

L'euro à l'épreuve de la crise des dettes souveraines

Par **Élie Cohen**

Élie Cohen, économiste, est directeur de recherche au Centre national de la recherche scientifique (CNRS). Parmi ses dernières publications : *Penser la crise* (Paris, Fayard, 2010).

Quatre crises successives de l'euro ont suivi la découverte de l'ampleur des déficits grecs. De sommets en accords, les dirigeants européens tentent de sauver la zone euro. Dérives de la finance, incompétence des politiques, défaillances institutionnelles, divergence des temps politique et économique, pressions concurrentes des marchés et des opinions : c'est en prenant en compte ces éléments des discours explicatifs que peuvent être ébauchés les avènements de l'euro et donc de l'Europe.

politique étrangère

Janvier 2009 : on célèbre les dix ans de la naissance de l'euro... et nul n'a le moindre doute sur la pérennité de la zone euro ; certains se plaisent même à rappeler les erreurs de prévision d'économistes américains comme Martin Feldstein qui, dans un accès visionnaire d'euro-scepticisme, annonçait l'échec de l'euro, de la construction européenne et même la perspective d'un retour des guerres civiles européennes¹.

Dans le bilan fait par la Commission européenne comme par les observateurs à l'occasion de cet anniversaire, les réussites technique et politique sont unanimement vantées. Techniquement, le passage à l'euro s'est remarquablement déroulé, l'intégration financière du marché de gros a vite été acquise. Le marché des émissions obligataires libellées en euros a formidablement crû, permettant la constitution d'un marché profond et liquide. L'euro a rapidement gagné le statut de monnaie de réserve et de transaction alternative au dollar². Il a fonctionné comme un bouclier pour les pays de l'Eurozone qui ont su résister aux crises des années 2000 (nouvelle économie, Bourse américaine, *subprime*). Tout au plus dénoncent-on l'incomplétude du marché de détail des services financiers, les

1. M. Feldstein, « EMU and International Conflict », *Foreign Affairs*, novembre-décembre 1997.

2. J. Pisani-Ferry et A. Posen, *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Washington, DC, Peterson Institute for International Economics/Bruegel, juin 2009.

traditions nationales en matière de crédit à la consommation ou au logement paraissant offrir quelque résistance.

À la fin de l'année 2009, c'est la crise de la dette souveraine grecque. La crise gagne alors progressivement les pays périphériques de la zone euro, puis les pays du cœur malgré d'innombrables sommets « de la dernière chance », la mobilisation de moyens considérables et le franchissement de nombre de lignes rouges fixées par les traités. Pendant trois ans, l'édifice de la zone euro tremble sur ses bases et l'impensé commence à être pensé : la déconstruction de l'euro. Comment en est-on arrivé là ?

Dettes souveraines : de crise en crise

Au commencement est la découverte de l'ampleur des déficits grecs, de la tricherie sur les données statistiques et des manipulations financières visant à minorer l'importance de la dette publique. La première réaction est outragée et ouvre les vannes du ressentiment populaire contre les Grecs « paresseux, jouisseurs, tricheurs » tendant la sébile à la vertueuse Allemagne. La seconde réaction est plus embarrassante : le nouveau gouvernement socialiste a beau donner des gages de sa volonté de réforme et de maîtrise de la dépense publique, accumuler les plans d'austérité, rien n'y fait, les Européens doutent du sérieux grec, ils opposent la *no bail-out clause* du traité. Un moment, Wolfgang Schäuble esquisse l'idée d'un Fonds monétaire européen venant en aide aux pays en difficulté : il est censuré par Angela Merkel. Avec la baisse de la note de la dette grecque, un début de contagion à d'autres pays et l'acceptation par la Banque centrale européenne (BCE) de titres de dette souveraine décotés, la pression sur l'Allemagne s'accroît. En attendant, le plan de sauvetage à venir de la Grèce devient chaque jour plus coûteux. L'intention d'Athènes de faire appel au Fonds monétaire international (FMI) provoque un débat parmi les autorités européennes sur l'opportunité de faire entrer cette institution dans un jeu interne à la zone euro. Les explications des attermoissements européens sont alors de trois ordres : les Grecs n'en font pas assez pour s'aider eux-mêmes par des réformes substantielles ; les règles et traités doivent être respectés ; et il faut éviter de provoquer l'opinion publique allemande à la veille d'élections régionales. La pression devenant trop forte, un plan de sauvetage de 110 milliards d'euros est décidé avec l'aide du FMI, les financements étant consentis à des taux élevés et sur la base de contributions individuelles des États européens. Un triple message est envoyé aux candidats éventuels à une aide européenne : elle n'a rien d'automatique ; elle doit se faire sur la base d'aides nationales ; elle est fournie à des conditions pénalisantes et sous la supervision du FMI dans le cadre d'une troïka FMI/BCE/Union européenne (UE).

