

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (3)

L'année 2010

Christian BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure
en Économie et Gestion

www.christian-biales.fr

Ce site se veut **évolutif**. Pour cela il fait l'objet d'un **enrichissement documentaire régulier**.

© **Les textes édités sur ce site sont la propriété de leur auteur.**

Le code de la propriété intellectuelle n'autorise, aux termes de l'article L122-5, que les reproductions strictement destinées à l'usage privé.

Pour toute utilisation de tout ou partie d'un texte de ce site, nous vous demandons instamment d'indiquer clairement le nom de l'auteur et la source :

CHRISTIAN BIALÈS

Professeur honoraire de Chaire Supérieure en Économie et Gestion
Montpellier (France)

www.Christian-Biales.fr

Tout autre usage impose d'obtenir l'autorisation de l'auteur.

Vous pouvez aussi [mettre un lien vers cette page](#)

Avertissement : dans ces différents documents, les faits sont relatés en caractères « Times ».

Ce qui est écrit en caractères « baskerville » correspond à des explications « objectives » que je donne de ces faits.

Ce qui écrit en caractères « Apple Chancery » correspond à des points de vue strictement personnels.

• **JANVIER 2010** ->

1^{er} janvier 2010 : La Chine et six pays de l'ASEAN (Association des Nations du Sud-Est asiatique) : la Thaïlande, l'Indonésie, Brunei, les Philippines, Singapour et la Malaisie, forment la plus grande zone de libre-échange mondiale en supprimant les droits de douane pour 7 000 groupes de biens et services, ce qui représente 90% de leurs échanges. Pour l'instant, ces échanges sont essentiellement libellés en dollars et la Chine escompte que cette zone de libre-échange va donner au yuan un rôle de monnaie de référence au détriment du dollar. Par cet accord, la Chine espère aussi compenser la diminution de ses exportations en direction de l'Europe et des États-Unis que la récession mondiale entraîne.

Sur les places boursières, la première semaine de 2010 se déroule sur la lancée de la dernière semaine de 2009 : le CAC 40 passe même le seuil des 4 000 points en affichant une progression de 2,76%, et on enregistre +1,35% pour le DAX30, +2,24% pour le Footsie, +1,82% pour le Dow Jones, +2 ;12% pour le Nasdaq et +2,39% pour le Nikkei. Ainsi, malgré que les informations ne soient pas bonnes pour l'emploi, de part et d'autre de l'Atlantique, les investisseurs estiment malgré tout que la situation économique générale s'est plutôt améliorée et que de toute façon les Banques centrales sont décidées à ne pas élever trop vite leurs taux directeurs.

Sur le marché des changes, qu'il s'agisse du comportement du yuan, du yen ou du dollar, certains se plaignent du « désordre monétaire », comme le fait en milieu de semaine le Président Sarkozy : le vendredi, l'euro en est à 1,4415 dollar.

Lors de la deuxième semaine, alors même que les informations conjoncturelles ne sont pas plus mauvaises, les cours chutent assez fortement, surtout en Occident : -2,24% pour le CAC 40 (à 3954 points), -2,68% pour le DAX30, -1,43% pour le Footsie, -0,08% pour le Dow Jones, -1,26% pour le Nasdaq mais +2,81% pour le Nikkei. *Cela semble traduire un tournant. En 2009, les résultats boursiers ont été bons parce que les valeurs liées à l'évolution de la conjoncture, comme dans les secteurs de la construction ou de la sidérurgie, ont enregistré les signaux de reprise économique. Mais ces valeurs retombent en ce moment parce que l'année 2010 va peut-être donner la priorité aux valeurs liées plutôt aux évolutions structurelles, comme c'est le cas de celles du secteur de la santé. L'euro baisse lui aussi : le vendredi, il cote à 1,4385 \$.*

Lundi 18, Jean-Claude Juncker est réélu président de l'Eurogroupe, à l'unanimité et pour la quatrième fois. M. Juncker se propose de travailler principalement dans trois directions : d'abord dans la restauration de la discipline budgétaire du PSC, ensuite dans la représentation unique de la zone euro au niveau international, spécialement au FMI, et enfin dans l'amélioration de la coordination des politiques économiques, y compris structurelles, dans le but d'accroître la compétitivité de l'économie de la zone euro, et cela au travers d'un dispositif similaire à celui qui encadre les politiques budgétaires.

Jeudi 21, le Président Obama annonce un projet de loi sur la régulation bancaire. Ce projet de loi fait inévitablement penser au Glass-Steagall Act de 1933, abrogée en novembre 1999 sous l'administration Clinton (voir à cette date), et dont le principe de base était la nette séparation entre les banques de dépôts et les banques d'affaires. En effet, le projet Obama interdirait aux banques de dépôts de travailler avec des fonds d'investissement ou des fonds spéculatifs ; il réduirait pour ces banques commerciales la possibilité de réaliser des opérations pour compte propre ; et surtout, il limiterait la taille des établissements bancaires, de façon à lutter contre l'aléa moral (too big to fail) : *comme l'écrit A. Orléan (Le Monde du 30 mars 2010), « une banque trop grande pour faire faillite devrait également être trop grande pour exister ». Et il ajoute : « mais une telle politique suppose une mutation en profondeur des esprits. Pour l'instant, elle semble bien éloignée ». Cela est d'autant plus vrai que la grande taille procure un intérêt non seulement aux banques mastodontes pour l'assomption de leurs risques et la maximisation de leurs profits, mais également à leurs clients pour l'assurance de leur sécurité et la qualité des services fournis. Ajoutons deux remarques complémentaires : d'abord, que le « too big to fail » se combine souvent à un « too interconnected to fail », étant donné que la globalisation financière fait que les grands établissements financiers sont très interdépendants, d'où des réactions en chaîne et des risques de crise systémique ; ensuite, que le « too big to fail » et le « too interconnected to fail » peuvent être empêchés par un « too big to saved », ce qui impose alors un fractionnement des établissements.*

En fin de cette troisième semaine, la réaction des marchés au projet que B. Obama a annoncé le jeudi ne s'est pas fait attendre, considérant que ce projet peut nuire au développement et à la rentabilité du secteur financier : -3,38% pour le CAC40 (à 3821 points), -3,07% pour le DAX30, -2,79% pour le Footsie, -4,12% pour le Dow Jones, -4,81% pour le Nasdaq et -3,57% pour le Nikkei. Sur le marché des changes, la monnaie européenne est passée eu cours de cette semaine de 1,45\$ à 1,41\$. La situation des finances publiques grecques est la cause essentielle de cette baisse ; mais comme « à quelque chose malheur est bon », cette évolution, a priori inquiétante pour la crédibilité de l'euro et pour la solidarité européenne, est favorable aux exportations de la zone euro, donc pour sa croissance.

Le jeudi 28, le Président Sarkozy ouvre la « Conférence sur le déficit public » : à cette occasion, il exprime le souhait de voir la France, à l'instar de ce qu'a décidé l'Allemagne en juin 2009, inscrire dans sa Constitution une règle d'équilibre budgétaire pour l'ensemble des administrations publiques.

Même si N. Sarkozy fixe l'horizon de 2020 pour la mise en œuvre d'une telle règle, cela apparaît à de nombreux analystes non seulement comme peu réaliste, sans parler des difficultés politico-technico-juridiques que soulève la révision constitutionnelle, mais surtout comme étant une contrainte plutôt dangereuse dans la mesure où elle peut supprimer des marges de manœuvre par ailleurs nécessaires. On peut d'ailleurs penser également cela quand les responsables européens pressent les États membres de revenir le plus rapidement possible à la norme des 3% du PIB pour leur déficit public : certes, par souci du redressement de l'économie européenne, il est souhaitable de ne pas refuser cette norme, mais par sagesse et réalisme, il faut l'appliquer au déficit structurel et non au déficit courant, tout en reconnaissant la difficulté de mesurer ce déficit structurel puisqu'il repose sur des évaluations incertaines du cycle économique et de l'impact de celui-ci sur les recettes et dépenses publiques.

À propos du cas français, il faut préciser la nature et le contenu de la décision allemande qui semble servir d'exemple. Il faut savoir que la Loi fondamentale de 1949 exige déjà dans son article 110 que « les recettes et les dépenses doivent s'équilibrer ». Mais l'article 115 de cette loi, qui est l'équivalent de notre Constitution, donne deux précisions importantes : d'abord, « le produit des emprunts souscrits par le pays ne doit pas dépasser le montant des crédits d'investissement inscrits au budget », et ensuite, il est admis qu'il « ne peut être dérogé à cette règle que pour lutter contre une perturbation de l'équilibre économique global ». C'est cet article 115 qui a été lui-même complété en 2009 en interdisant à partir de 2016 de voter un budget en déficit, plus précisément de souscrire des emprunts au-delà de 0,35% du PIB (personne n'est en mesure d'expliquer cette norme...).

Notons que c'est également ce jeudi 28 janvier qu'aux États-Unis Ben Bernanke a obtenu du Sénat sa reconduction à la tête de la Fed, à l'issue d'une période assez difficile.

En fin de ce mois de janvier, les places financières continuent et accentuent même leur baisse, comme si, malgré les résultats encourageants de l'économie réelle, elles voulaient corriger plusieurs mois de hausse trop forte et trop rapide. Ainsi le CAC40 baisse-t-il de 2,13% (à 3739 points), le DAX30 de 1,52%, le Footsie de 2,16%, le Dow Jones de 1,04%, le Nasdaq de 2,63% et le Nikkei de 3,71%. Il n'est pas alors étonnant que cette période troublée fasse à nouveau du dollar une valeur refuge, surtout que des statistiques viennent de montrer que l'économie américaine renoue avec une croissance soutenue (hausse du PIB de 5,7% en rythme annuel lors du 4^{ème} trimestre 2009, tout en remarquant que la reconstitution des stocks y est pour beaucoup) et que la situation des finances publiques des « PIGS » inquiète de plus en plus : l'euro en subit les conséquences en passant en dessous des 1,40\$ pour la première fois depuis la mi-juillet, puisqu'il cote 1,3865\$. Notons que l'inquiétude concernant l'état des finances publiques ne concerne pas seulement les PIGS et qu'elle dépasse franchement les limites de la seule zone euro, ce qui en rajoute bien sûr aux réactions négatives des investisseurs : en effet, plusieurs d'entre eux-ci ont tendance à substituer à cet acronyme celui de « STUPID » pour Espagne (Spain), Turquie, Royaume-Uni (United Kingdom), Portugal, Italie et Dubaï. Les craintes se cristallisent de plus en plus sur la situation financière des administrations publiques anglaises. Certes, cette situation est de plus en plus comparée à celle de la Grèce et un manque de confiance des marchés pourrait avoir de graves conséquences, monétaires sur la Livre sterling et réelles sur l'économie britannique. Mais, précisément, d'un côté la notoriété et le cours de la Livre font d'elle un précieux atout et un facteur de compétitivité et, de l'autre, l'économie anglaise bénéficie de structures favorables, en particulier d'un marché du travail très flexible et de bonnes capacités d'ajustement en période de crise.

Pour analyser la gravité relative des situations des finances publiques, dressons le tableau suivant, d'après des statistiques du

	<i>Dettes publiques (% du PIB)</i>	<i>Soldes budgétaires (% du PIB)</i>	<i>FMI, qui portent sur 13 ans :</i>

	1997	2010	1997	2010	Il ressort de ce tableau que la situation des finances publiques
R.-U	48	72	-2	-10,5	
E.-U.	66	90	0	-12	
Japon	102	216	-4	-10	
Zone euro	72	84	-2,5	-6	

de la zone euro n'est pas, ceteris paribus, la plus délicate.

• Février 2010 ->

Le 3, la Commission européenne met la Grèce sous étroite surveillance pour s'assurer que les politiques de redressement annoncées par le gouvernement de G. Papandréou soient mises en œuvre rapidement et rigoureusement.

Sur les marchés financiers, la première semaine de ce mois de février prolonge et aggrave même les tendances baissières de la dernière semaine de janvier, à cause du problème des finances publiques des PIGS, surtout que celui du Portugal et de l'Espagne commence à inquiéter autant que celui de la Grèce : -4,70% pour le CAC40 (à 3564 points), -3,11% pour le DAX30, -2,46% pour le Footsie, -0,55% pour le Dow Jones, -0,29% pour le Nasdaq et -1,38% pour le Nikkei. Quant à la monnaie européenne, qui subit pour cette même raison les attaques des marchés financiers, malgré les appels à la raison de J.-C. Trichet, elle baisse vendredi jusqu'à 1,3619\$, son plus bas niveau depuis mai 2009.

La deuxième semaine de février est marquée par une nette accentuation des manœuvres de certains investisseurs financiers internationaux à l'encontre de la monnaie européenne en profitant de la mauvaise situation des finances publiques des PIGS. La Grèce est le pays le plus visé puisque sa dette publique représente 112,6% de son PIB et que les contrats CDS grecs à 5 ans (contrats d'assurance contre le risque de défaut) s'échangent sur le marché à des prix qui font penser aux experts de Natixis que les spéculateurs estiment à environ 29% la probabilité de faillite d'ici 2015. *Mais les autres « PIGS » sont également concernés : le Portugal a un taux d'endettement public de 77,4% (probabilité de faillite de 18%), l'Irlande de 65,8% et l'Espagne de 54,3%. D'ailleurs, le « I » de PIGS pourrait signifier tout aussi bien « Italie », dont le taux d'endettement public est de 114,6% et dont la situation est considérée par Robert Mundell lui-même comme plus critique que celle de la Grèce dans la mesure où il s'agit d'une économie plus importante et qu'il serait donc plus difficile de la sauver en cas de naufrage. En ce qui concerne l'Islande, un autre « I », qui, elle aussi, est en difficulté, a une situation économique différente puisque le surendettement ne concerne pas les administrations publiques mais l'ensemble des agents privés, financiers et non financiers, et qu'il est en grande partie international. Par conséquent, il est judicieux de distinguer les situations de fort endettement et donc de risque de faillite selon qu'elles concernent tout un pays comme c'est le cas de l'Islande et celles qui concernent les administrations publiques seulement comme c'est le cas des PIGS. Notons enfin que le cas de la Grèce est spécifique aussi parce que ce pays soulève d'autant plus les soupçons des autres États membres, des investisseurs et des marchés qu'il est accusé d'avoir abusivement enjolivé ses comptes publics, non seulement pour entrer dans la zone euro mais aussi tous ces temps-ci pour ne pas révéler la gravité de sa situation : plus que tout autre pays, la Grèce a poussé à l'extrême l'art de la « comptabilité créative », pour utiliser une expression qui faisait florès il y a peu en gestion comptable et financière.* Précisons que la banque d'affaires Goldman Sachs et quelques autres établissements similaires auraient fait profiter la Grèce de leurs compétences en montages financiers sophistiqués pour aider ce pays à maquiller ses comptes publics. Cela amènera, à la fin du mois, la Fed et la SEC à se pencher sur ces relations pour le moins équivoques.

Le jeudi 11 février, lors du sommet informel bruxellois proposé par le nouveau Président du Conseil européen Herman Van Rompuy pour traiter du cas grec, les responsables européens se sont contentés d'assurer la Grèce de leur soutien politique contre la spéculation, tout en déclarant que « les États-membres de la zone euro prendront des mesures déterminées et coordonnées, si nécessaire, pour préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble », mais sans donner plus de détails à cause de la forte réticence allemande. Il convient de rappeler ici que la clause de « non-renflouement », dite de « no-bailout », du Traité de Maastricht interdit à la BCE et aux États-membres de se porter financièrement au secours d'un État-membre en difficulté budgétaire : seul le FMI peut théoriquement intervenir. Mais, d'un côté la Grèce fait à l'Europe le chantage que si elle ne l'aide pas elle demandera au FMI d'intervenir, et de l'autre la BCE s'oppose au sauvetage de la Grèce par le FMI, estimant que la stabilité financière de la zone euro est de son seul ressort. Comme le FMI calibre ses interventions en fonction des besoins en réserves de la Banque centrale, il faut reconnaître qu'une aide directe à un État membre de la zone euro soulève des

difficultés (c'est comme si le FMI prêtait à un État américain), surtout que la zone euro est le premier actionnaire du FMI et que sa monnaie est la seconde monnaie de réserve du monde... De plus, sur le plan institutionnel, tout dépend aussi de l'interprétation que l'on fait du deuxième paragraphe de l'article 122 du Traité de Lisbonne selon lequel « lorsqu'un État membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés, en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder, sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'État membre concerné » : dans le but de contourner la clause de « no-bailout », il semble difficile d'évoquer pour les finances publiques de la Grèce une sorte de « tempête »... Cela étant, le Premier ministre grec estime bien sûr que la réponse de l'Europe aux marchés est « timorée ». Il n'empêche que les places financières sont rassurées dans l'immédiat et que pour elles le risque de faillite de la Grèce semble bel et bien écarté : en fin de cette deuxième semaine, on a +0,99% pour le CAC40 (à 3599 points), +1,22% pour le DAX30, +1,61% pour le Footsie, +0,87% pour le Dow Jones, +,98% pour le Nasdaq mais -2,55% pour le Nikkei. Par contre, la monnaie européenne continue sa chute en baissant vendredi jusqu'à 1,3532\$, un plus bas depuis 9 mois : même si c'est le résultat d'attaques spéculatives regrettables, la dépréciation de l'euro est bénéfique pour soutenir la reprise au moment précisément où elle marque le pas (-2,5% au 1^{er} trimestre 2009, -0,25% au deuxième, +0,4% au troisième mais 0,1% seulement au 3^{ème} alors qu'il était attendu +0,3%).

*En milieu de cette deuxième semaine, des statistiques sur le dernier trimestre 2009 laissent penser, comme certains le craignaient depuis plusieurs mois, que le scénario de reprise ressemble à un W : l'évolution des taux de croissance est en effet moins bonne que prévu, et on voit peu de facteurs laissant penser que cela est provisoire, tout au contraire. Car non seulement les plans de relance sont en bout de course, d'où la fin prévisible de la compensation d'une forte contraction de la demande privée pour cause de désendettement que ces plans publics assurent mais, de plus, les marchés font pression sur les États pour qu'ils se dépêchent de prendre des mesures d'assainissement de leurs finances publiques. Les opérateurs des marchés sont d'autant plus inquiets que les dettes souveraines atteignent des montants très importants (fin 2009, leur total mondial serait de 49 500 milliards de dollars), et les difficultés que connaissent déjà plusieurs pays augmentent à leurs yeux la probabilité de risques de krach obligataire (une véritable concurrence pour obtenir des capitaux se développe sur le marché des obligations entre les Trésors publics, les banques et les entreprises, mais heureusement qu'en Europe le taux d'épargne est relativement élevé) et/ou de forte inflation. D'ailleurs, en ce milieu de mois de février, dans une note de recherche, O. Blanchard et deux autres experts du FMI montrent que la cible d'inflation fixée à 2% réduit les marges de manœuvre des banques centrales pour participer au soutien de l'activité et qu'il serait sans doute souhaitable de l'élever à 4%. En effet, non seulement, viser un taux aussi bas place l'économie en situation de trappe monétaire, ce qui neutralise la politique monétaire, mais également fait courir le risque déflationniste. Selon les experts du FMI, et J.-P. Fitoussi est d'accord avec eux (voir *Le Monde* du 24/02/2010), fixer une norme de 4% ne porterait pas préjudice à l'ancrage des anticipations d'inflation qui est en définitive l'objectif primordial de la BCE. Il est facile d'imaginer la réaction très négative des banquiers centraux à cette analyse, et celle du Président de la BCE tout spécialement. Dans *La Tribune* du 27 février, Erik Izraelewicz résume leur contre argumentation en trois mots : dentifrice, drogue et rideau de fumée. D'abord, « l'inflation, c'est comme le dentifrice, une fois qu'elle est sortie de son tube, impossible de la faire rentrer dedans ». Ensuite, l'inflation faible que nous connaissons maintenant depuis une trentaine d'années est non seulement le fruit des politiques monétaires menées mais aussi la conséquence des baisses de prix suscitées par la mondialisation ; or, celle-ci pourrait entraîner des tensions inflationnistes s'il y avait accentuation de la hausse des coûts et des salaires dans les pays émergents. Enfin, l'inflation est un rideau de fumée en ce sens qu'elle est un mécanisme insidieux de redistribution des revenus et des patrimoines : elle fait toujours naître des gagnants et des perdants. La réaction de la BCE aux suggestions du FMI est partagée par les autres banques centrales et elle est d'autant plus forte que le FMI exprime de surcroît le désir d'intervenir davantage dans la supervision « pour traquer les risques pesant sur la stabilité économique et, je souligne, financière mondiale » comme le déclare lui-même le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn. Toujours à propos de l'inflation comme remède pour une économie surendettée, il serait particulièrement judicieux de prendre l'avis de l'historien, en l'occurrence celui de Niall Ferguson : mis à part le cas du Royaume-Uni entre 1815 et 1914, qui s'en est sorti grâce aux bienfaits qu'elle a tirés de la révolution industrielle et aux apports de son empire colonial, tous les autres cas montrent qu'il n'y a que deux seules solutions : l'inflation (et la dépréciation monétaire subséquente) et la faillite, selon que le pays a ou non le pouvoir de créer de la monnaie : les États-Unis auront toujours la possibilité de laisser courir l'inflation, mais pas les pays européens en difficulté, pris au moins individuellement...*

Indiquons enfin que la notion même de reprise prête à discussion : on peut lui donner au moins quatre significations qui correspondent à des horizons de plus en plus éloignés : le retour d'une croissance mondiale positive, le retour d'une croissance occidentale positive, le retour du PIB à son niveau d'avant la crise, et le début de l'amélioration de la situation de l'emploi. De surcroît, au-delà de cet aspect sémantique et statistique, se pose surtout la question de la vigueur de la reprise : va-t-on retrouver

le rythme de croissance d'avant la crise, et dans combien de temps, ou faut-il craindre des taux bien inférieurs, durablement ? Plus précisément, non seulement on peut se poser la question de savoir quel sera l'écart au potentiel de croissance de la zone euro (l'output gap), c'est-à-dire l'écart qui existera entre la croissance potentielle, celle qui rend compatibles plein emploi et stabilité des prix, et la croissance effective, mais plus fondamentalement il faut se poser aussi et même d'abord la question de savoir quelles conséquences la crise peut avoir sur le niveau de la croissance potentielle, et cela au travers des effets sur les marchés de facteurs de production. Sur le marché du travail, la perte d'employabilité que cause le chômage risque d'être d'autant plus préjudiciable qu'elle sera durable, et sur le marché du capital physique, la baisse de l'investissement productif et l'augmentation de la mortalité des entreprises ne peuvent avoir que des influences défavorables. Et au total la productivité baissera, d'autant plus que les investissements en recherche et développement seront sacrifiés. Selon certaines études, la croissance potentielle qui était avant la crise de 2% l'an, aussi bien dans la zone euro qu'en France, pourrait être divisée par deux, pendant qu'elle serait de l'ordre de 4,5% au niveau mondial ! Ces perspectives de croissance peu réjouissantes conduisent à une inquiétude encore plus profonde, déjà exprimée ici, celle de voir l'équilibre géostratégique mondial se modifier au détriment des économies occidentales.

