bulles se créent sur les marchés des obligations et de l'immobilier. Un krach boursier n'est pas exclu. En plus, cela effraie les épargnants. La faiblesse des taux d'intérêt oblige ceux qui veulent maintenir un certain niveau de vie dans leur vieillesse à mettre plus d'argent de côté. D'un point de vue économique global, la demande diminue et il se passe donc exactement l'inverse de ce que la BCE recherche. Les banques de la zone euro ont, elles aussi, toujours plus de difficultés à gagner leur vie avec des modèles d'affaire traditionnels. Prenons un exemple : d'ordinaire, elles acceptent des dépôts d'épargne faiblement rémunérés et les prêtent à long terme à des taux plus élevés ; or, les achats d'obligations par la BCE pèsent aussi sur les taux longs. Au final, ce sont les banques faibles qui freinent le redressement économique.

Combien de temps la BCE va-t-elle encore poursuivre sa politique de taux bas ?

Aussi longtemps que l'inflation sera très faible. Je ne pense, toutefois, pas que la BCE ira plus loin. En plus, de nombreuses banques et entreprises européennes sont lourdement endettées et cette politique ne les aide pas. Ce qu'il leur faudrait sont des incitations plus fortes à réduire ou à restructurer leurs dettes.

Quand les intérêts repartiront-ils à la hausse ?

Cela dépend si le monde politique se résout à recapitaliser les banques et force à l'insolvabilité

les entreprises surendettées et sans modèle d'affaires valable. Cela risque de prendre du temps.

Pour des pays comme la Grèce, l'Italie et éventuellement le Portugal ou l'Espagne, une remise de dettes ne serait-elle pas préférable ? Certains voient cela comme le scénario de l'horreur.

C'est risqué pour deux raisons. D'abord, de nombreuses banques dans le sud de l'Europe détiennent des emprunts d'État à grande échelle. Elles devraient être assainies. Ce n'est possible qu'en imposant des pertes à leurs créanciers. Tous ces investisseurs perdant de l'argent, les marchés financiers en seraient ébranlés. Ensuite, les gouvernements de la zone euro ont annoncé après la remise de dettes consentie à la Grèce qu'il n'y en aura pas d'autre. Il en va donc de leur crédibilité. La seule option serait une restructuration massive des dettes, mais cette tâche est politiquement et juridiquement délicate, voire impossible.

Si une remise de dettes semble irréaliste, que faire alors ?

J'opterais pour une approche misant non pas sur la restructuration des dettes publiques, mais sur celles des entreprises. Il faudrait aussi recapitaliser les banques. Si la politique s'engage davantage sur ce terrain, nous aurons une chance de surmonter la crise.

« Je serais pour restructurer l'endettement des entreprises et recapitaliser les banques. »

Entretien Susanne Blank, rédactrice en chef de *La Vie économique*