L'encre de l'accord à peine séchée, les dirigeants européens sont convoqués à Bruxelles pour sauver l'euro. Hésitations et controverses allemandes, doutes sur la soutenabilité du plan grec sans restructuration de la dette et perspectives de baisse des notes des dettes des pays périphériques de la zone euro ont fini par déciller les acteurs de marché. Les *spreads* de taux des dettes des pays périphériques par rapport à l'Allemagne bondissent. Les journées des 8 et 9 mai 2010 resteront comme celles où l'Europe aura été sauvée grâce à l'action combinée du président Barack Obama, du directeur du FMI, du président de la BCE et d'un président français menaçant de reconsidérer la participation de la France à la zone euro si rien n'était fait. Les décisions du Conseil et de la BCE – la création d'un fonds de 750 milliards d'euros, le rachat, si nécessaire et en quantités limitées, de dettes souveraines par la BCE – ont un effet de souffle :

Quelle vision de la solidarité européenne ?

confrontés à une crise majeure, les Allemands ont abandonné leurs dogmes et les Européens la lettre des traités. Mais, à nouveau, l'effet de ces décisions audacieuses est amoindri par ceux qui les ont acceptées dans l'urgence, au nom du risque d'aléa moral : comment responsabiliser des pays irresponsables, comment rendre coûteux et difficile l'accès aux ressources du Fonds de stabilité, comment laisser aux États le droit de suivre ou de ne pas suivre un nouveau plan de sauvetage ? Les débats sur les règles de fonctionnement du Fonds européen de stabilité financière (FESF) traduisent cette vision toujours plus restrictive de la solidarité européenne.

Comme si cela ne suffisait pas, le gouvernement Merkel propose un nouveau Pacte de stabilité et de croissance (PSC) comportant un renforcement des disciplines budgétaires, des sanctions automatiques pour les contrevenants, la suspension des transferts financiers communautaires et la privation du droit de vote en cas de non-respect des disciplines communes. Arrêtons-nous un instant sur cette conception de la solidarité européenne : elle doit être individualisée (chaque État s'engage individuellement) ; elle est gérée par un fonds qui doit obtenir une note AAA (ce qui réduit l'enveloppe des prêts) ; elle doit être coadministrée avec le FMI (ce qui évite le face-à-face UE/État en difficulté) ; elle doit refléter la tension des marchés via les taux fixés ; elle est provisoire.

L'effet des décisions du 9 mai 2010 se dissipe rapidement, les marchés redécouvrant progressivement les fondamentaux de la crise : 1) sans défaut partiel sur leurs dettes, Grèce, Portugal et Irlande ne peuvent se redresser ; 2) sans une recapitalisation massive des « zombies banques » espagnoles et irlandaises, la crise perdurera ; 3) la prise en charge des

dettes souveraines des pays périphériques par la BCE augmente ses besoins en fonds propres : elle risque de devoir se recapitaliser ; 4) sans extension des moyens du FESF, un sauvetage de l'Espagne n'est pas possible ; 5) la dévaluation intérieure, en Grèce ou en Irlande, a sa limite : celle de peuples appauvris et sans perspectives.

Des crises aiguës de plus en plus fréquentes

Dans ce contexte, Angela Merkel et Nicolas Sarkozy dessinent à Deauville les contours de l'après-2013, prévoyant les conditions de la pérennisation du mécanisme de soutien. Conformément au souhait du gouvernement Merkel, il est proposé que les créanciers privés soient mis à contribution dans les futurs plans de sauvetage et que cet avenir soit préparé par l'introduction de clauses d'action collectives dans les dettes émises à partir de 2013. Réaction immédiate : la spéculation sur les dettes souveraines des pays périphériques reprend de plus belle, le domino irlandais tombe rapidement. À nouveau une crise déclenchée par une déclaration inopportune appelle une solution d'urgence. Un plan irlandais est mis en place, dont on sait qu'il ne fonctionnera pas et provoquera de nouveaux troubles, mais les nouveaux principes sont saufs et les taux d'intérêt fixés punitifs. La mécanique infernale a fonctionné.

Quinze mois s'écoulent entre le premier sauvetage de la zone euro (mai 2010) et le deuxième (juillet 2011). Quatre mois s'écoulent entre le deuxième et le troisième sauvetage (octobre 2011). Un peu plus d'un mois seulement entre le troisième et le quatrième (décembre 2011). Données éloquentes : la crise des dettes souveraines est chronique, mais les crises aiguës de plus en plus fréquentes, comme si les remèdes ne pouvaient rien face à un mal qui s'étend.

La deuxième crise aiguë de l'Eurozone est l'aboutissement, le 21 juillet 2011, d'un an de palabres sur le défaut organisé de la Grèce, l'implication des créanciers privés, l'assouplissement du fonctionnement du FESF ou l'augmentation de ses moyens, cependant qu'en coulisses les projets d'eurobonds sont rejetés par Angela Merkel. Un deuxième plan d'aide à la Grèce d'un montant de 109 milliards d'euros est adopté, un plan volontaire de réduction des créances grecques de 37 milliards d'euros accepté par les investisseurs privés ; un programme de rachat des obligations grecques sur le marché secondaire est lancé et un nouvel abaissement des taux d'intérêt décidé sur les prêts consentis à la Grèce. L'accord prévoit d'élargir et de diversifier les modalités d'intervention du FESF et de son successeur, le Mécanisme européen de stabilité (MES). Au passage, des pouvoirs nouveaux sont reconnus au Parlement allemand. Conformément

aux arrêts de la cour de Karlsruhe, le Bundestag doit approuver les actions du FESF *ex ante* si le budget allemand est engagé.