Le lundi 15, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro reprennent non seulement les dispositions arrêtées quelque temps auparavant par la Commission en fixant à la Grèce un délai d'un mois pour prouver le sérieux du plan de redressement qu'elle a annoncé en promettant de ramener son déficit public de 13% du PIB à 3% d'ici 2012, mais ils lui demandent de prévoir de nouvelles mesures « si les risques pesant sur le redressement des comptes se confirment ». L'Allemagne joue un rôle certain dans le durcissement des conditions imposées à la Grèce alors que celle-ci estime que c'est surtout un message plus clair de l'Europe sur l'aide qu'elle pourrait concrètement lui apporter qui peut détendre les marchés.

Le jeudi 18, la Fed relève son taux d'escompte, c'est-à-dire de son « taux d'enfer », de 0,5% à 0,75%. Cette mesure, a priori secondaire, signifie essentiellement deux choses : d'une part que la Fed estime que la crise est en voie de se terminer aux États-Unis, et d'autre part que, pour cette raison, elle commence à supprimer progressivement ses dispositifs anti-crise. Cela prouve à nouveau une plus grande résilience économique de l'économie américaine que celle des économies européennes (avec l'indice 100 pour le PIB en volume au 1^{er} trimestre 2007, la crise des subprimes fait tomber en 2009 cet indice aux environs de 97 à la fois aux États-Unis, en Europe et en France ; mais fin 2013, il dépassera 108 aux États-Unis alors qu'il sera à peine supérieur à 100 pour l'Europe à 27 et inférieur à 102 pour la France). D'ailleurs, les Bourses confirment sur plusieurs semaines ce diagnostic : même si au cours de cette troisième semaine de février le CAC40 progresse de 4,74% (à 3770 points), le DAX30 de 4,03%, le Footsie de 4,19%, le Dow Jones de 2,54%, le Nasdaq de 3,05% et le Nikkei de 0,31%, l'indice phare de la Bourse américaine a augmenté de 0,25% depuis le début de l'année contre une baisse de 4,24% de l'indice parisien.

Le samedi 27, le journal Le Monde reprend l'analyse faite la veille par le Wall Street Journal selon laquelle quelques hedge funds anglo-saxons spéculeraient à la baisse de l'euro jusqu'à sa parité avec le dollar. Certes, les moyens de ces fonds spéculatifs, rapportés au volume global des transactions sur le marché des changes, rendent leur stratégie difficile mais, comme le dit G. Soros, « la survie de la Grèce ne règlera pas la question de l'avenir de l'euro », et comme le craint J. Attali, « la zone euro peut exploser ». Ce diagnostic très pessimiste rejoint celui exprimé par Christian Saint-Étienne (voir donc plus haut) ; et il pourrait se vérifier si la Grèce ou un autre pays de la zone euro confronté au même type de difficultés considérait sa sortie de la zone euro comme une solution à ses problèmes (Martin Feldstein propose à la Grèce une solution plus sophistiquée : sortir de la zone euro pour y rentrer peu après, avec un taux de change dévalué).

Soulignons que l'explication essentielle de cette poussée spéculative est la situation des finances publiques des pays européens, à telle enseigne que la Livre sterling est également attaquée (le directeur général de l'important gérant de fonds obligataires américain Pimco a dit que les bons du Trésor britannique « reposent sur un lit de nitroglycérine »). Ceux qui « positivent » diront que les pays européens ont déjà connu dans leur histoire économique des situations de finances publiques aussi graves sans pour autant courir à la catastrophe et trouveront que ces attaques à la baisse de l'euro et de la livre donnent à nos économies l'occasion de bénéficier de gains de compétitivité.

Sur les places financières, cette situation des finances publiques européennes et l'incertitude sur la réalité et la vitalité de la reprise font que la fin du mois est marquée une baisse quasi-générale sur la dernière semaine : -1,61% pour le CAC40 (à 3709 points), -2,16% pour le DAX30, -0,07% pour le Footsie, -0,74% pour le Dow Jones, -0,25% pour le Nasdaq et +0,02% pour le Nikkei.

Notons qu'au cours de ce mois de février, des experts et responsables politiques font la proposition de la création d'un Fonds monétaire européen. Dans le journal Le Monde du 12, S. Cossé, ancien économiste au FMI, écrit que « la crise financière montre à quel point la zone euro se trouve à une étape cruciale de son existence : une monnaie unique, mais pas de politique économique, pas de budget, pas de solidarité financière. Il faut saisir cette opportunité pour consolider la zone euro. Dotons-la, d'abord, d'un mécanisme de solidarité financière conjoncturel. Un fonds monétaire international en Europe. (...) Pourquoi ne

pas constituer un Fonds monétaire européen (FME) ? Les Asiatiques, qui pourtant n'ont pas de monnaie commune, n'ont-ils pas créé leur propre fonds, le Fonds monétaire asiatique (une ligne de crédit commune mobilisable pour les pays qui pourraient faire face à une crise financière) ? ». Dans le journal Le Monde du 24, la députée européenne M. de Sarnez reprend cette idée. Il y aurait au moins deux intérêts à la création d'un FME : contourner la clause de « no-bailout », ce qui serait une solution – plus ou moins rapide – pour le cas grec en ce moment et pour des cas semblables éventuels plus tard, et renforcer la discipline à laquelle les États membres doivent se plier pour préserver la cohésion de la zone euro puisque les prêts du FME seraient, comme ceux du FMI, soumis à un principe de conditionnalité.

• **Mars 2010** ->

En ce début mars 2010, la Commission précise les propositions qu'elle a faites fin novembre 2009 dans son document de travail intitulé « Consultation sur la future stratégie "UE 2020" », en privilégiant et en quantifiant cinq objectifs principaux pour 2020. En matière d'éducation, il faut avoir 10% de taux d'abandon scolaire seulement et au moins 40% de jeunes obtenant un diplôme de l'enseignement supérieur. Pour l'emploi, il faut arriver à un taux d'emploi de 75% (contre 69% aujourd'hui). Il faut que 3% du PIB soit investi dans la recherche et le développement (contre 1,9% aujourd'hui). Une action vigoureuse est à mener contre la pauvreté en réduisant de 20 millions le nombre de personnes fragilisées par la crise. Et des objectifs sont également fixés en matière d'émissions de gaz à effet de serre et d'économies d'énergie.

La question est de savoir si cette nouvelle stratégie peut avoir davantage de succès que celle proclamée en 2000. Car l'enjeu est d'une importance vitale pour le continent européen : comme le dira D. Strauss-Kahn à la fin du mois devant le Parlement roumain, il faut que les Européens agissent rapidement, car sinon « la bataille se jouera entre les États-Unis et l'Asie, et l'Europe risque d'être marginalisée dans les vingt prochaines années. Pour éviter cela, il faut revenir à l'innovation, à la compétitivité et la croissance. Ce n'est pas exactement ce que l'on constate après la crise économique ». C'est sans doute cette déclaration qui inspire la chronique de P.-A. Delhommais dans Le Monde des 4-5 avril 2010, intitulée « L'Europe aux portes de la deuxième division », et dans laquelle il reprend notamment ce qu'analyse P. Artus pour expliquer que l'économie européenne montre une résilience moins grande que celle des États-Unis. Ce n'est pas que les Européens seraient plus pessimistes que les Américains, cela ne tient pas non plus à une différence de politiques économiques ; l'explication réside bien plutôt dans un manque de pertinence de la spécialisation géographique des exportations de l'Europe et dans un manque de flexibilité de ses marchés.

Le jeudi 4 mars, la Grèce lance un emprunt obligataire sur 10 ans de 5 milliards d'euros. L'offre de capitaux est plus de trois fois supérieure ! Il faut dire, outre que le plan d'austérité décidé par la Grèce a satisfait les marchés, que le taux proposé est attractif : 6,3%, soit un écart de 326 pb par rapport à l'emprunt du Bund allemand sur 10 ans dont le taux est en effet de 3,12%...

Faisons ici sept remarques :

- 1) *En toutes circonstances, la réaction des marchés est fonction de leur confiance, laquelle dépend essentiellement de deux ingrédients, la réputation et la crédibilité. La confiance s'appuie sur la réputation en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci est réputée honnête, autrement dit quand elle n'a jamais triché, quand elle fait preuve de transparence et de sincérité dans les informations qu'elle communique. La confiance s'appuie aussi sur la crédibilité en ce sens que l'on a confiance en une entité quand celle-ci n'a jamais pris de décisions ni mené d'actions incohérentes, et qu'elle est capable de prendre des mesures courageuses quand cela est nécessaire.*
- 2) *La différence de taux de crédit entre la Grèce et l'Allemagne ne s'explique pas seulement par des situations de finances publiques bien différentes mais aussi par de grands écarts pour d'autres critères de performances économiques. C'est d'abord le cas du taux de croissance, qui est négatif pour la Grèce : les marchés comprennent donc que ce pays ne génère pas les ressources nécessaires au remboursement de sa dette, ce qui signifie que la Grèce a davantage un problème de solvabilité qu'un problème de liquidité. Certains en concluent qu'un plan de restructuration de la dette grecque est bien préférable à un plan de financement assorti de consignes d'austérité et rappellent ce qu'une telle erreur d'appréciation a coûté lors des crises sud-américaines des années 1980. Mais on peut leur rétorquer, comme l'a fait un jour J.-C. Trichet, que les fameux programmes d'ajustement – les FAS – du FMI n'ont pratiquement jamais abouti à la faillite des pays concernés. Car le problème de liquidité devient artificiellement un problème de solvabilité parce que les anticipations que font les marchés sont autoréalisatrices, ce qui pousse les taux à des niveaux qui deviennent insupportables, et parce que la solvabilité dépend en définitive des efforts budgétaires que les pays consentent à faire (exemples du Mexique en 1985 et du Brésil en 1998). C'est aussi le cas du taux d'inflation : en 2009, le IHPC de la Grèce en était à 146,4, base 100 pour 1997, contre 119,2 pour l'Allemagne (121,9 pour la France et 126,4 pour la moyenne de la zone euro) ; et ces écarts de taux*

d'inflation engendrent eux-mêmes des écarts de taux d'intérêt en termes réels puisque la politique monétaire dicte les mêmes taux d'intérêt nominaux.

C'est également le cas de la compétitivité : le coût unitaire du travail dans l'industrie est passé entre 2000 et 2008, base 100 en 2000, à 126,4 pour la Grèce contre 101,9 pour l'Allemagne. Notons que ce sont les autres PIGS qui sont les pays de la zone euro qui enregistrent les plus gros écarts de compétitivité par rapport à l'Allemagne, avec pour indices 126,8 pour l'Italie, 129,4 pour l'Espagne et 136,9 pour l'Irlande. Notons aussi au passage que la France a un indice de 117,8 ; mais, sur plus de dix ans, la part des exportations françaises dans le total des exportations de la zone euro a beaucoup fléchi puisqu'elle est passée de 17% en 1998 à 13% en 2009 : la compétitivité des entreprises françaises s'est nettement érodée et cela se traduit par une forte diminution du chiffre d'affaires global. Ces statistiques expriment de graves divergences, de profondes asymétries qui existent au sein de la zone euro, que la politique monétaire unique a d'ailleurs plutôt renforcées, et qui sont en définitive une explication essentielle des difficultés actuelles. Cette analyse provoque deux réflexions importantes : non seulement elle plaide pour la prise en compte des écarts de compétitivité dans la réforme du fonctionnement du PSC que beaucoup estiment nécessaire, mais elle amène à poser à nouveau la grave question de savoir si l'UEM n'est pas trop éloignée de ce qui caractérise une zone monétaire optimale.

- 3) Un minimum de fédéralisme budgétaire, autrement dit d'intégration fiscale, fait visiblement défaut. En effet, l'actualité montre cruellement que l'optimalité d'une zone monétaire exige tout à la fois une monnaie unique avec une banque centrale pour assurer la liquidité nécessaire et un budget fédéral avec une Agence du Trésor pour préserver la solvabilité. Comme l'écrivent P. Artus et M.-P. Virard dans leur dernier ouvrage (« Pourquoi il faut partager les revenus », *La Découverte*), « toute union monétaire est une centrifugeuse, une machine à fabriquer de l'hétérogénéité et de la divergence entre les économies d'une zone, dès lors qu'il n'existe aucun mécanisme stabilisateur susceptible d'absorber les chocs pouvant affecter tel ou tel pays ». Michael Bordo, économiste monétariste, est encore plus précis dans son entretien avec le journal *Le Monde* du 11 mai : l'union monétaire ne suffit pas, « il faudrait impérativement l'accompagner d'une union fiscale, au moins partielle, avec un mécanisme de redistribution des revenus fiscaux, comme il en existe aux États-Unis ou au Canada ». Il faut noter à ce propos que le cas de la zone euro est différent de celui de l'UE : autant il faudrait, suite à ce qui vient d'être dit, un budget d'au moins 5% du PIB pour la zone euro, de façon à pouvoir engager des dépenses d'investissement spécialement dans la recherche et dans les infrastructures, autant il est normal d'avoir prévu un budget d'environ 1% pour l'UE. De son côté, J.-P. Fitoussi explique les dysfonctionnements de la zone euro par le fait qu'elle fonctionne en matière monétaire selon les principes d'une fédération alors qu'en matière budgétaire elle fonctionne selon les modalités d'une confédération.
- Note sur l'hétérogénéité : l'UEM a accru l'hétérogénéité entre les États membres alors qu'il était prévu et souhaité que la convergence mise en route avec les critères de Maastricht soit renforcée. Cela s'explique essentiellement de quatre façons : une politique monétaire unique qui s'applique indifféremment à tous les pays de la zone euro, des spécialisations productives différentes que les pays de la zone euro ont mises en place suite à la suppression entre eux du risque de change, des structures de marchés dissemblables et des politiques macroéconomiques plus ou moins bien adaptées selon les pays. Comme pour le cholestérol, on peut ainsi distinguer une « mauvaise » hétérogénéité et une « bonne » hétérogénéité, de même que l'on peut distinguer par ailleurs une « mauvaise » dette publique et une « bonne » dette publique.
- Cela dit, le défaut de fédéralisme budgétaire n'est pas le seul gros handicap dont souffre la zone euro : il y a aussi l'insuffisance de la mobilité du travail. Car dans des pays comme les États-Unis, la division régionale du travail se réalise au profit de l'efficacité macroéconomique globale grâce aux transferts financiers publics et aux transferts de main d'œuvre entre régions. Mais dans un ensemble comme la zone euro, où chaque pays garde son autonomie, la division interrégionale du travail s'est réalisée sous la pression de la concurrence à la fois extra européenne et intra européenne ; et, comme il n'y a ni fédéralisme budgétaire ni mobilité du travail, l'hétérogénéité entre les régions européennes ne cesse de s'accroître et les écarts de compétitivité et de bien-être de se creuser. Si l'on pousse ce raisonnement plus loin, on peut dire paradoxalement que les stratégies de « réindustrialisation » que l'on met en place ici et là en Europe sont une forme d'aveu que l'on ne croit pas ou que l'on ne veut pas d'un fédéralisme budgétaire européen (pour être plus clair, osons être caricatural et provocateur : estimerait-on raisonnable que chaque État américain cherche à avoir sur son territoire un constructeur automobile ?). Comme le dit Christian Saint-Étienne, l'euro est né orphelin puisqu'il n'a ni père (pas de gouvernement économique), ni mère (pas de fédéralisme budgétaire et fiscal) et il souffre en plus d'une maladie congénitale : la divergence des performances ; et la crise a fait tomber l'euro dans un état comateux. On peut d'ailleurs ajouter un autre manque pour expliquer l'hétérogénéité de la zone euro et ses dysfonctionnements : en plus d'un manque de gouvernement économique, il y a le manque d'un modèle commun de régulation sociale pour que l'on ait une détermination cohérente au niveau de l'ensemble des pays des modes de redistribution et des fonctions étatiques.

- 4) *Le fédéralisme budgétaire s'avère indispensable pour éviter les catastrophes financières. La preuve est précisément donnée par la situation américaine : 46 États sur 50 sont nettement en déficit et certains d'entre eux sont concrètement proches de la faillite ; et la situation est appelée à empirer...*
Le principe de solidarité financière est également à la base du fonctionnement du fédéralisme allemand.
- 5) *La crise grecque prouve la fragilité de l'UEM : les difficultés rencontrées par un État membre qui pèse seulement 2% du PIB européen mettent à mal tout l'édifice.*
- 6) *La crise économique mondiale et la crise financière grecque sont l'occasion de retrouver des leçons qui restent hélas toujours vraies. D'abord, ce sont toujours les mêmes qui « trinquent » : d'une part, ce sont les personnes modestes qui supportent l'essentiel du poids des ajustements et d'autre part ce sont les entreprises et encore davantage les ménages qui font les frais de la crise au profit des institutions étatiques et surtout financières. Ensuite, les théories se rebiffent face aux faits et les dogmes font fi de la réalité : alors que la crise aurait dû déboucher sur une forte pénalisation et une franche régulation des banques responsables, elle offre subrepticement l'opportunité de mettre en œuvre les réformes structurelles que recommande toujours imperturbablement le néolibéralisme.*
- 7) *Certains auteurs libéraux tels que J.-J. Rosa défendent une position originale non seulement en ce qu'elle est radicalement opposée à l'euro, considéré comme une anomalie, mais aussi en ce qu'elle se démarque complètement du point de vue majoritaire en faveur de l'instillation d'une dose de fédéralisme budgétaire. En effet, ils estiment que la formation d'un sous-ensemble régional tel que l'UE ou la zone euro est contre-productif à une époque caractérisée par la mondialisation des échanges, la globalisation de la finance et les réseaux internationaux d'information : la petite taille serait devenue un avantage parce que les pays de faible dimension sont forcément ouverts sur l'extérieur.*

Le même jour, la BCE indique qu'elle ne modifie pas sa politique des taux : elle maintient donc à l'identique ses taux directeurs. Par contre, comme l'indique le Président Trichet, « l'eurosystème continue de fournir des liquidités à des conditions très généreuses, tout en assurant la disparition progressive des mesures non standards ». Il annonce en particulier la suppression des prêts que la BCE accorde aux banques commerciales à un taux fixe de 1% sur 3 et 6 mois (le dernier refinancement à 6 mois aura lieu à la fin du mois et celui à 3 mois se fera à partir de fin avril à taux variable).

Sur les places financières, la première semaine de mars se termine presque en fanfare, comme si les optimistes avaient convaincu ceux qui le sont moins que la reprise est enfin là, grâce aux bonnes nouvelles qui viennent de la Chine (8% de croissance prévue pour 2010) et des États-Unis (amélioration relative de la situation de l'emploi) et malgré les difficultés que connaît l'Europe : +5,44% (à 3910 points) pour le CAC40, +4,98% pour le DAX30, +4,58% pour le Footsie, +2,33% pour le Dow Jones, +3,94% pour le Nasdaq et +2,40 pour le Nikkei.

Après des jours de fortes variations, l'euro cote 1,3623 \$ en fin de semaine.

Notons enfin que l'écart de taux entre l'Allemagne et la Grèce, qui était monté jusqu'à 400 pdb fin janvier, est de 290 pdb en cette fin de première semaine de mars, ce qui prouve une certaine détente.

Lors de cette première quinzaine de mars, la proposition de créer un Fonds monétaire européen –FME– prend une place importante dans le débat européen. Déjà lancée courant février (voir plus haut), cette proposition est en effet reprise par le ministre des finances allemand lui-même.