La troisième crise aiguë se déclare en août 2011 avec l'effondrement des grandes banques européennes, dont l'accès au financement en dollars se tarit soudain : leur solvabilité est mise en cause et leur recapitalisation réclamée par le FMI. La réaction des marchés à l'abandon « volontaire » de créances par les investisseurs privés est violente. La défiance à l'égard des dettes souveraines italiennes et espagnoles s'étend. La BCE est contrainte à multiplier ses interventions sur le marché secondaire de la dette italienne. Jean-Claude Trichet intervient auprès de Silvio Berlusconi pour qu'il prenne des mesures crédibles de consolidation budgétaire et qu'il lance les réformes structurelles permettant de libérer le potentiel de croissance italien. Le 23 octobre 2011, lors d'un nouveau sommet « de la dernière chance », les dirigeants européens décident de se doter d'un *big bazooka*, sous la forme d'un FESF au potentiel d'intervention sensiblement accru. Ils décident aussi d'améliorer le plan de sauvetage de la Grèce en augmentant sensiblement l'abandon de créances consenti volontairement par les investisseurs privés (de 21 % à 50 %), reniant ainsi l'engagement pris quelques mois plus tôt.

La quatrième crise aiguë éclate en décembre 2011 lors du sommet du G20 à Cannes. Elle est nourrie par le projet de référendum de Georges Papandréou, la contagion de la spéculation à l'Italie et l'impuissance de Berlusconi, l'aggravation de la situation des banques, la difficulté à mettre en place le nouveau FESF et le refus poli des pays émergents de participer au sauvetage de la zone euro. L'échec du G20 a des conséquences multiples. Les banques sont obligées soit de se recapitaliser dans les pires conditions de marché soit de faire appel à des États eux-mêmes en difficulté. La transformation du FESF en mécanisme d'assurance reste à faire, l'appel au FMI pour qu'il abonde le Fonds est encore à négocier et le énième plan grec de sauvetage ne fait pas illusion. La contagion progresse, aggravée par l'entrée en récession de l'Eurozone. Le nouvel agenda de réformes des institutions européennes, avec l'union budgétaire, est au mieux perçu comme une diversion, au pire comme la garantie d'une stagnation décennale de l'Eurozone.

Que nous enseignent ces crises à répétition ? L'accélération des échéances et la dramaturgie des multiples sommets « de la dernière chance » tiennent à la fois à l'incapacité du couple « Merkozy » à proposer des solutions durables et à la nécessité d'éviter un éclatement de la zone euro aux conséquences économiques et géopolitiques incalculables. Quatre problèmes lancinants se posent aux dirigeants européens.

Comment aider des pays en difficulté sans que l'aide les incite au laxisme : question de l'aléa moral. Comment faire payer aux marchés leurs errements sans tarir le financement des dettes souveraines : question du défaut organisé. Comment augmenter les moyens collectifs d'intervention en cas de spéculation contre l'Italie ou l'Espagne sans augmenter les concours financiers des pays encore solvables (France et Allemagne pour l'essentiel) : question du traitement de la dette par la dette. Comment mobiliser les moyens de la BCE sans violer son mandat, tout en préparant les réformes structurelles qui permettront de restaurer la crédibilité des pays en difficulté : question du prêteur en dernier ressort et, au-delà, de la réforme des institutions européennes. Les réponses des dirigeants européens à ces questions, plus encore les problèmes qu'ils refusent même de formuler, comme celui des déséquilibres globaux intra-européens, des eurobonds ou de la solvabilité de certains pays, dessinent la trame des compromis incomplets de chaque sommet « de la dernière chance ».

Les trois grands récits de la crise

Ces trois années de crise permettent de comprendre le « grand jeu » entre acteurs nationaux, communautaires et de marché, ainsi que les petits jeux des politiques intérieures, des lobbies et des régulateurs. Mais on reste interdit devant l'accumulation de demi-mesures, d'erreurs tactiques, de décisions à contretemps qui, au total, aggravent la crise. En fait, trois grands récits ont été tour à tour mobilisés. Le premier est celui de la financiarisation, de la dérive des marchés et de la capture du politique par Wall Street ou la City : la solution à la crise, pour ce premier récit, passe par un retour du politique aux postes de commande. Le pouvoir des agences de notation, des *hedge funds*, voire des banques, doit être bridé : message martelé par Merkozy depuis 2008. Ce discours nourrit les politiques de répression financière des acteurs de marché et entre directement en collision avec la mobilisation des mêmes acteurs financiers pour qu'ils contribuent à la solution des dettes souveraines.