Le lundi 8, la chancelière Merkel apporte son soutien à la proposition d'un Fonds monétaire européen (FME) faite antérieurement par son ministre des finances, W. Schäuble, mais selon elle cela implique la modification du traité de l'UE.

Le 9 mars est un jour d'anniversaire : en 2009, l'indice MSCI « World », qui résume la situation de l'ensemble des places financières, était au plus bas, à 688,6, contre 1400 un an plus tôt. En mars 2010, cet indice est à un peu plus de 1170 mais il plafonne à ce niveau depuis janvier : la mollesse de la reprise et l'incertitude qui plane sur l'avenir rendent les investisseurs très prudents.

Le 9 mars est installée auprès de la Banque de France l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), pour regrouper les autorités de supervision et d'agrément des secteurs français de la banque (Commission bancaire) et de l'assurance (Autorité des Assurances et des Mutuelles –ACAM). L'ACP est une autorité administrative indépendante mise en place pour mieux préserver la stabilité du système financier.

D'ailleurs, en fin de deuxième semaine, les Bourses enregistrent certes des hausses mais très modérées : +0,43% pour le CAC40 (à 3927 points), +1,15% pour le DAX30, +0,46% pour le Footsie, +0,55% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et +3,69% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,37660\$ le vendredi soir.

Lundi 15 mars, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro mettent au point un plan d'aide à la Grèce de façon à ce que celle-ci ne soit pas à la merci de la spéculation ni de taux prohibitifs (la réunion sera élargie le lendemain à l'ensemble des ministres de l'économie et des finances de l'UE). Mais ce plan soulève beaucoup de réserves, spécialement de la part de l'Allemagne. Il n'est pas prévu d'aide communautaire à proprement parler, sous forme par exemple d'emprunts européens garantis par l'ensemble des pays membres : l'option retenue est plutôt celle d'aides bilatérales coordonnées par la Commission. Il n'empêche que le ministre allemand de l'économie et des finances déclare que de toute façon c'est aux chefs d'Etat et de gouvernement de signer le plan et qu'il faudrait suspendre le droit de vote pour au moins une année de tout pays qui ne respecte pas les règles budgétaires. Le même type d'argument est utilisé mais pour assouplir une position antérieure : le Président de la BCE, présent à la réunion de lundi, revient sur sa farouche opposition à une intervention du FMI en déclarant que celle-ci est en définitive une décision politique.

Ce même lundi, la Ministre française de l'économie Ch. Lagarde fait paraître un article dans le Financial Times où elle dénonce sans détour la politique économique allemande consistant à fonder sa croissance trop sur les exportations et pas assez sur sa demande intérieure, ce qui contrarierait la cohésion de la zone euro.

Il est vrai que, depuis plusieurs années maintenant, l'Allemagne bénéficie pour la compétitivité de son économie d'un euro plus faible que ne l'aurait été le mark et qu'elle profite aujourd'hui des plans de relance de ses voisins (passager clandestin), au moment même où elle n'hésite pourtant pas à exiger un retour rapide au respect du PSC... Certes, l'Allemagne a des performances qui s'expliquent aussi par les efforts de rigueur qu'elle fait depuis plusieurs années pour retrouver une compétitivité mise à mal par la réunification. Mais, d'une part, ces efforts constituent une arme de désinflation salariale qui s'ajoute à l'arme « dévaluative » de la TVA sociale pour accroître sa compétitivité au point de rendre excessive la concurrence intra-européenne : J. Attali dit que, de ce point de vue, l'Allemagne est la Chine de l'Europe, et P. Artus écrira quelques jours plus tard que l'Allemagne est soumise à des tendances économiques « suicidaires » en poursuivant sa compression des salaires et en se montrant si peu solidaire de ses partenaires. Dans Le Monde du 12 mai, Ch. Saint-Etienne fera la même analyse à propos de la responsabilité des stratégies économiques de l'Allemagne dans la crise européenne actuelle : « la concentration des richesses sur une partie du territoire, alors même que le pays bénéficiant de cette concentration mène une politique déflationniste qui ne permet pas aux autres membres de la zone euro d'exporter vers lui, peut même conduire à un appauvrissement de la zone euro, puisque le pays menant la politique non coopérative capte une part croissante d'une production globale de la zone qui stagne ». Et, d'autre part, ces performances doivent aussi au bon fonctionnement de la zone euro (une étude récente de l'OCDE montre que l'économie allemande est efficace pour les exportations grâce à son industrie mais que son marché intérieur n'est pas très compétitif à cause de la faiblesse de ses services et de l'insuffisance de ses politiques structurelles). Par conséquent, comme l'Allemagne est la première économie de cette zone, elle y a donc des responsabilités qu'elle ne doit pas fuir. Mais reconnaissons aussi que, pendant que l'Allemagne menait une politique rigoureuse de l'offre, plusieurs pays membres ont profité des taux d'intérêt bas pour dépenser à crédit : la zone euro a ainsi ses fourmis et ses cigales... Il faut reconnaître aussi que l'Allemagne a enregistré ses belles performances exportatrices grâce aux comportements de dépense des autres pays européens, et spécialement de ceux des PIGS (les fourmis vivent aux dépens des cigales...), et qu'il y aurait un grave risque déflationniste pour toute l'Europe à ce que la stratégie allemande se généralise, risque déflationniste qui sera déjà alimenté dans les années qui viennent par la lutte contre les déficits publics et par la phase de désendettement qui commence (théorie de la « debt deflation » présentée par I. Fisher en 1933). Précisons en effet que l'essentiel des exportations des pays de la zone euro constitue des échanges intra-zone : les exportations des pays de la zone euro vers l'extérieur de la zone représentent seulement 20% de son PIB, dont un tiers vers le reste de l'UE ; autrement dit, les exportations des pays de la zone euro en direction des autres parties du monde, y compris les pays émergents, représentent encore aujourd'hui un faible pourcentage.

Inutile de dire que la position de C. Lagarde irrite beaucoup les responsables allemands : en plus de la conjoncture électorale, faut-il y voir une raison de la déclaration de la chancelière A. Merkel le surlendemain ?

Notons à ce propos que dans Le Monde du 28 octobre 2010, Hans-Werner Sinn, Président de l'Institut de recherche économique IFO de Munich, cherche à démontrer que l'Allemagne n'a pas profité de l'euro : parmi ses arguments, il met l'accent sur la longue phase récente au cours de laquelle son pays a réalisé d'importantes exportations de capitaux qui ont causé un véritable marasme de l'économie, avec en particulier une forte baisse de son taux d'investissement net.

Le mardi 16, à l'issue de la réunion de son Conseil de politique monétaire, la Fed déclare qu'elle compte maintenir son taux directeur au niveau actuel « pendant une longue période ». Cela entraîne une montée fugitive de l'euro à 1,3818\$.

Le mercredi 17, A. Merkel déclare devant le Bundestag qu'il faudrait exclure de la zone euro un pays « lorsqu'il ne remplit pas les conditions, encore et encore », même si le traité de Lisbonne ne le permet pas.

On constate donc que le cas de la Grèce divise le couple franco-allemand : d'un côté la France prône la solidarité, l'aide entre les États membres, quitte à contourner les textes européens, et de l'autre l'Allemagne défend la solidité, l'orthodoxie budgétaire et financière, quitte à soutenir la solution de l'intervention du FMI pour sauver la Grèce. Un désaccord au sein du couple franco-allemand est toujours très préjudiciable au fonctionnement et à la construction de l'Europe. Heureusement, le hasard du calendrier veut que le Directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, soit à Bruxelles dans la deuxième moitié de cette semaine : avance alors l'idée que le FMI pourrait participer au sauvetage de la Grèce en apportant un financement complémentaire aux aides bilatérales des États membres de la zone euro. Cette idée doit être étudiée par le Sommet européen qui va se tenir les 25 et 26 mars à Bruxelles.

Ces dissonances et dissensions européennes font naturellement du tort à la monnaie unique : l'euro tombe de 1,37\$ en début de semaine à 1,3522\$ le vendredi 19.

Et en cette fin de troisième semaine, l'ensemble des places financières font grise mine à cause d'un mélange de bonnes nouvelles (le statu quo du taux directeur américain) et de mauvaises nouvelles (résultats contrastés de nombreuses entreprises) : CAC40 -0,05% (à 3 925 points), DAX30 +0,63%, Footsie +0,43%, Dow Jones +1,10%, Nasdaq +0,29% et Nikkei +0,68%.

Le mercredi 24, l'agence de notation Fitch annonce qu'elle baisse la note du Portugal : dès le lendemain, l'euro passe sous la barre des 1,33\$.

La fin du mois est marquée, comme prévu, par la tenue du Sommet européen (le 25). Il est proposé, sous l'impulsion résolue de l'Allemagne et malgré la forte résistance de la France et de la BCE, un plan de sauvetage de tout pays européen en difficulté, en l'occurrence de la Grèce, qui associe le FMI (pour environ 1/3) et les prêts bilatéraux européens coordonnés (pour grosso modo 2/3), selon la clé de répartition au capital de la BCE. Mais ce plan a pour but essentiel de rassurer les marchés, de façon à ce que la Grèce puisse y trouver les ressources dont elle a besoin, sans avoir besoin du plan de sauvetage, qui doit rester un ultime recours et dont la mise en œuvre doit de surcroît faire l'unanimité...

Les conclusions de ce sommet européen redonnent un peu confiance : l'euro remonte à 1,3410\$ et les indices boursiers enregistrent sur la semaine des hausses, certes modestes : + 1,62% pour le CAC40 (à 3989 points), +2,30% pour le DAX30, + 0,94% pour le Footsie, + 1,01% pour le Dow Jones, + 0,87% pour le Nasdaq et + 2,35% pour le Nikkei. Il n'empêche que le niveau des taux imposés à la Grèce par les marchés reste très élevé : ces taux sont plus de 2,25 fois ceux dont bénéficie l'Allemagne.

• Avril 2010 ->

En début de mois, les places financières restent sur la tendance timidement haussière de la fin du mois de mars : +0,84% pour le CAC40 (à 4034 points), +1,67% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,79% pour le Dow Jones, +0,22% pour le Nasdaq et +2,63% pour le Nikkei.

L'euro dépasse légèrement 1,35\$.

Le mercredi 7, la Grèce accueille des experts du FMI pour une mission de deux semaines... et le jeudi 8, le taux auquel la Grèce doit emprunter sur les marchés atteint 7,5% et ses CDS à 5 ans atteignent leur plus haut historique à 467 pdb. Cela provoque tout de suite diverses déclarations qui se veulent apaisantes, notamment celle du Président de la BCE, et une réaction des responsables européens pour que le plan d'aide financière qu'ils ont mis au point puisse être activé à tout moment ; surtout que la note mise par l'agence Fitch à la dette souveraine grecque est encore abaissée ce même jour...

En fin de semaine, les marchés sont troublés : + 0,40% pour le CAC40 (à 4050 points), +0,23% pour le DAX30, +0,45% pour le Footsie, +0,64% pour le Dow Jones, +2,14% pour le Nasdaq et -0,72% pour le Nikkei. L'euro termine à 1,3499\$.

Le dimanche 11 avril, dans le cadre d'une vidéoconférence entre les différents ministres de l'économie de la zone euro, sous la direction du Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, sont arrêtés les détails du plan d'aide des Européens : 30 milliards d'euros de prêts bilatéraux à des « taux non subventionnés » – l'Allemagne s'y refuse- mais d'environ 5%, ce qui est inférieur à ce qu'exigent en ce moment les marchés. Ces prêts bilatéraux seraient proposés par les différents membres de la zone euro selon leur part dans le capital de la BCE, soit, notamment, 21% pour la France, 27,9% pour l'Allemagne et 18,4% pour l'Italie.

Et le lundi 12 se tient une réunion à Bruxelles entre la Commission et des représentants du FMI pour une mise au point finale (le FMI apporterait quant à lui au maximum 15 milliards). Les marchés semblent rassurés puisque, dès ce même lundi, le taux exigé de la Grèce par les marchés retombe un peu et que l'euro passe à 1,3644\$.

Le mercredi 14 avril, le Commissaire européen chargé des affaires économiques et monétaires, Oli Rehn, exprime, pour éviter que ne se reproduisent des situations de crise semblables à celle de la Grèce, le vœu de développer de nouveaux outils de surveillance et d'améliorer les dispositifs de sanction. Selon lui en effet, il faut d'abord compléter la panoplie des indicateurs utilisés pour prévenir tout dérapage budgétaire en ajoutant aux seuils limites du déficit et de la dette publics les problèmes d'emploi, les écarts de compétitivité et l'évolution de la consommation. Ensuite, les sanctions doivent s'appliquer plus rapidement. Mais, sur les marchés, l'accalmie aura été de courte durée : le jeudi 15, l'euro redescend sous les 1,36\$ et le rendement des obligations grecques à dix ans s'est remis à la hausse. Les opérateurs restent en effet inquiets : ils ne savent pas ce que va faire la Grèce, demander l'aide qu'on lui propose ou emprunter sur les marchés. Le hasard veut que ce soit ce même jeudi que la Grèce rende officielle la lettre que le ministre de l'économie grec envoie aux dirigeants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI pour demander « l'ouverture de discussions sur un programme pluriannuel de politiques économiques qui pourraient être soutenues par une assistance financière des membres de la zone euro et du FMI ». Notons que c'est également ce jeudi que se réunit au Brésil le deuxième sommet du BRIC (le premier sommet a eu lieu en Russie en juin 2009). Au cours de ce sommet, les pays émergents demandent une meilleure représentativité au sein des instances internationales et on constate un lien de plus en plus étroit entre le Brésil et la Chine. En fin de semaine, les marchés actions sont pratiquement tous orientés à la baisse, pas tellement à cause de la crise grecque, mais plutôt à cause d'une accusation de fraude lancée contre Goldman Sachs par la SEC (Securities Exchange Commission) : -1,58% pour le CAC40 (à 3987 points), -1,10% pour le DAX30, -0,47% pour le Footsie, +0,19% pour le Dow Jones, +1,11% pour le Nasdaq et -0,91% pour le Nikkei. Et l'euro descend sous 1,35\$.

Le samedi 17, troisième édition des Etats généraux de l'Europe, à Strasbourg, pour lancer la célébration du 50^{ème} anniversaire du Traité de Rome.

Au cours de la troisième semaine, les conditions imposées par les marchés à la Grèce atteignent des sommets : le coût du financement à 10 ans monte à 8,3% et le prix des CDS à près de 500 points de base ! La monnaie unique fait évidemment les frais de la situation grecque à laquelle s'ajoute d'ailleurs la mollesse de la reprise européenne (le FMI prévoit pour 2010 un taux de croissance pour la zone euro de 1% contre 1,9% pour le Japon, 3,1% pour les États-Unis, 8,8% pour l'Inde et 10% pour la Chine, avec un taux moyen pour l'économie mondiale de 4,2%) : l'euro est en baisse continue et des experts estiment qu'elle pourrait ainsi retrouver ce qu'ils pensent être sa valeur d'équilibre, aux environs de 1,20\$.

Cela illustre une situation qui, hélas, pourrait se généraliser. La crise des subprimes est au départ une crise du surendettement privé et sa résolution a nécessité de vigoureux plans de relance gouvernementaux. Mais cela fait courir à la sortie de crise le risque manifeste d'un surendettement public et par conséquent celui d'un krach possible (la crise des subprimes aurait fait passer le montant mondial de l'endettement public de 28 000 en 2006 à 38 000 milliards \$ en 2009). C'est pourquoi O. Blanchard, chef économiste au FMI, non seulement défend à nouveau sa proposition de fixer des normes d'inflation un peu plus élevées que celles que retiennent actuellement les Banques centrales (voir plus haut), mais considère qu'il ne faut pas retarder davantage les ajustements budgétaires : « la détérioration budgétaire due à la crise a changé la nature du risque. Il est du côté de la dette publique et d'un cercle vicieux entre explosion de la dette et augmentation des primes de risque et des taux d'intérêt. C'est pour cela qu'il faut se concentrer sur l'ajustement budgétaire. Avec plus ou moins d'urgence selon les pays ».

Le jeudi 22, Eurostat révisé à la hausse le poids du déficit public de la Grèce, qui atteindrait pour 2009 13,6% du PIB et non pas les 12,7% annoncés à l'automne et qui résultaient eux-mêmes d'un doublement de ce qui était affiché précédemment... Avec un tel déficit révisé à la hausse, la dette publique grecque serait de 120% du PIB. Il faut d'autant plus parler au conditionnel que ces estimations sont établies à partir de données statistiques grecques peu fiables en ce qui concerne les organismes de sécurité sociale. Mais les informations négatives ne viennent pas seulement d'Eurostat. D'une part, l'agence de notation Moody's abaisse sa note de A2 à A3, ce qui la rapproche des deux autres agences importantes, S&P et Fitch, qui ont en effet déjà mis des notes plus basses à la Grèce. D'autre part, les marchés imposent des conditions de plus en plus sévères à la Grèce : le marché obligataire affiche un taux supérieur à 10% sur 2 ans et de 8,8% sur 10 ans, et le prix du CDS à 5 ans atteint 644,1 pdb, ce qui signifie que les marchés estiment à environ 40% le risque de défaut de la Grèce à cette échéance. Dans le classement des pays selon le risque-pays, la Grèce se trouve ainsi maintenant en quatrième position, après l'Argentine, le Venezuela et le Pakistan.

La Grèce est entrée dans le cercle vicieux dont parle O. Blanchard.

Tout cela nuit non seulement à l'euro, qui passe sous les 1,33\$, mais aussi à la crédibilité de la zone euro. Les marchés commencent en effet à séparer le bon grain de l'ivraie, en ce sens que deux catégories de pays apparaissent de plus en plus nettement quant aux rendements des obligations souveraines, avec d'un côté les « bons élèves » tels que l'Allemagne et même la France, dont les taux se détendent, et les « mauvais élèves » dont les taux augmentent, à savoir les autres PIGS.

Deux remarques sont à faire ici :

1) La hausse des taux que les marchés impose aux pays qu'ils considèrent comme fragiles est une parfaite double illustration, celle du principe des prophéties autoréalisatrices et celle du mécanisme d'un cercle vicieux, avec un effet de panique en prime.

2) On sait qu'il n'est pas possible d'exclure un pays de la zone euro. Mais il est concevable qu'un pays se retire de la zone euro : pour pouvoir disposer de la possibilité de dévaluer et de rembourser ainsi plus facilement leur dette, des Etats membres pourraient décider de quitter la zone euro ; et dans une telle hypothèse, la zone euro pourrait soit disparaître, soit se réduire à une mini-zone. Seulement, l'euro limité à cette mini-zone connaîtrait vraisemblablement une forte appréciation qui compromettrait alors gravement la compétitivité des pays membres restants (« l'élimination successive des maillons faibles de la zone euro finirait par la solitude du pays vertueux, qui, de ce fait, perdrait tous les avantages de sa vertu. Que resterait-il en effet des avantages compétitifs de ce pays si tous ses ex-compagnons de route dévaluaient leurs monnaies ? » (J.-P. Fitoussi, *Le Monde* du 5 mai 2010)).

Dès le lendemain, le vendredi 23, la Grèce demande officiellement le lancement du plan d'aide. Les membres de la zone euro et le FMI font savoir aussitôt qu'ils vont agir rapidement, mais l'Allemagne persiste à conditionner cette aide : pour elle, pour que l'aide puisse être accordée, encore faut-il être certain que la stabilité de l'euro est en cause et que la Grèce se soumet effectivement à un plan d'économies crédible.

Comme l'aide de la zone euro à la Grèce va compliquer les perspectives de reprise en Europe, cette fin de semaine montre une certaine différence entre les places financières selon qu'elles sont d'un côté ou de l'autre de l'Atlantique : - 0,89% pour le CAC40 (à 3951 points), +1,27% pour le DAX30, -0,35% pour le Footsie, +1,68% pour le Dow Jones, +1,97% pour le Nasdaq et -1,69% pour le Nikkei.

Le 27 avril, S&P -Standard & Poor's- abaisse la note mise à la Grèce à BB+, ce qui signifie que pour cette agence de notation la Grèce quitte la catégorie « qualité moyenne inférieure » pour entrer dans la catégorie « spéculative », donc dans celle des obligations « pourries ». Et elle diminue la note du Portugal, de deux crans, en la faisant passer de A+ à A-. Ces deux rétrogradations minent encore un peu plus la confiance des marchés, spécialement dans le réalisme du plan de soutien à la Grèce. Les cours des titres plongent sur les places européennes et ailleurs, l'euro est sérieusement malmené (1,3143\$) et les taux exigés de la Grèce flambent (18% à deux ans et 11% à 10 ans). Maintenant, on entend parler de risque de faillite et dire que le plan de soutien Zone euro - FMI de 45 milliards d'euros ne suffira pas et qu'il faudrait en prévoir un plus de trois fois supérieur pour que la Grèce puisse sortir de la crise durablement.

Note : les agences de notation ont chacune leur échelle d'évaluation.

Le tableau ci-dessous donne les échelles des 3 agences de notation qui se partagent plus de 90% du marché du « rating ».

Catégorie	S&P	Moody 's	Fitch
<i>Niveau d'investissement de sécurité</i>			
Qualité maximale (probabilité de risque minimale)	AAA	Aaa	AAA
Qualité élevée (probabilité de risque très faible)	AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-
Qualité favorable (probabilité de risque faible)	A+ A A-	A1 A2 A3	A+ A A-
Qualité correcte (probabilité de risque normalement fiable)	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-

Niveau d'investissement spéculatif				A posteriori, on
Faible protection contre les éléments spéculatifs (probabilité d'évolution du risque)	BB+	Ba1	BB+	s'aperçoit que ce type de crise de finances publiques ressemble à de
	BB	Ba2	BB	
	BB -	Ba3	BB-	
Faible probabilité de respect des engagements (risque significatif avec marge de sécurité)	B+	B1	B+	plus on attend pour administrer le traitement nécessaire et plus il devient
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	
Éventualité d'un défaut proche (risque considérable)	CCC+	Caa1	CCC+	nombreuses maladies :
	CCC	Caa2	CCC	
	CCC-	Caa3	CCC-	
Éventualité d'un risque imminent (risque élevé)	CC	Ca	CC	plus on attend pour administrer
	C		C	
En défaut (risque excessif)	D	C	DDD	le traitement nécessaire et plus il devient
			DD	
			D	

difficile d'enrayer le mal. Par conséquent, la responsabilité des dirigeants des États membres de la zone euro et des autorités européennes est entièrement engagée. Leurs atermoiements depuis plusieurs mois sont d'autant plus coupables qu'ils vont avoir des conséquences négatives sur l'évolution du niveau de vie de leurs populations, et pour certaines d'entre elles pendant de nombreuses années. Nous pensons bien évidemment aux Grecs mais il faut aussi se demander quels seront les effets à la fois de la situation de quasi-faillite de l'État grec et des aides massives que l'Allemagne et la France seront obligées de lui apporter quand on sait que ce sont précisément les banques françaises et allemandes qui possèdent le plus de la dette grecque... Bref, ces atermoiements sont une triste manifestation des déficiences congénitales de la construction européenne, car certains s'expliquent par les contraintes dérisoires de calendrier électoral qu'un pays -l'Allemagne- fait supporter à tous les autres, pendant que d'autres traduisent une incapacité des Européens à traiter collectivement les problèmes qui les concernent pourtant au premier chef : « la zone euro est une maison qui a été construite sans fondations » et, comme l'écrira sèchement J.-P. Fitoussi dans *Le Monde* du 5 mai, en conclusion de son éditorial, « cela ressemble à s'y méprendre à une "conjuraison des imbéciles" pour reprendre le titre du beau roman de John Kennedy Toole ». Certes, pressé par les événements, le Président du Conseil européen, H. van Rompuy, annonce de Tokyo qu'il envisage de réunir un sommet des États-membres de la zone euro vers le 10 mai pour concrétiser l'aide à la Grèce, mais pourquoi si tard ? Certes, la chancelière allemande accepte maintenant d'accélérer la mise en place de l'aide, mais pourquoi si tard ? Car comme le dit D. Strauss-Kahn, « chaque jour perdu est un jour où la situation empire et empire ».

Le mercredi 28, l'agence de notation S&P baisse d'un cran la note mise à l'Espagne, qui passe de AA+ à AA. Ainsi se manifeste de manière de plus en plus nette un effet de contagion de la situation économique de la Grèce aux autres PIGS. À quand le tour de l'Irlande ? Faut-il craindre que la contagion gagne des pays beaucoup plus importants comme l'Italie (rappelons que la Grèce « pèse » moins de 3% du PIB de la zone euro) ? Bref, comme le disent les investisseurs, « who's next ? ».

Cet épisode montre que les marchés financiers ont l'art d'exploiter les faiblesses des économies nationales et de se précipiter dans les brèches dès qu'elles apparaissent, au risque de transformer ces brèches en gouffres béants. Après que le cercle vicieux ait abattu la Grèce, il contamine maintenant l'Europe du Sud avant, on peut le craindre, de se propager à toute la zone euro au point de mettre en cause sa viabilité. Surtout que la fébrilité des marchés ne s'explique plus seulement par l'importance des dettes souveraines mais aussi par la fragilité des systèmes bancaires qui sont très exposés au risque que représentent ces dettes étatiques. Autrement dit, on assiste à un double enchaînement infernal, d'abord entre les dettes souveraines des différents pays et ensuite entre les dettes souveraines et les systèmes bancaires, ce qui peut provoquer en quelque sorte un retour de la crise des subprimes par l'endettement public ; et à une crise monétaire peut s'ajouter ainsi une crise boursière. La fébrilité des marchés s'explique également sans doute par l'instabilité des exécutifs européens qui, ici et là, sont malmenés par des incertitudes électorales, par des chutes importantes de popularité, par des majorités très relatives, par des coalitions artificielles, ou encore par des poussées inquiétantes de populisme.

Remarque sur les marchés des dettes souveraines : ces marchés sont a priori très simples dans leur fonctionnement. En effet, dans le cas normal, on n'a d'un côté qu'un emprunteur et de l'autre un certain nombre de prêteurs qui sont des banques centrales, des banques commerciales, des compagnies d'assurances et des caisses de retraite et fonds de pension, dont les objectifs tiennent en trois mots : sécurité, rendement et liquidité, laquelle dépend de la profondeur du marché et de l'homogénéité des titres. Et c'est le

taux d'intérêt qui est au centre des transactions parce qu'il en est la seule variable d'équilibrage. En ce qui concerne la zone euro, les investisseurs jugeaient globalement les taux de la zone. Mais quand il y a suspicion sur la solvabilité de tel ou tel État, ces investisseurs deviennent à la fois plus vigilants et plus exigeants : ils examinent de près le spread, c'est-à-dire l'écart de taux entre le pays en difficulté et celui du pays servant de référence. Et surtout, se rajoutent dans la mêlée des acteurs présents sur le marché les spéculateurs, en particulier les « hedge funds », systématiquement attirés par les marchés où il y a de la volatilité. Comme ces spéculateurs utilisent leur artillerie de produits sophistiqués tels que les CDS, la volatilité s'en trouve automatiquement accrue. Aidé plus ou moins par les avis des agences de notation, cet ensemble d'investisseurs forme des anticipations concernant non seulement l'évolution du spread mais aussi les différents scénarios possibles : va-t-il y avoir la décision d'un plan de sauvetage, va-t-il y avoir un plan de restructuration de la dette ou va-t-on vers un défaut désordonné ? etc. Au total, le fonctionnement des marchés se caractérise à la fois par des anticipations souvent autoréalisatrices et par des comportements à effets pervers et cumulatifs.

L'euro baisse jusqu'à 1,3115\$.

Le jeudi 29, pour obtenir plus sûrement l'application rapide du plan d'aide, la Grèce annonce un nouveau plan d'austérité : réduction de son déficit de 10 points en deux ans, programme d'économies de 25 milliards d'euros. La rue est aux mains de manifestants mais les marchés sont un peu rassurés.

Tout logiquement, la fin de la semaine est marquée sur les places financières par une évolution négative sur les cinq jours : -2,80% pour le CAC40 (à 3841 points), -1,83% pour le DAX30, -1,85% pour le Footsie, -0,33% pour le Dow Jones, -0,72% pour le Nasdaq et + 1,19% pour le Nikkei.

En fin de mois, une convention est signée entre la nouvelle ACP, installée le 9 mars, et l'AMF : ACP et AMF forment dorénavant un pôle commun et coordonnent leurs efforts pour renforcer le contrôle de la commercialisation des divers produits financiers, afin de mieux protéger les clients.

• Mai 2010 ->

Le dimanche 2 mai, en cours de matinée, le Premier ministre grec annonce, en direct à la télévision lors de la réunion de son gouvernement, un accord conclu avec les États membres de la zone euro et avec le FMI pour le déblocage de l'aide financière négociée depuis plusieurs semaines. Il fait part aussi des principales mesures du programme d'austérité que le peuple grec devra subir : gel des salaires de la fonction publique et des pensions, suppression des 14 et 15èmes mois, recul de l'Âge de départ à la retraite, hausse des impôts indirects dont la TVA et mesures de flexibilisation du marché du travail et du marché des biens et services. Dans l'après-midi, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro sont à Bruxelles et précisent les modalités du sauvetage : la somme globale des prêts sera en définitive de 110 milliards d'euros, dont 80 seront apportés par les États membres de la zone euro (ce montant sera ramené à 77,3 parce que la Slovaquie refusera de participer), le FMI en apportant 30 (cela donne raison à tous ceux qui estimaient insuffisant le plan de relance de 45 milliards d'euros...). Les premiers prêts bilatéraux devraient être débloqués avant le 19 mai, au taux de 5% : cela va permettre à la Grèce d'éviter pendant plusieurs mois d'emprunter sur les marchés à des taux prohibitifs. De son côté, le gouvernement grec est obligé de prendre l'engagement de ramener le déficit public de 14% du PIB en 2009 à 3% fin 2014 et de réaliser des économies de 30 milliards d'euros dans les trois ans qui viennent. Notons que les prêts accordés par les partenaires nécessitent pour eux des emprunts qui alourdissent leur propre dette souveraine.

Considérant positif cet engagement, la BCE annonce le lendemain, le lundi 3 mai, qu'elle acceptera, en contrepartie des prêts qu'elle fera elle-même aux banques européennes qui participeront à l'aide financière à la Grèce, des titres de la dette grecque même mal notés, autrement dit des obligations qui ont été pourtant sérieusement dégradées par les agences de notation.

Le communiqué de la BCE est le suivant :

« Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de suspendre l'application du seuil de notation minimal dans les conditions d'admissibilité de garantie aux fins des opérations de crédit de l'Eurosystème dans le cas des titres de créance négociables émis ou garantis par le gouvernement grec . Cette suspension sera maintenue jusqu'à nouvel ordre.

Le gouvernement grec a approuvé un programme d'ajustement économique et financier, qui a été négocié avec la Commission européenne, en liaison avec la BCE et le Fonds monétaire international. Le Conseil d'administration a évalué le programme et estime qu'il est approprié. Ce bilan positif et la forte résolution du gouvernement grec à mettre totalement en œuvre le programme sont à la base, également dans une perspective de gestion des risques, de la suspension annoncées par la présente.

La suspension s'applique à tous les instruments de dette négociables nouveaux ou existants produits ou garantis par le gouvernement grec ».

Ce communiqué est doublement important. D'une part, il montre que face à une situation exceptionnelle, la BCE met en œuvre une stratégie exceptionnelle, inédite dans son histoire. D'autre part, il fait comprendre que la BCE reste malgré tout prisonnière de son idéologie libérale puisqu'elle se félicite du programme d'ajustement consenti par la Grèce ; or, ce programme d'austérité risque de faire tomber la Grèce dans la déflation. La situation prouve en effet que la monnaie unique, parce qu'elle supprime l'arme de la dévaluation, peut avoir un coût économique et social élevé quand l'équilibre macroéconomique se cherche au moyen de variables d'ajustement sur le marché du travail, dans le niveau d'activité et par l'évolution des prix. Mais, en dehors du fait que le programme grec conduit potentiellement à la déflation, peut-on croire raisonnablement que la Grèce peut parvenir à faire baisser son déficit de 11 points de PIB en 3 ans ? Qu'en diront les marchés ?

En Grèce, le mercredi 5 connaît d'importantes manifestations contre les mesures d'austérité : 3 personnes sont décédées dans l'incendie d'une agence bancaire.

Le jeudi 6 enregistre trois événements significatifs de la gravité de la situation actuelle de l'Europe. Primo, l'euro baisse en cotant 1,2748\$, ce qui certes ravit les exportateurs mais ce qui est aussi un signal supplémentaire pour alimenter la défiance des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Secundo, les bourses européennes continuent leur dégringolade commencée au début de la semaine. Tertio, le Président français et la chancelière allemande envoient au Président du Conseil européen, en cette veille d'un Conseil européen, une lettre commune pour l'assurer de leur détermination à préserver les acquis de la zone euro, sa solidité, sa stabilité et son unité en s'opposant à toute exclusion d'un État membre et en assurant une meilleure gouvernance de la monnaie unique, en particulier en mettant en place « un cadre robuste pour la résolution des crises », ce qui renvoie sans doute à l'idée d'un Fonds monétaire européen.

Comme on l'a déjà mentionné plusieurs fois, la crise actuelle est en effet grave au point de remettre en cause la survie de l'euro. Deux prix Nobel l'affirment sans ambages : P. Krugman écrit sur son blog : « l'euro en soi est-il en danger ? En un mot, oui » ; et J. Stiglitz considère que si l'Europe « ne règle pas ses problèmes institutionnels, l'avenir de l'euro sera peut-être très bref ».

De son côté, de Lisbonne où il se réunit, le Conseil des gouverneurs de la BCE maintient ses taux directeurs : *cette décision de statu quo ne rassure pas ceux qui comptaient, pour faire face au péril qui grandit de jour en jour, sur une réaction d'une grande ampleur de la BCE. Pour tout dire, certains regrettent que la BCE ne se résolve pas à faire fonctionner un tant soit peu la « planche à billets » pour participer directement au financement du déficit grec (une rumeur commence à enfler : de nombreuses banques supplieraient la BCE d'acheter directement des titres grecs. Notons que les statuts de la BCE ne l'autorisent pas à acheter directement des titres publics « neufs » mais rendent possibles les rachats de titres publics « d'occasion »).* Peu après la conférence de presse de J.-C. Trichet, l'euro baisse jusqu'à 1,2523\$.

Et pour ce qui concerne la France, le Premier ministre François Fillon annonce une stratégie budgétaire rigoureuse en se défendant de promouvoir pour autant une politique d'austérité. Il n'empêche qu'il demande à ses ministres pour la lettre de cadrage du budget 2011 et pour la loi de programmation 2011-2013 un gel pendant trois ans de leurs dépenses en valeur (« zéro volume »). *Ne faut-il pas voir surtout dans cette stratégie annoncée, de même que dans l'effet d'annonce créé par le projet de réforme des retraites, la volonté de donner aux marchés financiers des gages de sérieux ?*

Le vendredi 7 mai se réunit à Bruxelles le Conseil européen : inutile de dire que la crise de l'euro est au cœur de l'ordre du jour, surtout que tout au long de la journée tous les marchés, aux quatre coins de la planète, sont très fortement en baisse et expriment ainsi leur défiance généralisée. D'ailleurs, le Président français déclare qu'à crise systémique il faut une réponse systémique. *N. Sarkozy a raison s'il faut comprendre par là que la crise a maintenant une tout autre dimension : à cause du retard pris depuis plusieurs mois dans sa résolution, aujourd'hui, ce n'est plus la crise de la Grèce, c'est la crise de la zone euro, ce n'est plus une crise de finances publiques, c'est la crise de la monnaie unique. C'est cela qui est en train de se jouer sur les marchés.* Les dirigeants européens décident de créer un Fonds d'urgence d'assistance financière financé par un emprunt de la Commission européenne, donc de concrétiser l'idée d'un Fonds monétaire européen, et admettent qu'il est nécessaire d'utiliser l'article 122 des statuts qui autorise à venir en aide à un pays menacé par « des circonstances exceptionnelles échappant à son contrôle », cette aide étant financée par un emprunt européen. Mais ce dispositif d'aide, qui est similaire à celui qui peut être appliqué au profit des pays de l'UE qui ne sont pas dans la zone euro, doit être adopté par l'ensemble des États membres de l'UE ; d'où la programmation d'une réunion de tous les ministres des finances le dimanche 9 mai, où il faudra une majorité qualifiée...

Sur les places financières, la fin de la semaine enregistre des baisses exceptionnelles : -11,12% pour le CAC40 (à 3392 points), -6,86% pour le DAX30, -8,81% pour le Footsie, -5,71% pour le Dow Jones, -7,95% pour le Nasdaq, -7,18% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2757\$.

Le dimanche 9 mai se tient à Bruxelles la réunion des ministres des finances de toute l'UE, donc de l'Ecofin, pour se prononcer sur les mesures envisagées l'avant-veille au niveau de la zone euro.

Est enfin prise, dans la nuit, et malgré la résistance des certains participants, en particulier du ministre anglais (le Royaume-Uni refusera en définitive de s'associer au plan de stabilisation de la zone euro), la décision de créer un **Fonds de soutien** de 60 milliards d'euros apportés par la Commission européenne auxquels s'ajoutent 440 milliards de prêts et garanties fournis par les pays de la zone euro. Le FMI apportera de son côté des prêts additionnels pouvant atteindre 250 milliards d'euros. Cela fait un total de 750 milliards, ce qui est considérable. Ainsi est né, lors du Conseil européen des 9 et 10 mai, par le règlement 407-2010, le « **Mécanisme européen de stabilisation financière** », ou **MESF**, qui permet à tout État membre en difficulté d'obtenir un prêt ou une ligne de crédit.

Beaucoup espèrent, les responsables politiques européens en tête, que cette décision forte va apaiser les marchés dès leur ouverture lundi matin : cela semble être le cas, vu les réactions des bourses asiatiques et la remontée de l'euro sur le marché des changes, sitôt le plan annoncé. Mais il faut malgré tout constater que le temps des politiques n'est pas celui des marchés : depuis le 16 octobre 2009 où le Premier ministre grec G. Papandréou a annoncé que les statistiques du déficit et de la dette publics grecs transmises périodiquement à Bruxelles sont fausses, 7 mois se sont déroulés ! C'est peut-être court pour les responsables européens mais c'est une éternité pour les marchés. En plus, les discours des politiques n'ont ni le contenu ni la forme attendus par les marchés. Au total, « entre ceux qui doivent des comptes à leurs électeurs et ceux qui n'en rendent qu'à leurs actionnaires, le fossé s'est creusé » (J. Pisani-Ferry).

D'un autre côté, il est facile d'imaginer que les pays de la zone euro souhaitent par-dessus tout que les PIGS n'aient pas besoin de cette aide dans la mesure où sa mise en œuvre effective exigerait d'eux un effort considérable.

En plus de la création du fonds de soutien, les responsables européens demandent une révision du PSC et des autres dispositifs de surveillance, des mesures d'assainissement budgétaire et un engagement collectif des États, de la Commission et de la BCE de « faire usage de l'ensemble des moyens disponibles pour assurer la stabilité de la zone euro ».

Le hasard veut que ce soit le même jour qu'aient lieu les fameuses élections allemandes dans le Land de Rhénanie-du-Nord-Westphalie qui ont pesé tellement négativement dans la résolution de la crise grecque.

A. Merkel et sa coalition perdent ces élections : « no comment ». *Il faut souhaiter que ce résultat, joint à la difficulté du Royaume-Uni de se doter d'un nouveau Premier ministre, ne compromette pas l'effet attendu sur l'évolution des marchés du plan de secours décidé à Bruxelles.*

Le lundi 10 mai au matin, dans la foulée du plan de sauvetage décidé à Bruxelles dans la nuit qui vient de se terminer, la BCE décide de mettre en application ce que certains appellent « l'option nucléaire » : de la création monétaire pour financer les dettes. Pour être précis, il s'agit de rachats de titres publics déjà émis et non d'achats directs de titres neufs : l'action de la BCE reste donc conforme aux statuts et l'arme utilisée n'est pas totalement nucléaire... L'ampleur de ces interventions sera décidée par le Conseil des gouverneurs. De plus, elle réactive son dispositif non conventionnel avec des enchères à 3 et à 6 mois illimitées et à taux fixe, et, en concertation avec d'autres banques centrales comme la Fed, la BoE, la Banque du Canada et celle de la Suisse, la BCE décide de réactiver aussi les mécanismes d'échanges de devises (swaps) pour réapprovisionner les marchés en dollars après une baisse brutale de l'euro.

Après ces annonces, les experts soulignent l'importance exceptionnelle des décisions par la BCE, reconnaissent leur absolue nécessité, tout en se demandant dans quelle mesure elles ne vont pas affecter la crédibilité et l'indépendance de la BCE, surtout que celles-ci ont déjà été un peu entamées lorsqu'elle a accepté la semaine précédente de prendre en garantie de ses prêts des titres de la dette grecque (pour manier à dessein le paradoxe, on pourrait dire qu'en portant ainsi atteinte à son indépendance vis-à-vis des gouvernements des États membres de la zone euro, la BCE a pris de l'indépendance vis-à-vis de la Banque centrale allemande dans la mesure où les décisions qu'elle vient de prendre l'affranchissent des dogmes de la Bundesbank). Le tournant pris par la BCE ce 10 mai fait d'elle un « acheteur en dernier ressort » et la transforme en une véritable « bad bank », dont le bilan s'alourdit dangereusement aux yeux de certains. Il faut cependant relativiser ces craintes dans la mesure où la BCE pratique en parallèle à ses achats d'obligations publiques une stratégie de « stérilisation » : les achats d'obligations sont financés concrètement par les dépôts des contreparties, qui sont réabsorbés par des opérations de réglage fin avec des reprises de liquidités en blanc. Ainsi, le volume de la liquidité des banques n'est pas modifié, et cela permet de ne pas perturber les taux d'intérêt du marché monétaire. De plus, il est regrettable de constater que la crise européenne, parce qu'elle présentait le danger de se répercuter

ailleurs, a amené le Président Obama à intervenir directement vendredi puis dimanche après-midi auprès de Madame Merkel pour la convaincre de réviser sa position : certes, le Président Sarkozy a joué directement un rôle important dans la résolution de la crise, mais les États-Unis ont exercé indirectement une influence déterminante. Quoi qu'il en soit, le fait que la Commission européenne puisse emprunter pour prêter à des États, que l'on invoque pour sauver la Grèce l'article 122 du Traité qui, en réalité, vise des circonstances certes exceptionnelles mais d'ordre naturel, et que la BCE puisse monétiser des dettes publiques sont trois avancées considérables, la première en direction du fédéralisme budgétaire, la seconde en direction de la révision des traités actuels et la troisième en faveur d'une modification des statuts de la BCE pour que celle-ci n'ait pas pour seule mission la stabilité des prix. Si ces trois avancées se confirment, on pourra soutenir que cette crise, gravissime, aura créé un électrochoc salutaire à l'avenir de la zone euro. Comme le dit très bien Mario Monti, ancien commissaire européen d'abord au marché intérieur à la fin des années 1990 puis à la concurrence au début des années 2000, dans un entretien donné au journal *Le Monde* (11 mai 2010), « on ne peut pas demander à l'euro d'être un funambule, suspendu entre une union économique qui n'est pas vraiment en place et une union politique, accouchée par petits pas dans la souffrance au fil des crises. Mais l'épreuve actuelle peut se transformer en grand pas en avant, à condition d'adopter une gouvernance budgétaire commune et une union économique ». Certains estiment qu'il faut être très optimiste pour croire en un fédéralisme budgétaire européen à l'image de celui des États-Unis : pour eux, ce serait déjà un progrès de rendre plus efficace le fédéralisme distributif qui existe actuellement avec les fonds structurels.