Le deuxième récit est celui de l'incompétence des politiques. Par pusillanimité, imprévoyance, défaut de vigilance, populisme ou idéologie, le pouvoir politique a abandonné l'Eurozone à son sort. Quand la crise est arrivée, il n'a pas su la gérer, prisonnier de contraintes institutionnelles ou simplement des opinions publiques. La gestion de la crise grecque, avec ses contradictions apparentes, ses volte-face, serait le produit de ce mélange d'incompétence et de populisme. Nombre de discours d'Angela Merkel témoignent d'une méconnaissance complète des ressorts des

marchés financiers, ou d'une vision naïve de la toute-puissance du politique en économie ouverte. C'est le discours des acteurs de marché et de nombre d'observateurs.

Le troisième discours, celui des experts, insiste sur les problèmes de design institutionnel de la zone euro, les défaillances non corrigées des institutions de marché autant que des appareils de régulation. L'Eurozone serait ainsi le produit mal conçu d'un constructivisme politique approximatif, entré en conflit avec les organisations économiques complexes d'une finance globalisée et virtuelle.

Ces discours ont plusieurs effets. Ils nourrissent l'action politique et la réaction des marchés et permettent d'en évaluer la pertinence. Investir les marchés peut conduire à les punir et donc à favoriser la propagation de la crise qu'on voulait justement éviter. De même, vouloir sauver la Grèce en l'accablant par des taux confiscatoires pour complaire à une partie de l'électorat, c'est rendre probable la nécessité d'un nouveau plan de soutien après l'échec du premier plan. Enfin, ne pas s'interroger sur l'écart entre attentes et résultats obtenus de l'intégration, c'est se condamner à multiplier les décisions inadaptées.

En fait, la crise européenne est le produit d'une triple défaillance. Défaillance d'abord des marchés, des agences de notation, des investisseurs, qui ont prêté sans compter et ont considéré la dette du Nord comme égale à celle du Sud. Cette défaillance n'a rien à voir avec la vulgate des marchés tout-puissants imposant leur volonté à des pouvoirs politiques travaillant pour le bien commun. Au contraire, puisque les acteurs de marché ont adhéré à une construction politique, l'Eurozone, qui se révèle mal conçue.

Défaillance des marchés, des agences de notation, des investisseurs

Défaillance aussi des politiques, des régulateurs et des superviseurs qui ont laissé se former la bulle des dettes souveraines comme l'endettement privé : ils n'ont su ni prévenir la crise ni la traiter. Que les opérateurs des marchés testent les limites de la régulation et pratiquent l'arbitrage entre régulations est dans la nature des choses ; mais que les régulateurs laissent faire révèle les failles de l'action régulatrice du pouvoir politique.

Défaillance de la théorie enfin, qui n'a jamais su traiter cette construction hybride qu'est la zone euro : mi-fédération monétaire, mi-collection de 17 États souverains en matière budgétaire ; ni, *a fortiori*, l'UE, à la fois

organisation supranationale, fédération d'États-nations en formation et structure intergouvernementale.

L'euro : une création politique plébiscitée par les marchés (1999-2009)

La création de l'Eurozone est un événement économique majeur, fruit d'un dessein politique, et une création institutionnelle qui change les règles du jeu économique. C'est un produit de politique publique qui n'a donné lieu à aucune élaboration théorique préalable : l'Eurozone n'est pas une zone monétaire optimale (ZMO) et son modèle institutionnel relève de l'« objet politique non identifié » (OPNI). Cette construction se justifie aux yeux des politiques par la nécessité de protéger le marché unique contre les dévaluations compétitives, de contester le privilège américain, de partager la souveraineté monétaire avec l'Allemagne et de favoriser l'émergence d'un modèle économique européen par convergence des économies nationales.

Cette construction politique qui n'a pas de précédent, contestée par nombre d'économistes américains, et qui façonne profondément les marchés, est instantanément plébiscitée par ces derniers. Ils adhèrent au projet en faisant converger les taux obligataires vers les taux allemands. L'abolition des parités de change entre monnaies de la zone euro est d'emblée analysée par les marchés comme une convergence vers le modèle économique le plus vertueux : l'allemand.

L'Eurozone n'est pas une ZMO car les cycles n'y sont pas synchrones et elle ne connaît pas de mobilité du travail ni de fédéralisme budgétaire et fiscal. Mais les marchés adhèrent au grand récit : la concurrence par comparaison, le pouvoir homogénéisateur de la monnaie et l'intensification des échanges vont favoriser la convergence des économies. Dans ce grand récit, l'union monétaire est la première étape sur un long chemin où l'union économique puis l'union politique sont programmées. Tout a été prévu. En cas de choc symétrique frappant l'ensemble de l'UE, la politique monétaire est l'instrument désigné ; en cas de choc asymétrique, c'est la politique budgétaire qui est mobilisée (dévaluation interne avec adaptations réelles).

Comment faire respecter la règle du jeu et éviter les dérives de 17 politiques budgétaires indépendantes et les comportements de « passager clandestin » ? La solution adoptée passe par l'édiction de normes et de sanctions. Mais le Pacte de stabilité et de croissance, qui est censé discipliner les comportements budgétaires des États, a été d'emblée critiqué, les sanctions prévues étant difficilement applicables. Qu'un pays sorti des rails du PSC à cause d'une crise domestique soit sanctionné par ses pairs, aggravant ainsi la crise subie, était en effet peu vraisemblable.

Les hypothèses théoriques fondant cette création économique et institutionnelle ont été critiquées par Paul Krugman qui a opposé à l'hypothèse de convergence des modèles économiques la réalité de la spécialisation au sein d'une union monétaire. M. Feldstein fut d'un certain point de vue visionnaire dans ses critiques en mettant en cause l'orthodoxie monétaire allemande. Seul Robert Mundell a soutenu l'idée d'une dynamique de la convergence économique par l'intégration monétaire, non sans ajouter que l'Eurozone n'était pas une ZMO.

Pendant dix ans, les marchés se révèlent formidablement inefficients. Les agences de notation communient dans la religion de l'euro. Les *spreads* de taux ne reflètent pas les distorsions de compétitivité et de soutenabilité des déficits et des dettes des différents pays européens. Les *spreads* de taux par rapport à l'Allemagne sont écrasés : un an avant la crise, la Grèce est à 1 %. Les investisseurs achètent sans hésitation le grand récit de l'euro et de l'intégration européenne et font bénéficier de la crédibilité allemande tout membre de la zone, voire tout candidat à l'entrée dans l'Eurozone. La ligne rouge est même franchie par Goldman Sachs qui fabrique des finances publiques en ordre à la Grèce pour faciliter son entrée dans la zone euro, en allégeant artificiellement son endettement par la manipulation de ses réserves de change.

Pendant dix ans, les violations continues du PSC restent quasiment sans sanction : on dénombre 22 violations sans réelle effectivité des sanctions en 2003-2004, l'Allemagne et la France de concert décident de violer la règle commune avec pour résultat pratique la réforme du PSC ! Pendant dix ans, l'endettement privé espagnol et irlandais ne soulève pas d'objection de la part d'instances communautaires qui préfèrent vanter l'excellence des résultats des deux pays en matière d'équilibre de finances publiques alors qu'il est clair qu'une immense bulle spéculative immobilière s'y forme, aidée par le crédit bon marché. L'échec de la supervision des marchés est patent : les dérives grecque, espagnole, irlandaise n'ont été ni reconnues, ni dénoncées, ni sanctionnées.

Des violations continues du PSC pendant dix ans

Surtout, les acteurs de marché ne voient pas trois défauts majeurs du système qui vont se révéler à la faveur de la crise. Les déséquilibres globaux entre le Nord et le Sud de l'Europe ne vont cesser de se creuser. Au lieu de la convergence attendue, on assiste à une montée des spécialisations industrielles exportatrices des pays du Nord et à une spécialisation dans les services et la consommation des pays du Sud, avec comme résultat prévisible l'accroissement des excédents commerciaux des uns et le creu-

sement des déficits commerciaux des autres. Au lieu d'une circulation sans entrave des capitaux, le risque souverain apparu en Grèce tarit le financement par les pays du Nord des pays du Sud. Et quand la crise des dettes souveraines se déclare, les pays périphériques de la zone euro, et avec eux les acteurs de marché, découvrent que l'absence de prêteur en dernier ressort interdit à un État en difficulté de gérer ses crises de liquidité. La crise des dettes souveraines révèle ainsi à chaud les imperfections du traité de Maastricht qui a institué l'euro et les graves défaillances de la gouvernance de l'Eurozone.

La crise naît de la divergence des temporalités politiques et économiques et des pressions concurrentes des marchés et des opinions publiques

La crise grecque démarre en octobre 2009 quand G. Papandréou révèle les turpitudes budgétaires de ses prédécesseurs. Le compromis du 9 mai 2010 ne règle pas le problème. D'un point de vue économique, les atermoiements allemands multiplient par cinq le coût du plan de sauvetage grec et contribuent à contaminer les économies périphériques. D'un point de vue politique, on peut estimer que les traités excluant l'aide aux pays en difficulté (*no bail-out clause*), l'intervention de la BCE pour racheter de la dette sur les marchés secondaires étant interdite et les Allemands excluant toute union de transferts, il fallait du temps pour faire accepter ce qui était rejeté par l'opinion publique. Au passage, on notera que nulle remise en cause du schéma économique qui a présidé à l'introduction de l'euro n'est esquissée : aucune thérapie n'est proposée pour la résorption des déséquilibres globaux et la BCE s'interdit toujours de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort.

La déclaration de Deauville impulse une nouvelle dynamique à la crise. Pourquoi a-t-on pris la responsabilité de défier les marchés financiers, quand les dirigeants européens savaient que leurs moyens d'intervention étaient limités, que les besoins de refinancement des pays de la zone euro étaient considérables et que des banques affaiblies par leurs pertes n'auraient d'autre recours... que les États qui les sanctionnaient ? La réponse est politique : le design institutionnel initial ne peut être mis en cause par les 27 ; en revanche, la stigmatisation des marchés financiers et des gouvernements irrespectueux de leurs engagements est populaire. Dès lors, la refonte à chaud des institutions européennes passe par une nouvelle version du modèle « normes + sanctions », accompagné d'une répression financière.