La journée de lundi enregistre des hausses exceptionnellement fortes sur les places d'abord européennes (+7,63% à Athènes, +11% à Madrid, +5,59% à Paris) puis américaines, au point que les pertes de la semaine précédente sont pratiquement effacées ! Les taux grecs à 10 ans sont presque divisés par 2 ! Et l'euro passe au-dessus de 1,30\$, après avoir coté 1,26\$ jeudi 6 et perdu 4,5% de sa valeur par rapport au dollar la semaine précédente. Le plan de sauvetage calme donc –pour un temps au moins- la tourmente financière. Par les hausses qu'ils enregistrent, que l'on peut considérer comme excessives, on a une preuve supplémentaire que les marchés ont toujours tendance à surréagir. On peut également se demander si ce ne sont pas les spéculateurs, ou tout au moins certains d'entre eux, qui sont en définitive les grands gagnants de cette forte remontée des cours après leur chute de la semaine dernière : ils auraient donc réussi à forcer les États, à la fois, à décider un sauvetage sans précédent des pays de la zone euro en difficulté et à adopter des plans de rigueur budgétaire, tout en tirant profit de l'évolution des cours boursiers. Se repose ainsi la question des rapports de force entre États et marchés financiers...

Mi-mai : la crise grecque fait oublier la situation difficile que connaissent d'autres pays européens. C'est en particulier le cas de la Roumanie, qui, au bord de la faillite, est obligée de se plier aux injonctions du FMI et adopte pour cela un plan d'une rare austérité pour le secteur public. Les finances publiques de la Hongrie sont également en très mauvaise situation.

Mercredi 12 mai, la Commission européenne, par la voix de son Président, M. Barroso, fait essentiellement trois propositions pour améliorer la gouvernance économique européenne. La première concerne l'évaluation du budget de chaque État membre qui serait faite au niveau européen avant même que le Parlement national ne l'examine, de façon à renforcer l'aspect préventif du PSC. La deuxième proposition consiste à compléter la liste des indicateurs pour mieux repérer les déséquilibres macroéconomiques : parmi ces indicateurs, les écarts de compétitivité devraient jouer un rôle important. La troisième proposition est de pérenniser le dispositif anti-crise mis au point pour sauver la Grèce. Parce qu'elle met en cause la souveraineté des États, c'est la première proposition qui crée le plus de remous : les Européens sont divisés à son sujet (voir à la fois les réactions de certains responsables gouvernementaux comme ceux de la Grande-Bretagne et de la Suède, et celles de nombreux parlementaires à l'intérieur de plusieurs pays, à commencer par la France), même si tous sont conscients que cela constituerait un pas important dans le sens de la gouvernance européenne qui semble, elle, faire consensus. Sur cette question de la gouvernance économique, un sujet supplémentaire de discordance apparaîtra quelque temps plus tard entre la France et l'Allemagne, la première proposant que la gouvernance économique européenne soit prise en main au niveau de la zone euro avec l'institutionnalisation d'un secrétariat économique, la seconde voulant que cela se réalise au niveau des 27. Lors de leur rencontre à Berlin le 14 juin, un compromis entre le Président français et la Chancelière allemande sera trouvé qui donne un certain avantage aux thèses allemandes : les deux dirigeants se prononcent certes pour un gouvernement économique (ainsi que pour la possibilité de priver de droit de vote les pays de la zone euro qui ne respecteraient pas les règles de la monnaie unique), mais celui-ci se fera au niveau des 27 et sans institution supplémentaire. Remarquons que cette question du gouvernement économique soulève deux questions : une question de forme et une question de fond. La question de forme est d'ordre terminologique : faut-il parler de gouvernement ou de gouvernance ? Ceux qui n'acceptent pas de céder encore un peu plus de leur

souveraineté nationale veulent que l'on emploie le terme de gouvernance. La question de fond concerne l'étendue et les modalités de ce gouvernement ou de cette gouvernance. Ces deux questions sont toujours en suspens.

Le vendredi 14 mai, les Bourses européennes rechutent fortement : - 4,59% à Paris, -4,27% à Athènes, - 5,26% à Milan, -3,14% à Londres et -6,64% à Madrid ! Non seulement les places financières avaient en effet sursauté positivement au lendemain des décisions des responsables européens mais elles sont à nouveau inquiètes sur les capacités de la Grèce à résoudre ses difficultés et sur celles de la zone euro à relever les défis qu'elle a devant elle, surtout que celle-ci semble être prise dans un étau : il lui faut réduire ses déficits pour mieux maîtriser ses dettes et/ou éviter que la médication nécessaire pour y parvenir annihile ses espoirs de croissance. Le problème crucial pour la zone euro, dont dépend directement sa survie, tient dans le choix que pose notre « et/ou » précédent : les deux objectifs sont-ils vraiment compatibles et si non, quel est celui qu'il convient de privilégier ? Selon J. Stiglitz (voir l'entretien accordé au journal *Le Monde* du 23/5/2010), on est en train de se tromper de stratégie : au lieu de l'austérité, qui ne peut que mener au désastre, il faudrait au contraire faire le maximum pour que la zone euro bénéficie de la meilleure croissance possible. Et le Prix Nobel 2001 se prononce aussi en faveur du fédéralisme budgétaire parce que « l'Europe a besoin de solidarité, d'empathie. Pas d'une austérité qui va faire bondir le chômage et amener la dépression ». Pour l'ensemble de la semaine, les Bourses enregistrent néanmoins des hausses : + 4,95% pour le CAC40 (à 3560 points), +5,98% pour le DAX30, +2,73% pour le Footsie, +2,31% pour le Dow Jones, +3,58% pour le Nasdaq et +0,94% pour le Nikkei.

Dès le lundi de la semaine suivante, les Bourses poursuivent leur mouvement de baisse, à commencer par celles d'Asie du Sud-est (Tokyo : -2,17%, Shanghai : -5,07%), puis celles d'Europe (Paris : -0,47%, Londres : -0,01%).

De son côté, ce lundi 17, la monnaie unique européenne enregistre son plus bas depuis 4 ans en cotant 1,2234\$.

Toujours ce lundi 17, en fin d'après-midi, l'Eurogroupe se réunit à Bruxelles pour évoquer la baisse de l'euro et pour assurer la mise en place du fonds de stabilisation financière décidé le dimanche 9. Mais les ministres des finances de la zone euro ne parviennent pas à se mettre d'accord et reportent la finalisation du plan à vendredi ; essentiellement à cause de l'Allemagne qui traîne des pieds parce qu'elle veut que son Parlement approuve à chaque fois l'accord des garanties pour les prêts bilatéraux, tant elle est attachée à la « culture de la stabilité et de la solidité », culture que la chancelière souhaite voir être partagée par tous les États membres. Les ministres des finances de la zone euro se contentent donc de pratiquer la « méthode Coué » et d'utiliser la langue de bois, et le déroulement de cette réunion confirme ce qu'écrit Michel Aglietta (*Le Monde* du 18 mai) dans un article important sur la crise européenne : « l'Eurogroupe n'est qu'un fantôme de coordination intergouvernementale ». Toujours ce lundi 17, la BCE annonce que la semaine précédente elle a réalisé deux opérations importantes : elle a lancé son programme d'achats d'obligations étatiques (avec une première vague de 16,5 milliards d'euros) et elle a utilisé les outils dont elle dispose pour absorber des liquidités de façon à ce que ces achats n'aient pas d'effet inflationniste.

Il faut insister sur le tournant que représente le programme d'achats d'obligations étatiques dans la stratégie de la BCE : en effet, en totale dérogation à ses principes - et à ses statuts -, la BCE adopte une politique de « détente quantitative », autrement dit du « quantitative easing » pour reprendre l'expression utilisée pour nommer cette pratique déjà mise en œuvre par les banques centrales américaine et anglaise ; ce qui correspond, en définitive et ni plus ni moins, à de la création monétaire » (pour le premier QE de la FED, voir ce qui est indiqué en date du 25 novembre 2008). On peut profiter de la mise en œuvre de cette politique pour remettre en cause le dogme selon lequel la BCE ne doit pas prêter son concours aux États membres : un tel concours, autrement dit un financement monétaire des dépenses publiques, peut en effet représenter une source de financement décisive pour les investissements préparant le futur, en particulier dans les domaines de la recherche & développement, des énergies renouvelables et de la croissance verte. Et c'est là une problématique qui englobe largement tout en la conditionnant celle de la compétitivité.

Terminons ce commentaire par quatre remarques :

- 1) Alors que la politique de « QE » de la BCE a pour but d'aider les pays en difficulté pour le financement de leur dette, le QE américain a pour but d'empêcher la déflation ; c'est donc une mesure qui s'inscrit dans le cadre de la politique monétaire mais qui est « non conventionnelle » puisque l'action par les taux est devenue inefficace depuis qu'ils sont à 0%.
- 2) Comme le QE, quel qu'en soit l'objectif, aider les pays dont les finances publiques ont subi le contrecoup de la crise des subprimes comme aujourd'hui ou pour soutenir leur activité économique et éviter la déflation comme demain, peut avoir un effet pervers au niveau des marchés financiers. Car, se traduisant par des achats massifs de titres publics de ces pays, le QE restreint le marché de ces titres, dont le prix augmente donc, d'où un affaïssement de leur rendement, ce qui pousse

naturellement les investisseurs à s'orienter vers des actifs plus rémunérateurs, à savoir les obligations publiques et privées de pays émergents avec le risque de créer une « bulle obligataire ».

- 3) *Si l'eurosystème (BCE et BC nationales) devait se substituer complètement aux marchés pour financer les pays de la zone euro en difficulté, il subirait une augmentation dangereuse de son bilan puisque c'est à près de 1 000 milliards d'euros que se monte le montant annuel des émissions de titres publics dans la zone (indiquons que le total du bilan de l'eurosystème était précisément de 1 000 milliards d'euros avant la crise).*
- 4) *Pour résoudre le problème de financement de leur déficit public, les pays qui disposent d'une épargne domestique significative ont aussi comme solution de mettre en place des circuits de financement privilégiés de manière à drainer cette épargne vers l'achat de titres publics.*

Le mardi 18 mai, les ministres des finances de l'UE s'entendent, malgré l'opposition de Londres, sur un projet de régulation des fonds spéculatifs. Ce projet reste en deçà de ce que souhaite au sujet de la supervision des services financiers le Commissaire au marché intérieur, le Français M. Barnier, et de ce que propose le Parlement européen avec en particulier la création de quatre organismes : un conseil des risques systémiques qui serait placé auprès de la BCE, et trois autorités de supervision pour s'occuper des Bourses, des banques et des assurances.

Également dans le but de s'attaquer à la spéculation, ce même mardi, l'Allemagne annonce qu'elle interdit pour ses 10 plus importantes institutions financières les « ventes à découvert à nu », c'est-à-dire les ventes à terme de titres que l'on n'a même pas empruntés. Cette décision fait baisser encore un peu plus la monnaie unique -l'euro passe en dessous de 1,22\$- et donne aux partenaires européens de l'Allemagne la fâcheuse impression que celle-ci joue « perso ». Cette impression se trouve renforcée par le fait que A. Merkel souhaite par ailleurs que la surveillance des budgets nationaux ne soit pas faite par la Commission mais par la BCE ou par une commission d'économistes, que les sanctions prévues par le PSC soient nettement renforcées et que ses partenaires suivent l'exemple allemand (du « frein à l'endettement ») en inscrivant dans leur Constitution l'obligation de respecter les engagements du PSC.

Le hasard (?) veut qu'au même moment, (le jeudi 20 mai, lors de la 2^{ème} conférence sur les déficits), le Président français propose d'inscrire dans la Constitution une « règle d'or » concernant l'équilibre des finances publiques : les gouvernements devraient alors faire voter par le Parlement une loi de programmation pluriannuelle ayant une valeur contraignante pour les cinq budgets suivants, au lieu de trois comme le prévoit la réforme de 2008. Les détails du contenu de cette règle d'or s'inspireront des travaux de la Commission présidée par Michel Camdessus, mise en place en janvier. Ces travaux sont loin d'être terminés, surtout qu'il faut encore préciser des points importants, à commencer par la notion de déficit structurel.

En soirée de ce même 20 mai, le Sénat américain vote un texte sur la régulation des marchés financiers qui doit fusionner avec celui voté en décembre par la Chambre des Représentants pour aboutir à un texte d'ensemble que les deux chambres voteront avant d'être transmis au Président Obama pour signature. Le texte voté par le Sénat prévoit essentiellement des mesures pour éviter le risque systémique : création d'un Conseil de contrôle de la stabilité financière pour anticiper la formation de bulles, restriction des « opérations pour compte propre », possibilité donnée à l'État de limiter les opérations considérées comme trop risquées que feraient de très importantes institutions financières et qui pourraient donc avoir des conséquences systémiques, faire en sorte que les transactions sur produits dérivés ne se réalisent plus de gré à gré mais sur des plateformes transparentes, et appliquer la « règle Volcker » selon laquelle il faut une séparation entre les activités des banques de dépôts et celles des banques d'affaires. Dans une déclaration faite sitôt le vote du Sénat, le Président se montre très satisfait de cette victoire qu'il emporte ainsi sur les lobbies. *Mais la guerre contre les activités spéculatives dangereuses pour la stabilité du système est-elle pour autant définitivement gagnée ?*

Il a suffi, le jeudi 21, que des rumeurs courent sur l'éventualité d'une intervention concertée de plusieurs banques centrales sur le marché des changes dans le but de soutenir l'euro, pour que l'euro connaisse une embellie dès le vendredi matin : il passe au-dessus de 1,26\$. *Cette embellie s'explique par les réactions des pays hors Europe qui vivent la dépréciation de la monnaie européenne comme une sorte de dévaluation compétitive. C'est notamment le cas du Japon, de la Chine et du Royaume-Uni. Mais la zone euro n'a-t-elle pas besoin justement, dans les circonstances actuelles, d'une sorte de dévaluation compétitive, pour donner un coup de « booster » à sa croissance ? Car la baisse de l'euro équivaut à un plan de relance...*

Sur la semaine, on enregistre des baisses très sensibles avec -3,64% pour le CAC40 (à 3431 points), -3,76% pour le DAX30, -3,80% pour le Footsie, -4,02 pour le Dow Jones, -5,02 pour le Nasdaq et -6,48% pour le Nikkei : l'inquiétude qui pèse sur l'avenir de la zone euro continue à influencer négativement les places financières, et la volonté de l'Allemagne de s'attaquer à la spéculation financière frappe davantage négativement les marchés que ne les satisfait le projet français d'inscrire la « règle d'or » dans la constitution.

Comme prévu le lundi 17, se réunit sous la Présidence de H. van Rompuy le vendredi 21 mai à Bruxelles un groupe de travail pour traiter de la gouvernance économique en Europe. Y participent essentiellement les ministres des finances des 27, le commissaire des affaires économiques à la Commission, le Président de la BCE et celui de l'Eurogroupe. Les objectifs poursuivis sont réaffirmés mais les mesures précises ne sont pas encore vraiment étudiées : deux autres réunions du groupe doivent avoir lieu avant l'été, avec des réunions préparatoires d'experts, et l'engagement est pris de remettre un rapport d'étape pour le Conseil européen de mi-juin et de fournir le rapport final de ce travail de réflexion avant le Conseil européen d'octobre.

En attendant, l'urgence contraint de nombreux pays européens à adopter la « culture de la stabilité et de la solidité » en adoptant des plans d'économie très rigoureux. C'est notamment le cas du Royaume-Uni où le nouveau gouvernement fait de la réduction du déficit public sa priorité et de l'Italie qui annonce de fortes réductions des dépenses publiques. En ce qui concerne l'Espagne, dont l'économie n'est pas trop touchée par un endettement public trop important (64,9% du PIB contre 79,1% pour le Royaume-Uni et 118,2% pour l'Italie) mais par un fort endettement privé (la dette privée représente 178% du PIB et est en grande partie entre des mains étrangères), par une crise de ses caisses d'épargne et par des dysfonctionnements de son marché du travail, le FMI prône la consolidation et la réforme du système bancaire et une flexibilisation de son système d'emploi. La situation des banques espagnoles et la peur qu'ont les marchés financiers de voir la situation des finances publiques européennes entraîner des difficultés insurmontables pour les banques créancières (les cours des groupes bancaires chutent) créent de dangereuses tensions dans tout le système bancaire européen : les banques commencent à refuser de se prêter entre elles. Une crise de liquidité bancaire est-elle en train de se préparer ? En ce qui concerne les finances publiques de la France (ses administrations publiques ont une dette qui représente actuellement 83,6% du PIB et un déficit d'environ 8%), le gouvernement réaffirme à la Commission son engagement à ramener le déficit public à 3% du PIB en 2013 et liste les mesures pour y parvenir : diminution de 10% en 3 ans des dépenses de l'État et des dépenses d'intervention, réduction des « niches fiscales », limitation des dépenses d'assurance-maladie, gel des concours financiers de l'État aux collectivités territoriales, réforme des retraites, inscription de la « règle d'or » dans la Constitution. Mais à la fois la Commission européenne et les marchés vont rester sceptiques face à cet engagement des responsables français : au cours de la première quinzaine de juin, l'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes (le « spread ») fera plus que doubler. Irait-on vers un déclassement de la France par des agences de notation ?

Trois remarques ici : (1) L'assainissement des finances publiques françaises exige en effet d'autant plus de gros efforts que le déficit primaire est proche de 6% du PIB, ce qui est l'un des chiffres les plus importants de la zone euro (celui de l'Allemagne est de 1,8% et celui de l'Italie de 1% seulement...). (2) « Le ratio dette sur PIB atteint 223% au Japon et l'Argentine a fait défaut avec 54%... Le niveau soutenable est celui que les marchés pensent être » (G. Hoguet, dans « Enjeux Les Échos » de juin 2010). (3) Il est important de savoir qui détient ces dettes publiques : la dette japonaise, certes considérable, n'est détenue que pour 5,8% par des créanciers étrangers, ce qui la met substantiellement à l'abri de l'influence des marchés, contre 47% pour les États-Unis, 32% pour le Royaume-Uni et 34% pour la France (notons qu'avec la crise des dettes publiques ces pourcentages sont amenés à évoluer : ainsi pour ce qui concerne la France, son taux dépassera 66% en 2011). De plus, qu'il s'agisse des créanciers nationaux ou internationaux, il s'agit tout aussi bien de banques centrales, de banques commerciales, d'investisseurs institutionnels ou encore de ménages. Et en ce qui concerne les créanciers internationaux, leurs relations constituent un écheveau inextricable : tous les pays sont à la fois débiteurs et créanciers. Cette dernière réflexion laisse imaginer qu'un processus de compensation pourrait être mis en place comme cela se fait pour les dettes interbancaires au niveau d'un même espace monétaire ; pour cela, il faudrait qu'une conférence multilatérale joue le rôle de chambre de compensation. Cette solution réduirait avantageusement l'influence des marchés sur la gestion des finances publiques des différents États.

Cette peur qu'ont les marchés se traduit tout au long de cette dernière semaine du mois par des mouvements de cours d'une très forte ampleur, qui se terminent néanmoins par des résultats plutôt positifs : + 2,46%

pour le CAC40, +2,01% pour le DAX30, +2,48% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, +1,26% pour le Nasdaq et -0,22% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2274\$.

Également en fin de mois, une rumeur provoque une nouvelle fois des remous bien inutiles : le Financial Times laisse en effet entendre que des banques centrales asiatiques, en particulier celle de la Chine, alarmées par la baisse de l'euro, pourraient vendre de leurs actifs libellés dans la monnaie européenne. Quand on sait que ces avoirs dépassent sans doute 10 000 milliards d'euros, on comprend quel cataclysme cela pourrait provoquer sur le marché des changes au détriment de l'euro. Mais, non seulement les autorités monétaires chinoises démentent vivement, mais encore faut-il se poser la question : revendre des actifs mais pour acheter quoi à la place ?