En l'absence de solution politique durable à portée de main, on feint la détermination, on joue la diversion, on gagne du temps pour les nécessaires compromis.

La crise de l'été 2011 et l'explicitation de la stratégie allemande

Le compromis politique du 21 juillet 2011 livre pour la première fois de manière transparente les clés de la stratégie allemande. L'objectif étant le retour à l'orthodoxie budgétaire et les aides pouvant affaiblir la portée de cette politique, la pression des marchés est indispensable pour ramener à la raison les gouvernements trop attentifs aux demandes de leur peuple. En même temps, on ne peut paraître céder aux marchés, d'où la nécessité de l'action punitive à l'égard de banques qui ont investi inconsidérément en dettes des pays périphériques et qui ont cru à un soutien allemand automatique.

Il est légitime d'un point de vue politique que des acteurs privés responsables de l'emballement spéculatif grec paient en abandonnant une partie de leurs créances ; c'est de la politique morale. Mais cela s'appelle aussi un défaut sur dette souveraine. Or en cas de défaut même partiel, les risques de contagion à d'autres pays de la zone euro sont très importants. Pour éviter ce scénario catastrophe, les responsables européens ont besoin d'un accord volontaire des banquiers pour renoncer à une partie de leurs créances. Mais ce sont les agences de notation qui décident s'il y a défaut ou pas. Il faut donc que les sacrifices demandés aux banques soient volontaires et limités, que le nouveau plan grec soit crédible et surtout que les moyens dévolus au FESF soient conséquents. Ainsi, une crise qui s'explique pour l'essentiel par des déséquilibres structurels Nord/Sud, aggravée par le refus de la BCE d'exercer une fonction de prêteur en dernier ressort, devient une simple crise de gouvernance.

La crise de décembre 2011 et la question démocratique

Cette crise va connaître un rebondissement politique spectaculaire avec l'annonce puis le retrait du référendum grec, la chute de G. Papandréou et l'arrivée d'un gouvernement dirigé par un technocrate européen, Lucas Papadémos. Les tergiversations de Berlusconi, ses annonces de rigueur budgétaire jamais suivies d'effets et l'intensification de la spéculation contre la dette italienne aboutissent, elles, à l'arrivée d'un gouvernement de technocrates dirigé par l'ancien commissaire européen Mario Monti. Cette crise pose une question démocratique, à trois titres.

L'opinion du peuple grec sur le plan d'austérité qu'il subit doit-elle être disqualifiée au nom des risques encourus sur les marchés ? Quelle légitimité le couple Merkozy a-t-il pour intervenir dans le fonctionnement de la démocratie grecque et pour peser sur la formulation de la question à poser au référendum ? Faut-il voir dans l'avènement de ces gouver-

nements technocratiques un triomphe des marchés ou une dernière réponse démocratique avant l'avènement de gouvernements populistes ? La place manque ici pour traiter de cette querelle entre « trois peuples » dont la Grèce est l'objet : le peuple grec, celui des marchés et celui des élites eurocratiques.

La crise aura en tout cas un effet majeur : pour la première fois, la sortie de l'euro de la Grèce est évoquée à travers la formulation de la question référendaire ; un tabou est brisé. La zone euro peut évoluer, les scénarios d'une mini-zone, de deux zones, etc., commencent à fleurir.

Le tabou brisé de la cohésion de la zone euro

La crise de l'Eurozone nous donne ainsi quelques leçons économiques, qui commandent une révision profonde des dispositifs inventés à Maastricht et mis en œuvre depuis. La création de la zone euro n'a pas favorisé la convergence des économies, c'est l'effet spécialisation et différenciation qui a joué : l'hétérogénéité grandissante de la zone euro ne vient pas seulement de mauvaises politiques, mais d'abord des spécialisations productives. Conséquence pratique : il faut soit accepter des déficits et des excédents permanents de balance courante au sein de la zone euro, soit imposer des efforts de compétitivité violents et probablement vains aux pays déficitaires.

En régime de monnaie unique, les ajustements de change étant prohibés, la correction se fait en termes réels par des baisses de salaires et de dépenses publiques, c'est-à-dire des dévaluations internes ; mais de telles évolutions ne s'opèrent que dans la douleur sous la pression des crises. Pour éviter ces ajustements brutaux, il faut des mécanismes de surveillance et de correction acceptés et légitimes, ainsi que des transferts financiers intra-européens, et donc du fédéralisme fiscal.

La diversité des émetteurs souverains dans une même zone conduit nécessairement les investisseurs à faire de l'arbitrage (soldier la dette des pays faibles et se renforcer en dette des pays forts). La seule solution à une crise qui a vu les marchés s'attaquer aux pays périphériques, puis aux pays du centre, réside dans l'unification de l'émission de la dette.

La crise qui frappe l'Eurozone est à la fois une crise de dette souveraine et de solvabilité de certains pays de la zone euro (Grèce, etc.), une crise des excès d'endettement privé d'autres pays (Espagne entre autres), une crise de compétitivité d'un troisième groupe de pays (Portugal par exemple) : elle révèle des défauts majeurs dans le fonctionnement de la zone (effets cumulatifs des déséquilibres de balance courante) et des failles du système de gouvernance (coordination budgétaire et sanctions).

Résoudre la crise européenne, c'est donc tout à la fois sauver les pays insolubles, casser la dynamique perverse de l'affaiblissement bancaire qui affaiblit les États, réformer pour relancer la croissance, réinventer la zone euro et sa gouvernance pour la rendre plus viable.

Les avènements de l'Euro(pe)

Confrontés à une crise inédite et soumis aux pressions du marché et des opinions publiques, les gouvernants européens ont adopté sommet après sommet un dispositif qui doit aboutir à un traité rénové. Ce dispositif, nommé ici plan A, est fondé sur un diagnostic – la dérive des finances publiques et le non-respect du PSC –, il débouche sur une politique d'austérité et il est piloté par une structure intergouvernementale.

Le plan A tourne autour de quatre axes :

- assurer la crédibilité budgétaire des pays de la zone euro par des mesures budgétaires et fiscales à effet immédiat et la mise en place d'une règle d'or, dont l'objectif est de constitutionnaliser l'équilibre des finances publiques. Un engagement ferme sur des trajectoires de réduction des déficits et de consolidation des dettes est requis et obtenu de la part des membres de l'Eurozone ;
- renforcer la crédibilité de la zone euro par plus d'intégration, de réactivité et une gouvernance rénovée. Pour l'essentiel, on a renforcé la manœuvrabilité du FESF et autorisé des interventions préventives. La réforme du PSC et du régime des sanctions est consacrée avec le projet d'une union budgétaire. Une réforme du traité est prévue à cet effet, alors que le « semestre européen » mis en place par la Commission, avec le même objet, pouvait permettre d'en faire l'économie ;
- appeler les banques à consolider leurs fonds propres pour les rendre aptes à absorber les pertes liées à la dévalorisation des dettes souveraines européennes qu'elles détiennent. Des banques mieux capitalisées permettront d'éviter le *credit crunch* et constitueront une ligne de défense en cas de difficultés des pays périphériques de la zone euro ;
- la relance de la croissance par des moyens communautaires est explicitement exclue, de même que l'appel à la relance sélective dans les pays aux finances publiques les moins dégradées. Tout au plus envisage-t-on la mobilisation de fonds structurels et un contrôle plus efficace de l'affectation de ces fonds aux investissements générateurs de croissance.

Pendant la mise en œuvre de ce dispositif, la BCE fait face aux mouvements des marchés en intervenant sur le marché secondaire des dettes

souveraines des pays en difficulté et en se montrant créative dans les opérations de refinancement des banques européennes (par exemple avec la facilité à trois ans mise en place par Mario Draghi).

Ce plan peine à convaincre, et ce pour quatre raisons :

- il ne règle pas la question de l'insolvabilité de certains pays. Certes, Athènes est assuré, s'il tient ses objectifs, d'être financé par des fonds européens à des taux soutenables, mais la Grèce est en décomposition, les plans d'austérité se succèdent et l'objectif paraît hors d'atteinte ;
- l'union budgétaire et le PSC renforcé ne contribuent en rien à combattre le risque de récession. Le refus de toute politique de soutien à la croissance va non seulement exaspérer les peuples mais rendre inatteignable l'objectif de réduction des déficits ;
- la recapitalisation des banques, quand les marchés sont déprimés, que les doutes sur la solvabilité des pays périphériques restent forts et que les résultats fondent avec l'entrée en récession, est difficile. Une voie plus praticable pour atteindre les objectifs de Bâle III consiste en une contraction des crédits et une réduction de la taille des bilans ;
- enfin, rien n'est fait pour corriger les déséquilibres globaux et le grand écart qui se creuse entre le Nord et le Sud de l'Europe en matière de spécialisation productive.

Le plan A est à l'œuvre depuis mai 2010, son dispositif institutionnel sera parachevé d'ici fin 2012, mais les contours d'un plan B, qu'on pourrait qualifier de « saut fédéral », se dessinent au cas où la crise viendrait à s'aggraver et qu'une volonté politique de sauver l'Europe finirait par émerger.

Un « saut fédéral » est-il possible ?

Ce plan B est fondé sur un diagnostic – le traité de Maastricht a été mal conçu et mal mis en œuvre – et il débouche sur une stratégie européenne solidaire et coordonnée de croissance, de rigueur et de justice sociale ; il pourrait être piloté par un nouvel exécutif européen fédéral issu de l'actuelle Commission.