• Juin 2010 ->

Le 1^{er} du mois, le journal Le Monde publie un entretien que lui a accordé J.-C. Trichet, Président de la BCE : celui-ci reconnaît que « nous avons maintenant besoin d'avoir l'équivalent d'une fédération budgétaire en termes de contrôle et de surveillance de l'application des politiques en matière de finance publique ». Le Président du Conseil européen, H. Van Rompuy, reprendra à son compte cette idée le surlendemain pour concrétiser davantage son projet de gouvernement économique de la zone euro. Et la Commission veut lancer la réflexion sur le développement de ressources propres au budget communautaire, en évoquant en particulier des prélèvements de type écologique (taxe carbone et revenus produits par la Bourse d'échange de quotas d'émissions de CO2) et un impôt sur les transactions financières.

Le 2 juin, toujours dans le quotidien « Le Monde », paraît un article du géostratège Gérard Chaliand, dont le sous-titre est « face à l'essor des nouvelles puissances régionales, le Vieux Continent stagne », et dont la conclusion nous semble limpide : « Le défi, sur fond de changement d'équilibre démographique, est économique et concerne entre autres l'énergie, l'éducation, la recherche innovante. Les États-Unis semblent en mesure de le relever grâce à leur capacité d'adaptation et à leur dynamisme. C'est précisément ce qui nous manque et que nous ne résoudrons pas, ni avec des effets d'annonce sur la scène internationale, ni avec des corporatismes décidés à ce que rien ne change, ni avec une partie de la population encline à peu travailler, ni avec un important chômage chez les jeunes ».

Dans Le Monde du 8 juin, Nicolas Baverez porte un jugement également sévère : « Si les dirigeants et les citoyens se révèlent trop pusillanimes pour effectuer les réformes nécessaires à l'échelle de leurs nations et de l'Union, l'Europe n'ira certes pas à l'implosion ou à la banqueroute. Mais elle sera renflouée par les États-Unis et l'Asie. Et elle le paiera d'un statut de protectorat économique. Après avoir inventé le capitalisme et dominé 70% des populations et des terres émergées, l'Europe verrait sa souveraineté ruinée non pas par les totalitarismes qu'elle a enfantés, et dont elle a triomphé grâce à l'aide décisive des États-Unis, mais par son impuissance à relever le défi de l'universalisation du capitalisme ».

Dans la nuit du mercredi 2 au jeudi 3 juin, les banques de la zone euro utilisent la « facilité de dépôt » pour le montant record depuis la création de la monnaie unique de 320 milliards d'euros. Un tel dépôt de liquidités est une preuve des tensions fortes qui secouent le système bancaire européen évoquées un peu plus haut. D'ailleurs, lors de la conférence de presse qui suivra la réunion mensuelle du Conseil des Gouverneurs du jeudi 10, J.-C. Trichet reconnaîtra que le marché interbancaire de la zone euro ne fonctionne pas normalement. Pour y remédier, la BCE va continuer à fournir généreusement des liquidités à 3 mois au taux fixe de 1%, et cela les 28 juillet, 25 août et 29 septembre prochains.

Parce que plusieurs facteurs négatifs se conjuguent -ralentissement de la hausse de l'emploi aux États-Unis, situation préoccupante de la Roumanie et de la Hongrie, persistance de l'inquiétude sur les finances publiques dans la zone euro, contestation de la monnaie unique européenne, sans parler de la parole malheureuse du Premier ministre français F. Fillon, disant qu'il ne voyait « que des bonnes nouvelles dans la parité entre l'euro et le dollar »- les marchés, financiers et des changes, terminent cette première semaine de juin par de très fortes baisses : -1,69% pour le CAC40 (à 3456 points), -0,12% pour le DAX30, -1,20% pour le Footsie, -2,02% pour le Dow Jones, -2,57% pour le Nasdaq, +1,42% pour le Nikkei, et l'euro passe sous la barre des 1,20\$ en cotant 1,1968, ce qui est son cours le plus bas depuis 4 ans.

Le samedi 5 juin, à Busan, en Corée du Sud, les ministres des finances du G20 se réunissent sur le thème de la régulation financière internationale. Ils ne se sont pas mis d'accord sur l'instauration d'une taxe bancaire internationale, malgré les arguments développés par le FMI et plusieurs pays comme les États-Unis, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Par contre, il y a consensus sur la nécessité à la fois de revenir à des « finances publiques viables » et de renforcer les fonds propres des banques. Sur ce dernier point,

certain experts estiment que les nouvelles règles bancaires envisagées pour 2012 dans le cadre de Bâle III coûteraient six points de croissance à l'Europe.

Le dimanche 6, l'Allemagne décide de baisser son déficit structurel de 10 milliards d'euros par an jusqu'en 2016 : cet assainissement des comptes publics devrait passer davantage par une réduction des dépenses que par une augmentation des prélèvements. *Les efforts exigés de la population allemande semblent très importants mais quand on rapporte les chiffres en cause au PIB, cette austérité est malgré tout relativement moins sévère que celle qu'a décidée a priori le gouvernement français... Cela dit, de la part de l'Allemagne, se fixer ainsi une telle discipline budgétaire alors que les marchés gardent une complète confiance en les capacités de son économie, est une illustration supplémentaire de la stratégie qu'elle est en train de mener, de type néomercantiliste, qui est à la fois non coopérative et suicidaire puisqu'elle va peser négativement non seulement sur la demande interne allemande mais aussi sur celle de ses partenaires européens. Encore heureux que l'économie mondiale n'aille pas trop mal... Mais d'un autre côté, les économistes de HSBC estiment que les différents plans de rigueur décidés en Europe s'avéreront sans doute insuffisants pour réduire significativement les déficits publics...*

La deuxième semaine commence avec la même tonalité négative : les places financières continuent à baisser et l'euro passe sous 1,19\$ (à 1,1877). *Cette dépréciation de l'euro est bien sûr la marque de la défiance vis-à-vis de la zone euro et de ses dirigeants, mais, en dehors des avantages et inconvénients classiques d'une telle dépréciation, il faut reconnaître que la valeur qu'atteint aujourd'hui la monnaie unique se trouve dans la zone de ce que les experts estiment être son taux d'équilibre. Plus précisément, il est souvent admis que 1,10 est le taux d'équilibre sur le plan commercial pour ne pas handicaper la compétitivité des produits européens, et que 1,20 est le taux d'équilibre sur le plan financier pour préserver l'attractivité de l'Union européenne aux yeux des investisseurs.*

Le lundi 7 juin, le FMI remet aux ministres de la zone euro un rapport qui critique l'application faite du PSC, qui insiste sur la nécessité d'une politique budgétaire plus rigoureuse et qui met en garde contre une croissance désespérément anémique.

Également le lundi 7 juin, et conformément à la décision prise en mai, est créé le **Fonds européen de stabilité financière (FESF)** dans le but de traiter les crises comme celle de la Grèce et donc de rassurer les marchés financiers : ce fonds doit pouvoir emprunter sur les marchés aux meilleurs taux grâce aux garanties qu'apportent les États membres de la zone euro. En plus des 60 milliards qui peuvent être empruntés sur les marchés par la Commission, garantis par les États membres et sur autorisation du Conseil Ecofin, le FESF est en mesure d'émettre des emprunts sur les marchés, garantis par les États membres à hauteur de 440 milliards, pour acheter ensuite, dans des conditions très précises, les Bons du Trésor des pays menacés de défaut. Mais, en contrepartie de l'aide qu'il apporte, le FESF oblige l'État secouru à respecter des contraintes financières drastiques qui ressemblent en définitive aux fameux plans d'ajustement structurel (FAS) du FMI.

Pour préparer la réunion de début juillet des ministres des finances, la chancelière allemande et le Président français adressent le mercredi 9 une lettre au Président de la Commission européenne pour qu'avance le dossier sur l'encadrement des produits dérivés et sur l'interdiction des ventes à découvert à nu.

À la fin de la deuxième semaine de juin, les Bourses sont moins pessimistes grâce aux bonnes performances commerciales de la Chine et aux prévisions optimistes faites par la Fed : +2,89% pour le CAC40 (à 3 555 points), +1,83% pour le DAX30, +0,74% pour le Footsie, +2,81% pour le Dow Jones, +1,10% pour le Nasdaq et -1,98% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2112\$.

Le jeudi 17 juin, réunis à Bruxelles, les dirigeants européens décident d'imposer aux banques d'une part des « stress tests » pour évaluer leur degré de résistance aux chocs, dont les résultats seront publiés sur une base individuelle fin juillet, et d'autre part une taxe pour financer un fonds de prévoyance, de façon à ne plus faire appel au contribuable en cas de crise financière. Par contre, l'instauration d'une taxe sur les transactions financières ne peut être envisagée qu'au niveau mondial : les Européens la proposeront donc au prochain G20.

Surtout, le Conseil européen arrête la « **stratégie Europe 2020** » destinée à succéder à la « stratégie de Lisbonne ».

« Les principaux objectifs de la stratégie Europe 2020 se résument à cinq grands thèmes, qui sont traduits en objectifs nationaux pour chaque État membre de l'UE (dans certains pays, ils sont ensuite subdivisés pour refléter la situation particulière de chaque région). (...) »

La stratégie Europe 2020 cherche à atteindre les objectifs suivants d'ici à 2020 :

Emploi : augmenter le taux d'emploi de la population âgée de 20 à 64 ans à au moins 75 %.

Recherche et développement : augmenter les investissements des secteurs public et privé en matière de R & D à 3 % du PIB.

Changement climatique et énergies durables : réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 20 % par rapport aux niveaux de 1990, faire passer la part des sources d'énergie renouvelable dans la consommation finale d'énergie à 20 %, et accroître de 20 % l'efficacité énergétique.

Éducation : réduire le taux d'abandon scolaire à moins de 10 % et augmenter la part de la population âgée de 30 à 34 ans ayant obtenu un diplôme d'enseignement supérieur à au moins 40 %.

Lutte contre la pauvreté et l'exclusion sociale : réduire d'au moins 20 millions le nombre de personnes à risque de pauvreté ou d'exclusion sociale.

La Commission européenne a adopté sept initiatives phares pour se rapprocher des objectifs de la stratégie Europe 2020. Elles se regroupent en trois catégories :

croissance intelligente (une stratégie numérique pour l'Europe, une Union pour l'innovation, et jeunesse en mouvement) ;

croissance durable (ressource efficient Europe et une politique industrielle à l'ère de la mondialisation) ;

croissance inclusive (une stratégie pour les nouvelles compétences et les nouveaux emplois, et une plateforme européenne contre la pauvreté) ».

En fin de troisième semaine, les cours boursiers évoluent positivement et cela est assez paradoxal puisque les divers indicateurs économiques et financiers ne sont pas devenus favorables pour autant : les marchés considéreraient-ils qu'ils ont précédemment trop baissé ? Le CAC40 gagne en cette semaine +3,70%, le DAX30 +2,80%, le Footsie +1,69%, le Dow Jones +2,35%, le Nasdaq +2,95% et le Nikkei +2,99% L'euro cote 1,2387\$.

Le lundi 21 juin, une semaine tout juste avant l'ouverture du G20 à Toronto, au Canada, la Chine annonce une « plus grande flexibilité » du taux de change de sa monnaie, ce qui signifie la suppression –graduelle– du lien étroit maintenu jusque-là entre le yuan et le dollar (6,83 yuans pour un dollar). Cette décision a, a priori, pour finalité de désamorcer les critiques faites par de nombreux pays, en particulier les États-Unis, contre le caractère trop sous-évalué de la monnaie chinoise. Mais elle peut s'expliquer aussi par les craintes qu'inspire aux Chinois la baisse de l'euro pour leurs exportations...

Le mardi 22 juin, Londres prend des mesures drastiques d'économies budgétaires, y compris en réduisant fortement les prestations sociales, pour réduire un déficit public qui pèse 11% du PIB.

Lors du dernier week-end du mois de juin, les résultats du G20 qui se tient à Toronto sont très décevants alors qu'on attendait des progrès en matière de gouvernance mondiale. *Les dirigeants des pays les plus importants de l'économie mondiale (ils représentent près de 88% du PIB mondial) ne parviennent pas à choisir ou plutôt à doser entre les économies à faire pour réduire les dettes et la nécessité de soutenir l'activité économique, étant donné le lien dialectique entre ces deux objectifs. De plus, le fait que le gros de la crise soit passé et que la croissance mondiale reparte a pour conséquence que les urgences d'hier, celles de la régulation et de la gouvernance, sont comme oubliées.*

Les cours boursiers confirment les réactions contrastées et en « yo-yo » des investisseurs en cette période troublée : après une troisième semaine positive, cette fin de semaine enregistre partout des scores très négatifs : -4,54% pour le CAC40, -2,35% pour le DAX30, -3,89% pour le Footsie, -2,94% pour le Dow Jones, -3,74% pour le Nasdaq et -2,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2368\$.

Le mardi 29, les marchés connaissent un nouvel accès de fièvre, en enregistrant de brutales chutes. Ils craignent pour la santé des banques européennes dont le prêt exceptionnel de 442 milliards d'euros, accordé par la BCE il y a un an, se termine le 1^{er} juillet. Cela suscite de la méfiance entre les banques commerciales, ce qui met à mal le fonctionnement du marché interbancaire. De plus, l'inquiétude des marchés face à la situation des finances publiques de nombreux pays ne faiblit pas, tout au contraire.

Notons que le 27 juin, dans une conférence faite en Suisse, T. Padoa-Schioppa, ancien ministre italien de l'économie, appelé souvent la « force d'impulsion intellectuelle » de l'Euro et considéré comme l'un des pères fondateurs de la monnaie unique européenne, fait la distinction entre la conception « westphalienne » et la conception « post-westphalienne » de la zone euro. Rappelons que les traités de Westphalie, signés en octobre 1648, conclurent la guerre de Trente Ans et celle des Quatre-Vingts, et marquèrent la formation des États-nations au sens moderne de l'expression avec l'organisation de l'Allemagne ainsi que le développement de la conception actuelle de la souveraineté. T. Padoa-Schioppa estime que la zone euro ne doit pas céder à la conception westphalienne et doit être au contraire de type post-westphalien : les États

membres doivent certes garder une certaine autonomie, mais il faut qu'ils acceptent de coordonner leurs actions et de respecter des règles décidées en commun.

- Juillet 2010 ->

La fin de la première semaine confirme la fièvre qui s'empare actuellement des marchés, et les statistiques économiques américaines décevantes ne vont pas améliorer leurs anticipations. Les indices boursiers enregistrent sur ces premiers jours de juillet de fortes baisses : -4,87% pour le CAC40 (à 3348 points) – ce qui se traduit pour plus d'un tiers des entreprises de l'indice par une capitalisation boursière inférieure à leurs fonds propres, -3,90% pour le DAX30, -4,13% pour le Footsie, -4,51% pour le Dow Jones, -5,92% pour le Nasdaq et -5,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2566\$.

Avec la deuxième semaine, les marchés prouvent une fois de plus qu'ils peuvent changer d'orientation très rapidement. Ils enregistrent en effet les uns et les autres de belles hausses : +6,16% pour le CAC40 (à 3554 points), +3,96% pour le DAX30, +6,09% pour le Footsie, +5,28% pour le Dow Jones, +4,53% pour le Nasdaq et +4,15% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2641\$.

Jeudi 15, aux États-Unis, la « réforme financière Obama » est enfin adoptée par vote du Sénat de la « loi Dodd-Frank ». Ce n'est pas un nouveau Glass-Steagall Act, ce qui, d'une certaine façon, déçoit Paul Volcker, qui a été Président de la Fed de 1979 à 1987 et qui défend au sein de l'équipe du Président Obama un strict encadrement des activités spéculatives des établissements financiers : la « Volcker Rule », ou « règle Volcker ». On retrouve cependant dans la loi trace de cette règle puisque les établissements supervisés par la Fed ne pourront pas faire de trading pour compte propre. De plus, et pour la première fois, les produits dérivés de gré à gré vont être régulés au travers de règles émanant de la SEC (Securities and Exchange Commission) et de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) ; et les hedge funds ayant plus de 150 millions de dollars d'actifs devront s'enregistrer auprès de la SEC. La régulation est également renforcée sur le plan institutionnel, et cela de deux façons. D'une part, les pouvoirs des institutions existantes (Fed, SEC et FDIC –Federa l Deposit Insurance Corporation-) sont élargis : en particulier, la SEC va s'occuper des produits dérivés et superviser les agences de notation. Et d'autre part, de nouvelles institutions sont créées : le Conseil de supervision de la stabilité financière, le Bureau de protection financière des consommateurs et le Federal Insurance Office (FIO). Mais certains considéreront que la loi « Dodd-Frank » sera vite vidée de sa substance à cause d'un manque de cohérence et de détermination dans la réforme du système financier (voir l'article de N. Baverez dans le Monde du 31 août 2011).

En cette mi-juillet, la Grèce revient sur les marchés pour y emprunter et l'Espagne ainsi que le Portugal font de même. Ces divers emprunts se réalisent sans difficulté, ce qui prouve que la zone euro retrouve quelque grâce aux yeux des investisseurs : ceux-ci semblent croire en la capacité de l'Europe à prendre et à appliquer les décisions qui s'imposent. D'où une remontée de l'euro face au dollar : il cote 1,301 le 20 et 1,3063 le 29. Cette embellie a sans doute quelque chose à voir aussi avec les bons résultats des tests de résistance auxquels ont été soumises 91 banques européennes, et qui sont connus avant leur publication officielle le 23 juillet. En effet, seulement 7 banques (5 espagnoles, 1 allemande et 1 grecque) devront lever des fonds propres et elles ne font pas courir de risque systémique. Les investisseurs ne sont d'ailleurs pas les seuls à retrouver confiance comme le montre la belle remontée du niveau agrégé de confiance des dirigeants d'entreprises et des consommateurs dans la zone euro. De leur côté, aux États-Unis, les Bourses retrouvent des variations négatives (-2,51% pour le Dow Jones et -3,11% pour le Nasdaq) après l'annonce d'une forte chute de l'indice de confiance des consommateurs américains (le Président de la Fed émettra le 21 un avis pessimiste sur la situation de la conjoncture de l'économie américaine, ce qui pourrait motiver de sa part des mesures de relance supplémentaires). Les mauvaises performances actuelles de l'économie américaine (croissance en recul, industrie manufacturière en difficulté, immobilier toujours malade, secteur financier encore fragile, chômage en hausse, déficit budgétaire grandissant –au point que les agences de notation menacent de dégrader les États-Unis- et la résilience de l'économie américaine, tant vantée, semble s'être émoussée) font craindre aux investisseurs le « double dip », le « double creux », ce qui se traduit par une crispation boursière. Tout cela laisse penser que la confiance dans la zone euro est en train de se restaurer : Jean-Claude Juncker, le Président de l'Eurogroupe, estime que « la situation est en voie de normalisation, (...), que les marchés sont plus rationnels et qu'ils réalisent que la démarche de l'UE, du

FMI et de la Grèce est crédible ». Une preuve supplémentaire réside dans le fait que l'Europe soit la première destination des flux d'investissements directs internationaux : certes, quand on fait des comparaisons au niveau mondial, l'Europe souffre d'une croissance molle, d'un chômage élevé et d'un important vieillissement démographique, mais elle dispose à la fois d'industries de pointe et d'industries matures qui restent compétitives (automobile), elle bénéficie d'infrastructures de qualité en matière d'éducation, de santé et de communication (mais les politiques de rigueur budgétaire pourraient à terme nuire à cette qualité), et ses finances publiques ne sont pas les plus dégradées, même si J.-C. Trichet exhorte les responsables européens à « serrer la vis », adoptant par conséquent non seulement une posture peu conforme aux statuts de la BCE mais surtout une position qui entre en franche contradiction avec celle de B. Bernanke. Le banquier central américain attache sans doute plus d'importance que son homologue européen aux leçons de ce qui s'est passé au cours de la décennie 1929-1939. Et on pourrait soutenir que M. Trichet est partisan de la « rilance » (RIgueur-reLANCE) puisqu'il demande aux États de mener une politique de rigueur budgétaire pendant qu'il mène de son côté une politique monétaire accommodante (la BCE annoncera au début du mois de septembre la prolongation de ses mesures d'apport de liquidités aux banques alors que le marché monétaire fonctionne pourtant mieux).

On s'aperçoit cependant, après le gros de la crise en 2008-2009, que c'est essentiellement dans la rapidité de l'intervention des banques centrales et dans la vigueur des politiques budgétaires des États qu'il faut trouver les raisons que cette crise ne tourne pas à la catastrophe comme celle de 1929, que l'actuelle « grande récession » ne se transforme pas en « grande dépression ».

Mardi 27 juillet : les Bourses traduisent par de belles hausses, en particulier sur les valeurs bancaires, les appréciations très positives que les investisseurs portent sur les récents résultats des tests de résistance (même si ceux-ci sont critiqués pour ne pas être assez sévères sur la mesure de la solvabilité et pour prendre en compte imparfaitement les risques portés par les titres de dettes publiques que détiennent les banques), et aussi sur la décision du Comité de Bâle d'assouplir un peu son projet de réforme de la réglementation bancaire (Bâle III), notamment en rendant moins contraignante la composition des fonds propres du ratio « Core Tier-one ».