Il pourrait tourner autour de trois axes :

- une solution radicale de la question de la dette souveraine peut être trouvée par le recours à l'émission d'euro-obligations. La mutualisation de la dette nouvelle jusqu'à 60 % du produit intérieur brut (PIB) de chaque pays (du type des *blue bonds* proposés par Bruegel) permet de casser le mécanisme de contagion, fait bénéficier l'ensemble de la zone euro de conditions attractives de financement et permet de bénéficier des atouts

de la zone euro (moins endettée que les États-Unis et le Japon et souffrant d'un déficit de finances publiques plus faible qu'aux États-Unis) ;

– un Fonds de stabilité européen transformé en agence de la dette européenne peut être institué et intervenir sur les marchés primaire et secondaire de la dette ;

– une gouvernance européenne fondée sur le triptyque mutualisation/responsabilisation/sanction peut être envisagée. Un mécanisme de ressources préaffectées peut être imaginé pour assurer le service de la dette, un contrôle *a priori* des budgets nationaux peut être mis en place, des autorités indépendantes à l'échelon européen et national peuvent valider les budgets, des sanctions crédibles peuvent être mises en œuvre sur un mode semi-automatique. Une inversion de la charge de la preuve peut être envisagée : seule une majorité qualifiée pourrait refuser une sanction communautaire.

L'enjeu du plan B est clairement politique : il s'agit d'inventer une solution économique par le saut fédéral et une solution démocratique par l'invention d'une nouvelle gouvernance. Pour éviter que les choix macro-économiques soient vécus comme des diktats de Bruxelles ou de Berlin, il faut veiller à l'appropriation par les Parlements nationaux des objectifs de consolidation budgétaire.

Le plan C s'imposera en revanche si, à la faveur de la prochaine crise, les dispositifs du plan A cessent de fonctionner et si la volonté politique de passage au plan B fait défaut.

La conjonction de la récession et de l'échec des plans d'austérité dans un contexte d'aggravation de la crise des finances publiques des pays périphériques de la zone euro est potentiellement déflagratoire. Du reste, on observe déjà des comportements de fuite devant les dettes des pays du Sud de l'Europe, les banques européennes n'ont plus accès aux financements en dollars aux États-Unis et nombre de grandes entreprises s'organisent pour le cas où la zone euro serait mise en cause.

Dans les études récemment publiées sur l'éclatement de la zone euro, quatre scénarios sont évoqués : celui de la sortie des pays en difficulté (Grèce, etc.) ; celui de la sortie des pays les plus prospères (Allemagne en tête) ; celui d'un démantèlement ordonné avec ou sans reconstitution du « serpent monétaire » ; celui de la constitution de deux zones euro (euro nord et euro sud).

Aucun de ces scénarios ne peut être adopté de sang-froid, car aucun pays, aucune institution européenne n'y a intérêt. Une sortie volontaire de

la zone euro se traduirait par un renchérissement de la dette ou par une fermeture des marchés financiers. Une sortie suivie d'une dévaluation se traduirait par un renchérissement du prix des biens importés avant qu'une amélioration de la compétitivité ne produise des effets en termes de réindustrialisation et d'exportations. Un éclatement de la zone euro, quelle qu'en soit la forme, mettrait en péril le marché unique et l'intégration des marchés européens. Enfin, l'adoption de devises nationales et de règles contractuelles privilégiant le droit national créerait un formidable imbroglio contractuel et financier pour les entreprises et les banques européennes, qui aboutirait probablement à des faillites en cascade. Au total, des baisses de 15 % à 30 % du PIB seraient probablement constatées dans les différents pays de la zone euro, entraînant sans doute une récession mondiale.

On ne peut exclure qu'à la faveur d'une crise de trop, de nouvelles élections, un gouvernement, une opinion publique chauffée à blanc n'en viennent à tenter l'aventure de la sortie de l'euro. Pourraient alors se produire des phénomènes de contagion déjà à l'œuvre mais dont la puissance serait redoublée et qui aboutiraient de proche en proche à une remise en cause de la zone euro.

Résoudre la crise actuelle de la zone euro, c'est éviter le double risque de la crise économique aggravée par le laxisme budgétaire et de la panne de croissance provoquée par un rigorisme excessif ; c'est aussi agir en suscitant l'adhésion, c'est-à-dire en ayant l'obsession de la juste répartition des efforts demandés.

Le drame européen est que la nécessité de l'intégration est plus évidente que jamais alors que son impossibilité est manifeste tant les opinions publiques sont rebelles à l'idée d'une accélération de l'intégration avec les politiques de solidarité qu'elle implique.

L'éclatement de la zone euro, au moment où les nations-continentes (Brésil, Chine, Inde, Afrique du Sud, États-Unis) affirment leur puissance, serait une catastrophe économique et géopolitique. Elle se traduirait par la disparition d'une des rares réalisations pacifiques en matière d'intégration et de gouvernance régionale : l'Union européenne. Et elle ne profiterait à personne en Europe, pas même à ceux qui pensent avoir la ressource pour faire mieux que leurs voisins...



MOTS CLÉS

Union européenne, zone euro, dette souveraine, Pacte de stabilité et de croissance