• Août 2010 ->

Le mois commence avec une double bonne nouvelle pour la France : les emprunts qu'elle doit faire sur les marchés sont à des taux historiquement bas (le rendement de l'OAT à 10 ans tombera à 2,46% en fin de mois, taux le plus bas de son histoire) et l'écart de taux d'intérêt avec les obligations d'État allemandes s'est réduit de moitié en moins de deux mois. Notons que cette détente sur les taux d'intérêt concerne pratiquement tous les pays européens, ce qui prouve que la confiance des investisseurs dans la zone euro revient progressivement. D'ailleurs, l'UE connaît une certaine reprise économique, ce qui est un facteur important pour les investisseurs. *Mais deux nuances doivent être apportées et elles montrent toutes deux une grande hétérogénéité de la zone euro. La première concerne les taux des emprunts publics. Comme l'écrivait Ian Campbell (Le Monde du 11 septembre), « la zone euro commence à ressembler à une autoroute à trois voies. Sur la plus rapide roulent l'Allemagne, la France et les pays du Benelux : les rendements de leurs obligations à 10 ans sont inférieurs à 3%. Sur la voie médiane circulent l'Italie et l'Espagne, rémunérant aux alentours de 4%. Enfin, sur celle pour véhicules lents, on trouve le Portugal et l'Irlande, avec des taux proches de 6%. Avec 11,5%, la Grèce est échouée sur la bande d'arrêt d'urgence et prise en charge par les dépanneurs de l'Union européenne et du Fonds monétaire international ». La seconde nuance concerne la croissance économique : l'Allemagne en est la locomotive (0,5% et 2,2% de croissance pour respectivement les 1^{er} et 2^{ème} trimestres 2010), et les autres pays sont des wagons plus ou moins à la traîne, derrière (la France enregistre des taux de 0,2% et 0,6%). Depuis longtemps, la conjoncture de l'Europe est très dépendante de la situation de l'Allemagne : actuellement, le quart de l'économie européenne dépend de l'Allemagne et la croissance économique en Europe dépend de celle de l'Allemagne pour les deux tiers ! La politique de rigueur menée ces dernières années en Allemagne porte ses fruits et produit des externalités positives au profit du reste du vieux continent. Mais les pays de la zone euro bénéficient de ces externalités de manière très inégale. En effet, d'après les prévisions actuelles pour 2010, l'Allemagne enregistrerait une croissance de 3% tandis que celle de la zone euro serait en moyenne de 1,1%, avec d'importants écarts entre les pays : +1,4% pour la France, +0,9% pour l'Italie, -0,3% pour l'Espagne, et -4% pour la Grèce... On retrouve ici le thème de la divergence intra européenne, qui devient d'ailleurs un casse-tête de plus en plus difficile pour la BCE dans la mesure où de tels écarts de taux de croissance, joints à des rythmes d'inflation différents, appellent logiquement des mesures monétaires différenciées. Notons à ce propos que la crise économique et financière de ces années 2007-2010 constitue elle-même un facteur très aggravant de divergence entre les économies de la zone euro. Ainsi, les économies irlandaise et espagnole qui étaient il y a peu montrées en exemples de dynamisme et de performances sont rangées maintenant*

dans les économies européennes « périphériques » et particulièrement vulnérables ; inversement, l'Allemagne, qui était plutôt en difficulté avant la crise, redevient aujourd'hui l'économie la plus prospère.

Mais dans le même temps, de l'autre côté de l'Atlantique, la conjoncture économique marque le pas, au point que la Fed décide de réactiver ses mesures exceptionnelles pour le soutien de l'activité économique, tant elle craint le risque déflationniste ; alors que certains pensent que la hausse des prix mondiaux peut faire craindre au contraire un phénomène d'inflation importée...

Et la boucle est bouclée : comme les investisseurs sont très préoccupés par la situation américaine et par les conséquences dépressives qu'elle peut avoir sur le reste de l'économie mondiale (l'économie américaine représente encore 20% du PIB mondial), ils cherchent des valeurs refuges : ils les trouvent non seulement dans l'or dont le prix flambe et dans quelques devises qui grimpent comme le yen et le franc suisse, mais aussi et surtout ... dans les emprunts d'État, ce qui explique que ceux-ci se placent bien et que les taux restent spécialement bas. On pourrait donc dire que pour les investisseurs internationaux, vive les dettes souveraines ! Ce qui semblerait alors indiquer que le rapport de forces entre États et marchés change. En réalité, les marchés restent très sélectifs dans les placements en titres publics et les États doivent de toute façon préserver leur crédibilité en matière de gestion de leurs finances publiques : les États restent sous la surveillance des marchés (note : entre 2002 et 2010, les dettes souveraines des pays développés -EU, zone euro, RU, Japon- ont plus que doublé en passant de 20 000 à 45 000 milliards de dollars).

Sur les marchés boursiers, la fin du mois d'août est marquée par les inquiétudes qui s'accroissent sur la santé de l'économie américaine : -0,53% pour le CAC40 (à 3504 points), -0,90% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,62% pour le Dow Jones (à 10 151 points), -1,20% pour le Nasdaq, -2,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2768\$.

• Septembre 2010 ->

Le jeudi 2, la BCE, qui maintient le statu quo sur ses taux directeurs, annonce la prolongation de ses mesures de soutien au système bancaire : les opérations de refinancement à 1 semaine et à 1 mois vont continuer à se faire au moins jusqu'au 18 janvier, à taux fixe et pour des quantités illimitées ; et la BCE effectuera des opérations de « réglage fin » quand les banques auront à faire les remboursements de leurs emprunts à 6 et 12 mois.

Le même jour, l'Europe suit les États-Unis dans le sillage qu'ils ont tracé pour le renforcement de la régulation financière. Après d'âpres négociations depuis février 2009, un accord est enfin conclu entre les États membres, la Commission et le Parlement pour réformer la supervision des banques, des assurances et des marchés. Mais cet accord doit être encore approuvé par les euro-députés et par tous les gouvernements. La mesure la plus importante est l'abandon de la dimension nationale de la supervision au profit d'instances européennes : un Conseil du risque systémique, adossé à la BCE, et 3 agences européennes chargées respectivement du contrôle des banques, de celui des assurances et de celui des marchés, situées respectivement à Londres, Francfort et Paris, contrairement à l'avis du Parlement qui souhaitait qu'elles soient toutes les trois implantées près de la BCE. On voit d'ailleurs non seulement là le poids dont jouissent toujours les responsables nationaux puisqu'ils réussissent à préserver le rôle des organes nationaux quand il s'agit de la supervision directe des établissements transfrontaliers.

Sur les marchés financiers, alors que la dernière semaine du mois d'août avait connu un mouvement de baisse, la première semaine du mois de septembre connaît au contraire de vives hausses (+4,70% pour le CAC40, à 3672 points, +3,08% pour le DAX30, +5,28% pour le Footsie, 2,93% pour le Dow Jones, +3,72% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei) : décidément, les investisseurs sont ultra-sensibles à la moindre information bonne ou mauvaise. Les résultats de cette semaine s'expliquent tout simplement par des statistiques un peu moins pessimistes que prévu sur les conjonctures américaine et chinoise. Et comme les informations de la deuxième semaine du mois sont très mitigées, les variations boursières sont mineures : +1,46% pour le CAC40 (à 3726 points), +1,31% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +0,14% pour le Dow Jones, +0,39% pour le Nasdaq et +1,37% pour le Nikkei. L'euro progresse en cotant 1,2679\$ contre 1,1774 à la fin de la semaine précédente. De plus en plus, les marchés estiment peu probable le « double dip », et par conséquent le scénario en W : la troisième semaine se termine sur des résultats qui traduisent ce regain de confiance : -0,10% pour le CAC40 (à 3722 points), -0,08% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, +1,39% pour le Dow Jones, +3,26% pour le Nasdaq et +4,19% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3049\$.

Le 20 septembre, plusieurs agences de notation donnent le triple A au Fonds européen de stabilité financière, créé en juin : cela donne au FESF la possibilité d'emprunter sur les marchés aux meilleures conditions. C'est une très bonne nouvelle, à un moment où on se demande si le FESF ne va pas devoir intervenir dans la crise bancaire en Irlande qui s'aggrave.

Lors de leur réunion du mardi 21, les responsables de la Fed sont toujours préoccupés par le risque de déflation. Il faut bien reconnaître que l'économie mondiale est de plus en plus duale avec d'un côté des économies matures en panne et des économies émergentes en ébullition, et par conséquent balancée entre le risque de déflation et celui d'inflation ; ce qui plonge évidemment les investisseurs en pleine perplexité.

Cette perplexité se traduit d'ailleurs sur les marchés financiers lors de la troisième semaine : +1,62% pour le CAX40 (à 3782 points), +1,43% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2,38% pour le Dow Jones, +2,83% pour le Nasdaq et -0,47% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3489\$: il continue donc de grimper parce que la Fed pourrait décider des mesures de relance en actionnant la planche à billets, et il se trouve que la baisse du dollar est surcroît favorable à cette relance...

À propos de l'application du pacte de stabilité et de croissance renouvelé, la France entre lors d'une réunion le 27 en opposition avec à la fois avec ses partenaires, la Commission et la BCE qui voudraient que les sanctions bénéficient de procédures quasi automatiques pour durcir la discipline budgétaire. La France est certes favorable à une « gouvernance économique solide et crédible », mais pas à une automaticité des sanctions, ce qui donnerait un pouvoir exorbitant aux experts.

En fin de mois, après les agences de notation Standard & Poor's et Fitch qui avaient abaissé la note de la dette souveraine espagnole d'un point respectivement en janvier et en mai, c'est aujourd'hui le tour de Moody's de donner la note Aa1.

Le 29, la Commission européenne présente des propositions législatives –que le Conseil et le Parlement devront avaliser- pour « renforcer et étendre les instruments existants en matière de coordination des politiques économiques et budgétaires dans l'UE » (voir la page Internet d'adresse http://ec.europa.eu/news/economy/100929_1_fr.htm), autrement dit pour donner plus d'efficacité au PSC, compte tenu des leçons tirées de la crise. Ces propositions concernent la surveillance du niveau des dettes publiques, le renforcement des cadres budgétaires nationaux, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques, et une application plus stricte du PSC avec un ensemble de sanctions progressives en cas de non-respect.

• Octobre 2010 ->

Le début du mois commence mal sur les places financières : -2,39% pour le CAC40 (à 3692 points), -1,38% pour le DAX30, -0,10% pour le Footsie, -0,28% pour le Dow Jones, -0,44% pour le Nasdaq et -0,71% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$ malgré le déclassement de l'Espagne et la crise irlandaise.

Au milieu de la première semaine a lieu à Bruxelles une rencontre Europe-Asie : le principal sujet de discussion est la guerre des monnaies et la réforme du système de change, en prévision du prochain G 20 (l'expression « guerre monétaire internationale » a été employée par le ministre des finances brésilien le 26 septembre). Soulignons que l'euro dépasse la barre des 1,40\$; ce qui renverse la balance des coûts-avantages que l'on avait avant l'été quand l'euro était orienté à la baisse : cette grande volatilité de la monnaie européenne est préjudiciable aux entreprises. L'idée d'un « Bretton Woods 2 » qu'avait lancée le Président Sarkozy à Davos en janvier refait un peu surface mais se heurte malgré tout à l'opposition des Américains et des Chinois, et à la grande réserve des Allemands. Certains parlent aussi de la nécessité d'un accord « du Plaza II » en se référant aux accords signés en 1985 au niveau du G5 pour intervenir sur le marché des changes dans le but de déprécier le dollar en particulier par rapport au yen, qui, de fait, a progressé de 18% en trois mois. Et D. Strauss-Kahn déclare au journal Le Monde (8 octobre) que « la sous-évaluation du yuan est à l'origine de tensions dans l'économie mondiale qui sont en train de devenir des menaces. Si l'on veut éviter de créer les conditions d'une nouvelle crise, il faut que la Chine accélère le processus de réévaluation ». Il n'empêche que le premier ministre chinois fait nettement comprendre à ses interlocuteurs européens qu'il n'est pas question de laisser le yuan s'apprécier, en prétextant que le monde entier pourrait alors souffrir des manifestations sociales qu'il y aurait fatalement en Chine à cause de faillites d'entreprises. Mais il assure aussi que la Chine est disposée à faire un effort pour soutenir la zone euro. Cela n'est pas très étonnant : certes, cette aide est précieuse pour les pays en proie à des difficultés de

financement, mais elle sert surtout les intérêts mêmes de la Chine, qui cherche des débouchés à la fois pour ses réserves de change qui sont passées de 150 milliards de dollars à plus de 2500 en 10 ans, et pour les biens qu'elle exporte.

Les discussions entre les responsables économiques mondiaux lors des assemblées annuelles du FMI et de la Banque mondiale, à Washington du 8 au 10 octobre, ruinent les espoirs d'un accord à la façon de celui du Plaza : elles se concluent seulement sur l'invitation faite au FMI d'approfondir son travail dans le domaine des changes... en attendant la réunion du G20 les 11 et 12 novembre.

Sur les places boursières, la fin de la première semaine, les investisseurs sont sensibles à « l'effet Chine », d'où des hausses partout : +1,93% pour le CAC40 (à 3763 points), +1,29% pour le DAX30, +1,16% pour le Footsie, +1,63% pour le Dow Jones, +1,31% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

Le 12 octobre, deux nouvelles importantes :

- Lors d'une conférence qu'il a faite à New York, le gouverneur de la Banque centrale allemande, Axel Weber, demande l'arrêt du programme d'intervention sur les obligations publiques lancé en mai par la BCE en argumentant qu'il faut une nette séparation entre la politique monétaire et la politique budgétaire : il est un « faucon » du Conseil des gouverneurs. Cette déclaration complique la tâche de J.-C. Trichet et peut renforcer encore davantage la monnaie européenne sur le marché des changes, surtout quand on sait que M. Weber est un possible successeur de M. Trichet. En tous les cas, elle apporte une preuve de graves divergences au sein du Conseil des gouverneurs, ce qui est relativement nouveau.
- La Fed annonce la possibilité de procéder à nouveau à une importante injection de liquidités pour aider le Trésor américain, ce qui sera un second « quantitative easing » –QE2-, autrement dit un deuxième recours à la planche à billets. Par là, on a confirmation qu'entre le risque de déflation et celui de l'inflation, le spécialiste de la crise des années 30 et de la déflation japonaise qu'est Ben Bernanke a choisi. D'un côté, la conséquence la plus directe de cette annonce est comme celle d'une dévaluation compétitive, c'est-à-dire la chute du billet vert (l'euro cote 1,4159\$ le vendredi), ce qui fait certes l'affaire des exportateurs américains mais pas celui des exportateurs européens, ni donc celui de la reprise dans la zone euro. Comme le dollar ne baisse pas seulement par rapport à l'euro mais aussi par rapport aux autres devises, cela amène les pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud) faire leur maximum pour que leurs devises ne s'apprécient pas trop, même si une telle appréciation serait en réalité favorable au rééquilibrage de l'équilibre mondial. Beaucoup craignent alors une guerre des monnaies : l'euro est très volatile par rapport au dollar et, depuis 2007, le yen a progressé de 40% tandis que la livre a perdu plus de 20%... Pour éviter une telle guerre des monnaies, le ministre du Trésor américain T. Geithner souhaite que soient définies des « normes sur la politique de change ». D'un autre côté, parce que l'annonce de la Fed persuade les investisseurs que le risque de déflation s'amenuise, les places boursières sont en hausse lors de la deuxième semaine : +1,71% pour la CAC40 (à 3827 points), +3,19% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,51% pour le Dow Jones, +2,78% pour le Nasdaq et -0,99% pour le Nikkei. Cette réaction est, comme toujours sur les marchés, une réaction de très court terme. Car une telle monétisation de la dette publique fera l'objet de critiques par la suite : des investisseurs iront même jusqu'à rapprocher la pratique de la Fed d'une chaîne de Ponzi comme celle qu'avait montée B. Madoff ; et les créanciers des États-Unis, la Chine en tête, dénonceront une création monétaire qui peut vite devenir incontrôlée.

Le lundi 18 octobre, pendant que le Président du Conseil européen H. Van Rompuy tente d'obtenir de l'Ecofin un renforcement du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), N. Sarkozy et A. Merkel, en marge du sommet qu'ils tiennent à Deauville avec le Président de la Russie, expriment leur accord pour qu'il y ait une réforme de ce PSC et donc une révision du Traité (mais des pays comme le Royaume-Uni seront-ils d'accord ?), en prévoyant d'une part, à la lumière de la crise actuelle, « un mécanisme permanent et robuste pour assurer un traitement ordonné des crises », ce qui conduit logiquement à la suppression de la clause de non renflouement lorsque un État membre est en difficulté, et d'autre part, sous la pression allemande, la suspension des droits de vote pour l'État qui violerait gravement les principes de l'UEM. Ils trouvent également un compromis à propos des sanctions quand un pays ne respecte pas ses engagements budgétaires : pour préserver la stabilité financière de la zone euro, les sanctions seront certes « renforcées et

accélérées » mais pas automatiques (décision arrachée à l'Allemagne par la France mais qui en mécontente plus d'un, en particulier la Commission et la BCE).

Le lendemain, le mardi 19, les 27 de l'UE affinent leur régulation financière non seulement en précisant les pouvoirs donnés en septembre au superviseur financier européen, l'AEMF ou ESMA (Autorité européenne des marchés financiers) qui doit remplacer début 2011 le CESR (Committee of European Securities Regulators), mais aussi en décidant une régulation des hedge funds, après d'après négociations dans lesquelles sont intervenues tout à la fois la concurrence des places financières de Paris et de Londres, l'influence libérale des États-Unis et les pressions des lobbies financiers. Seulement, le Parlement européen votera le 11 novembre la directive « AIFM » qui vise précisément la régulation des hedge funds mais avec en définitive des contraintes assez faibles : les opposants à un véritable encadrement des fonds spéculatifs l'ont donc emporté. Notons aussi, en ce qui concerne la concurrence que se font en Europe les différentes Bourses, que la directive de libéralisation des marchés des instruments financiers (directive « MIF »), mise en place début novembre 2007, est un échec de l'avis général des experts en ce sens que la concurrence s'est transformée en jungle avec le développement de plates-formes alternatives.

Le même jour, et à l'occasion de sa réflexion sur la réforme du budget communautaire pour 2013, la Commission évoque à nouveau mais de manière plus pressante la mise en place d'un impôt européen. La principale source de discordance entre les partenaires est la nature de cet impôt (TVA ? Taxe sur le transport aérien ? Taxe sur les transactions financières ? Taxe sur l'énergie ?).

Le mercredi 20, la Banque centrale chinoise relève ses taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Cette décision aura-t-elle des conséquences sur le taux de change du yuan ?

Faisons ici deux remarques :

- 1) Cette décision chinoise illustre la situation dans laquelle s'installe l'économie mondiale depuis quelque temps : celle-ci devient duale avec d'un côté les économies « avancées » qui sont en difficulté depuis l'éclatement de deux bulles successives importantes (Internet et subprimes), qui craignent la déflation et accumulent les déficits, et de l'autre des économies émergentes qui sont florissantes mais qui sont confrontées à leur tour à des risques de bulles spéculatives, ont à lutter contre l'inflation et deviennent la destination privilégiée des IDE, ce qui fait inévitablement penser à la crise asiatique de 1997. Cette asymétrie de l'économie mondiale est lourde de menaces pour son équilibre. Cette asymétrie se prolonge dans le domaine des changes : comme le notera le FMI dans une note du 28 de ce mois, l'économie mondiale souffre d'une sous-évaluation généralisée des monnaies des pays émergents tandis que le dollar apparaît comme plutôt surévalué par rapport à ses fondamentaux. Et, entre les deux, l'euro, la livre et le yen ont des cours relativement conformes à leurs fondamentaux de moyen terme.
- 2) Le FMI fait paraître aussi en ce mois d'octobre ses « Perspectives de l'économie mondiale » (www.imf.org/external/french/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/textf.pdf), dont le chapitre 3 porte sur l'analyse et la simulation économétrique des effets macroéconomiques du rééquilibrage budgétaire. On y note les principales conclusions suivantes :
 - « Le rééquilibrage budgétaire a généralement un effet de freinage sur la production. Un rééquilibrage budgétaire égal à 1% du PIB entraîne normalement une baisse du PIB d'environ 0,5% après deux ans et une hausse du taux de chômage d'environ 0,3 point. La demande intérieure –la consommation et l'investissement- recule d'environ 1% ».
 - « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la baisse des taux d'intérêt est normalement d'environ 20 points de base après deux ans. Les simulations indiquent aussi, que, si les taux d'intérêt sont proches de zéro, les effets du rééquilibrage sont plus pénalisants pour la production ».
 - « Chaque fois que le rééquilibrage budgétaire augmente de 1% du PIB, la valeur de la monnaie diminue généralement d'environ 1,1% et la contribution des exportations nettes au PIB s'élève d'environ 0,5 point. »
 - « Lorsqu'il porte surtout sur des baisses de dépenses, le rééquilibrage budgétaire a tendance à avoir de moindres effets de freinage qu'un ajustement par les impôts ».
 - « En règle générale, l'austérité budgétaire a un effet de freinage moins prononcé dans les pays où le risque de défaillance souveraine est perçu comme plus élevé ».
 - « Les simulations indiquent qu'à long terme, le désendettement s'avère probablement bénéfique ».

Sur les marchés d'actions, la troisième semaine s'inscrit dans la continuité de la deuxième : +1,08% pour le CAC40 (à 3869 points), +1,75% pour le DAX30, +0,67% pour le Footsie, +0,63% pour le Dow Jones, +0,43% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3953\$.

Le mardi 26 octobre, est trouvé, entre à la fois des représentants du Parlement européen, des gouvernements de l'UE à 27 et de la Commission, un accord sur la régulation des fonds spéculatifs : il est prévu de créer pour eux un « passeport européen » obligeant leurs gestionnaires à respecter un code de bonne conduite en matière de transparence, de capitalisation minimale et de gestion du risque.

Lors du Sommet européen du jeudi 28 octobre à Bruxelles, le débat porte notamment sur l'idée lancée 10 jours auparavant à Deauville par A. Merkel et N. Sarkozy de réformer le Traité de Lisbonne pour institutionnaliser à la fois le dispositif de sauvetage financier qui, pour l'instant est provisoire et ne doit durer que trois ans, et la suspension du droit de vote pour tout État membre qui ne respecterait pas de manière « grave » les règles du PSC. Beaucoup de partenaires se sont montrés plus que réticents sur la proposition, à la fois sur le fond et sur la forme. Finalement, un accord est trouvé sur la pérennisation du dispositif de sauvetage en confiant au Président du Conseil européen le soin de proposer d'ici à décembre les modalités techniques d'une réforme du traité ; mais en tout état de cause, il s'agira d'une révision minimale. Par ailleurs, sous la pression des Britanniques, et avec l'aval des Allemands et des Français, il y aura une augmentation limitée du budget européen en 2011. Cela mécontentera vraisemblablement de nombreux eurodéputés.

Sur les marchés financiers, la dernière semaine du mois se traduit par des frémissements, encore à la baisse: -0,91% pour le CAC40 (à 3834 points), -0,07% pour le DAX30, -1,15% pour le Footsie, -0,13% pour le Dow Jones, +1,13% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3947\$.

• Novembre 2010 ->

Pour éviter la déflation et comme elle n'a plus de marge de manœuvre sur les taux d'intérêt directeurs (et comme il n'y a plus de marge de manœuvre budgétaire non plus), la Fed, conformément à des annonces qu'elle fait depuis quelque temps, lance le 3 novembre l'« QE2 » en programmant d'ici à juin 2011 des tranches mensuelles d'achat d'emprunts d'État pour un montant global de 600 milliards de dollars (rappelons que l'QE1 mis en œuvre fin 2008 a porté sur 1750 milliards). Cette décision de création monétaire entraîne aussitôt une baisse du dollar (de ce point de vue, elle s'apparente à une dévaluation compétitive), et suscite dans les jours qui suivent de nombreux commentaires négatifs (les conséquences défavorables pour l'euro qui monte au-delà de 1,42\$ le jeudi) ou pour le moins sceptiques (d'abord, ce nouveau plan ne suffira sans doute pas à relancer l'économie, ensuite, il peut générer de l'inflation si l'on en croit les expériences passées comme celles des États-Unis en 1933 ou, comme beaucoup plus récemment celles de la Suisse et du Royaume-Uni, et enfin il peut perturber le système financier international dans la mesure où les nouveaux dollars risquent de quitter les États-Unis pour aller se faire rémunérer dans les économies émergentes, qui, de leur côté, ont des raisons de craindre les effets d'afflux de capitaux trop massifs : comme le dit P.-A. Delhommiais –Le Monde du 7 et 8 novembre- « “QE2 contre QT1“, c'est le titre du film de la guerre monétaire qui se profile » (QT = « Quantitative Tightening », resserrement monétaire)). Par contre, les marchés boursiers la reçoivent très positivement : au cours de cette première semaine de novembre, on constate +2,17% pour le CAC40 (à 3917 points), +2,32% pour le DAX30, +3,53% pour le Footsie, +2,93% pour le Dow Jones, +2,85% pour le Nasdaq et +2,78% pour le Nikkei. Une fois n'est pas coutume : les marchés ne se trompent peut-être pas. Car le danger d'inflation semble beaucoup moins important que celui de déflation : l'inflation sous-jacente n'est actuellement aux États-Unis que de 1% environ. *Il faut donc admettre que la création monétaire ne débouche pas nécessairement sur de l'inflation au sens traditionnel du terme. D'ailleurs, les statistiques des deux dernières décennies (1990-2010) montrent qu'il n'y a pas de corrélation vraiment significative entre progression de la masse monétaire et taux d'inflation. Seulement, si elle ne donne pas lieu au dérapage des prix des biens de consommation et de production, cette masse de liquidités créées se transforme en bulles sur les actifs financiers et/ou immobiliers ou encore sur les matières premières. Cela profite donc en priorité aux rentiers : voilà l'impact social qu'a la politique monétaire des banques centrales.*

La deuxième semaine remet au-devant de la scène la crise en Irlande. En effet, la crise de ce pays, qui était considéré il y a quelques années comme un exemple à suivre pour développer une croissance soutenue, connaît une accélération de sa crise immobilière et bancaire, commencée fin 2008-début 2009, vis-à-vis de laquelle les autorités avaient très rapidement réagi par des mesures de sauvetage des banques, d'où un gonflement inévitable du déficit public alors que les finances publiques étaient au départ en bonne santé. En ce mois de novembre 2010, le déficit public atteint 32% du PIB, ce qui oblige les autorités à durcir

nettement leur politique économique. Ce qui risque de nourrir un cercle vicieux si ce durcissement inquiète les marchés au point que ceux-ci élèvent significativement leurs taux. C'est d'ailleurs bien ce qui se passe les jours suivants : le taux à 10 ans imposé à l'Irlande explose à plus de 8% et la panique des marchés s'étend de proche en proche aux autres PIGS, en particulier au Portugal. Ce qui cause à nouveau une mise en cause de la zone euro : la monnaie unique passe en dessous de 1,38\$.

Les 11 et 12 se tient à Séoul le sommet du G20 : même si quelques avancées ont lieu (réforme des quotas, du système de prêts et de la répartition des droits de vote au FMI, ce qui donne davantage de place au sein de l'organisation aux pays émergents, alourdissement des règles prudentielles des banques), le bilan global est très mitigé, surtout parce que le sommet a été comme stérilisé par le face à face américano-chinois. Pendant ce sommet, les Européens en profitent pour tenter de porter remède à la crise irlandaise qui ne cesse de s'aggraver parce que les marchés sont de plus en plus fiévreux. De plus, un conflit se déclenche le 11 entre les États membres de l'UE et le Parlement européen sur le budget communautaire pour l'année 2011 (rappelons que le Traité de Lisbonne fait du Parlement européen un co-décideur en matière budgétaire). Ce sont le Royaume-Uni et les Pays-Bas, suivis par la Suède et le Danemark, qui mènent la rébellion contre les euro-députés... Ajoutons à cela le risque de spéculation sur l'euro pour comprendre que la zone euro entre dans une zone de grand danger.

Tout ce contexte empli de dangers se traduit en fin de cette 2^{ème} semaine à la fois par des baisses sur les places boursières (-2,19% pour le CAC40 à 3831 points, -0,29% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,20% pour le Dow Jones, -2,36% pour le Nasdaq et + 1,03% pour le Nikkei) et par un recul supplémentaire de l'euro (1,3693\$).

Lors de la troisième semaine, la crise irlandaise ne fait que s'aggraver, ce qui augmente le risque de contagion aux maillons faibles de la zone euro, le Portugal et l'Espagne ; sans compter que la Grèce a beaucoup de difficultés à satisfaire aux conditions posées par ceux qui l'ont aidée dans la résolution de sa crise. Si bien que le Président de l'UE n'hésite pas à déclarer que la survie de la zone euro et par là même celle de l'UE tout entière sont menacées. C'est d'ailleurs bien le risque de contagion qui est le principal souci de tous les responsables, qu'il s'agisse des membres de l'Eurogroupe qui a sa réunion mensuelle le mardi 16 (et qui, comme le FMI, se déclare prêt à intervenir avec le Fonds de stabilité financière), de ceux de la Commission européenne et même du Secrétaire d'État au Trésor américain, qui, ce même jour, fait pression sur les pays européens pour qu'ils se portent rapidement au secours à l'Irlande ; ce en quoi il rejoint l'impatience exprimée par la BCE. D'ailleurs, il est décidé d'envoyer à Dublin dès le jeudi 18 une commission de diagnostic composée de représentants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI. Mais l'Irlande essaie encore de résister à toutes ces propositions d'intervention, tant elle tient à son indépendance nationale et veut préserver sa fiscalité spécifique. À ce propos, l'économiste américain Peter Kennen fait dans le journal Le Monde du 18 novembre une double réflexion intéressante. Il estime d'un côté que le risque de contagion à d'autres pays européens n'est pas très important tant que ce ne sont pas de grands pays qui sont touchés (nous pouvons ajouter que le Portugal et l'Espagne sont moins vulnérables qu'avant, suite aux actions de consolidation déjà entreprises) ; et d'autre part que la grosse difficulté de résoudre la crise que traverse actuellement l'Europe vient du refus ou, pour le moins, de la réticence que montrent les États membres à abandonner quoi que ce soit de leur souveraineté nationale ; d'où l'intervention du FMI qui peut légitimer politiquement l'aide apportée.

Au cours de cette troisième semaine, les places boursières sont sujettes comme très souvent à des variations erratiques en fonction des diverses informations que drainent les marchés ; et à la fin de la semaine, on enregistre des évolutions contrastées : +0,76% pour le CAC40 (à 3860 points), +1,62% pour le DAX30, -1,10% pour le Footsie, +0,10% pour le Dow Jones, 0,00% pour le Nasdaq et +3,06% pour le Nikkei. De son côté, l'euro est passé, par rapport au dollar, de 1,3447 en début de semaine, à 1,3673 en fin de semaine.

Le dimanche 21, l'Irlande admet enfin qu'elle a besoin d'une aide financière extérieure. Les Européens lui répondent en ne se précipitant pas pour autant : il faut attendre les conclusions de la commission envoyée sur place pour évaluer les besoins et donc pour chiffrer le montant de l'aide, et décider des contreparties à obtenir. Et de son côté, l'Irlande tente de sauver son système fiscal sur les entreprises qui a assuré son développement (le taux de l'impôt sur les sociétés est de 12,5% contre une moyenne de 25,7 dans la zone euro et le taux maximum de 34,4% en France). Mais elle comprend qu'elle ne peut éviter un sévère redressement économique : elle annonce le mercredi 24 un plan de rigueur sur 4 ans, censé renforcer les 3

séries de mesures d'austérité prises depuis 2 ans. Ce plan est critiqué à la fois pour son insuffisance (le taux à 10 ans qu'ils exigent passe malgré tout la barre des 9%) et par la population irlandaise pour sa dureté. Parce que la crise irlandaise met en cause la fiabilité des stress tests effectués en juillet dernier, le directeur pour le marché intérieur de la Commission européenne annonce le jeudi 25 une réforme de leur procédure, en particulier pour intégrer une simulation de situations macroéconomiques difficiles. Ce même 25 novembre, V. Poutine propose à l'Europe la constitution d'un espace de libre-échange et demande que préalablement la Russie entre à l'OMC.

En cette dernière semaine de ce mois de novembre, les cours sur les marchés des valeurs mobilières et des changes expriment les fortes inquiétudes des investisseurs et des analystes :

-3,41% pour le CAC40 – 3729 points- +0,08% pour le DAX30, -1,12% pour le Footsie, -1% pour le Dow Jones, +0,8% pour le Nasdaq, +0,26% pour le Nikkei, mais -7,05% pour l'IBEX à Madrid et l'euro passe de 1,3627\$ en début de semaine à 1,3227 à la fin (sur les places boursières européennes, les valeurs bancaires sont nettement à la baisse à cause de l'importance des créances que les banques, en particulier françaises et allemandes, ont sur les États en difficulté).

Les uns et les autres commencent à se poser de graves questions qu'ils n'osaient pas entrevoir sérieusement auparavant : les plans de relance vont-ils suffire (le cas de l'Irlande montre que ces plans entraînent de surcroît deux risques, non seulement un risque économique puisqu'ils peuvent déboucher sur un fort ralentissement de la croissance, mais aussi un risque politique parce qu'ils peuvent déstabiliser l'équipe gouvernementale en place) ? À qui va être le tour d'une crise de confiance après la Grèce et l'Irlande ? Le Portugal, qui connaît un double problème de compétitivité et de finances publiques ? L'Espagne, qui connaît un double problème de compétitivité de son économie et de solidité de son système bancaire ? Et si l'Espagne, quatrième économie de la zone, est touchée par ce mouvement de défiance, pourquoi n'en serait-il pas de même par la suite pour l'Italie et la France ? Comment l'Allemagne pourrait-elle tout supporter ? Il semble donc nécessaire de concevoir une solution d'ensemble et durable, notamment en consolidant substantiellement le FESF, quantitativement en augmentant ses capacités d'aide, et qualitativement en diversifiant ses dispositifs. Les États en difficulté ne seront-ils pas contraints en définitive d'accepter la restructuration de leur dette souveraine (sur cette opération, voir le texte du FMI à l'adresse Internet : <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/sdrmf.htm>) ?

Autrement dit, ne va-t-il pas falloir, comme le veut Mme Merkel, demander aux banques européennes de renoncer à une partie des créances souveraines qu'elles ont ? On retrouve ici le problème posé par le risque d'aléa moral : les banques qui ont fait des placements dans des titres des Trésors publics en difficulté, en exigeant d'eux des taux élevés au titre des risques encourus, et par conséquent en recevant d'eux de fortes rémunérations, seraient obligées de supporter effectivement ces risques quand ils deviennent effectifs, alors que dans l'état actuel des choses ce sont en définitive les contribuables qui payent ; il n'est en effet pas normal que ces banques soient gagnantes sur tous les tableaux. Mais d'un autre côté, si la restructuration n'est pas opérée de manière fine, elle peut complètement déstabiliser le système bancaire, ce qui obligerait l'État à se porter à nouveau à son secours, d'où une aggravation supplémentaire du déficit public et l'entrée dans un cercle vicieux infernal

Remarque : on distingue trois niveaux de restructuration : la restructuration la plus « douce » correspond à un rééchelonnement de la dette avec baisse des taux d'intérêt, le « reprofilage » et le « rollover » constituent le niveau intermédiaire, puisque c'est dans les deux cas un rééchelonnement de la dette au même taux, mais avec report dans le temps des échéances des titres existants pour le premier et avec échange des titres arrivant à échéance contre de nouveaux titres pour le second, et la restructuration « dure », qui impose aux prêteurs une décote de leurs créances : c'est donc carrément le « défaut ». Les plans Baker et Brady appliqués pendant les années 1980 aux dettes des pays en développement sont la première grande illustration d'une restructuration « dure » de dettes souveraines.

Notons qu'en ce qui concerne les pays européens en difficulté, leurs propres banques détiennent grosso modo un tiers de la dette publique, les deux autres tiers étant détenus par les banques des autres pays européens, d'où non seulement le risque de voir anéanti le système bancaire du pays dont la dette est restructurée mais aussi celui de voir les autres systèmes bancaires affaiblis par l'effet domino.

Quelle solution envisager si, plus gravement, des États deviennent carrément insolubles ? Au tournant des années 1990-2000, Anne Krueger, de la Banque mondiale, avait proposé la constitution d'une sorte de tribunal international pour transposer au niveau des États le code des faillites qui existe pour les entreprises dans plusieurs pays, en particulier aux États-Unis.

Remarque : la situation de la Grèce rappelle celle qu'a connue l'Allemagne au lendemain de chacune des deux guerres mondiales. En effet, à l'issue de la première, ne supportant pas le coût des réparations imposées par les vainqueurs - comme l'avait en quelque sorte prédit en 1919 Keynes dans « Les conséquences économiques de la paix » -, l'Allemagne fit défaut en 1923. Suivirent alors deux rééchelonnements, l'un en 1923 avec le plan Dawes et l'autre en 1930 avec le plan Young. On peut dire que ces difficultés financières auxquelles a été acculée l'Allemagne ont été un facteur important de la montée en puissance du nazisme dès 1933 ; Hitler refusa d'ailleurs tout remboursement de la dette. À l'issue de la seconde guerre mondiale, ce type de

difficultés s'est reproduit, et, tirant les leçons de l'épisode précédent, les États-Unis ont imposé au travers des accords de Londres de 1953 la réduction de moitié de la dette allemande, en offrant en contrepartie à leurs alliés le « Plan Marshall ».

Remarque : à la question, un État peut-il faire faillite ? il faut répondre oui et non. Oui, si on pense à plusieurs épisodes qui ont jalonné l'histoire comme ceux de 1820-1830, de 1870-1980, de 1930-1950, de 1980-1990, sans parler de la période actuelle. Mais non aussi parce que la faillite d'un État ne peut pas donner lieu, comme celle d'une entreprise, à la liquidation ou à la saisie des actifs des administrations publiques ; un État ne peut pas juridiquement faire faillite mais il peut être en cessation de paiement et plusieurs solutions s'offrent alors à lui. Premièrement, comme il est immortel, il peut ne jamais rembourser totalement ses dettes en substituant des emprunts nouveaux à ceux qui arrivent à échéance. Deuxièmement, il peut tout simplement décider unilatéralement d'« effacer l'ardoise » (c'est ce que fit le roi d'Angleterre Édouard III, confronté à l'importante dette contractée auprès des financiers vénitiens pour financer la guerre de Cent ans qu'il déclara). Troisièmement, version plus soft de répudiation de la dette, il peut négocier avec les créanciers une « restructuration de la dette » qui consiste à effacer une partie de la dette et/ou à transformer les emprunts existants en emprunts à durée plus longue. Quatrièmement, il peut augmenter les prélèvements obligatoires. Cinquièmement, si ses statuts le lui permettent ou si les circonstances l'y obligent, la Banque centrale peut créer de la monnaie pour financer directement l'État et/ou pour que les taux d'intérêt soient plus bas que le taux de croissance de l'économie, et/ou pour générer de l'inflation de manière à réduire mécaniquement le poids de la dette publique. Toutes ces solutions ne doivent cependant pas conduire un État à dépenser sans compter et à accumuler de la dette sans limite. Car nous sommes dans une économie mondiale libéralisée, avec des mouvements de capitaux très mobiles, où les économies nationales sont très interdépendantes, où les banques centrales sont en principe indépendantes et où l'orthodoxie financière l'emporte en général. Par conséquent, les finances publiques sont très dépendantes des financements de marchés ; la situation des États dépend donc des réactions des marchés financiers. Si bien qu'il y a toujours un seuil d'endettement non seulement économique mais aussi politique et social à ne pas dépasser. Cette notion de seuil renvoie techniquement à celles d'endettement optimal et de soutenabilité de la dette.

Mais l'Allemagne défend une autre solution qui pourrait entrer en application mi-2013, celle des « clauses d'action collective » : de telles clauses introduites dans les contrats qui sous-tendent l'émission des titres publics permettent en effet, quand le pays concerné le demande, à une majorité qualifiée de créanciers, d'imposer à l'ensemble des créanciers une renégociation ou une restructuration de la dette publique). Plus fondamentalement encore, ne va-t-on pas vers l'éclatement en deux de la zone euro (avec la constitution d'une zone « Nord » euro-mark, et une zone « Sud »), sinon vers sa totale implosion ? La remise en cause de l'euro serait bien entendu une crise bien plus grave que les secousses qu'a connues le SME au début des années 1990. La crise actuelle oppose deux clans parmi les « européens » : celui des pessimistes qui estiment que la zone euro risque de continuer à s'enfoncer dans l'ornière actuelle tant que des États membres, en particulier l'Allemagne, refusent la formation d'un gouvernement économique et un fédéralisme budgétaire minimal ; et celui des optimistes qui, convaincus que l'Europe s'est constamment construite à coups de petits pas faits à chaque fois qu'elle était mise au pied du mur, pensent qu'il s'agit d'une crise salvatrice supplémentaire. Et les pessimistes rejoignent d'une certaine façon les eurosceptiques en se posant la question de la sortie des États en difficulté de la zone euro pour savoir si cela constituerait une solution, et celle de l'explosion de la zone euro tout entière pour savoir si c'est une conséquence possible voire probable de la crise actuelle.

Pour un État en difficulté, la sortie de la zone euro présenterait certes l'avantage de remettre entre les mains de ses responsables économiques l'arme de la politique de change, mais l'utilisation de cette arme consisterait en une forte dévaluation pour donner un coup de fouet à l'économie, dans la perspective d'alléger le fardeau des déficits. Or, d'une part, l'efficacité de la dévaluation est très sujette à caution pour plusieurs raisons (question des élasticités critiques, effet pervers de la courbe en J, comportement de marge des entreprises, risques inflationnistes, etc...) mais aussi, d'autre part, cette efficacité est très liée à la qualité de la politique économique qui l'accompagne (qui doit être une politique de compression de la demande intérieure, donc une politique d'austérité), et enfin, toute politique de dévaluation entame la crédibilité qu'ont les investisseurs dans l'économie qui dévalue sa monnaie, ce qui nécessite un renforcement d'autant plus important des mesures d'ajustement, forcément très coûteuses pour cette économie et sa population. Alors, quel gain au total ? En plus de cette question d'ordre économique, la sortie d'un pays de la zone euro soulève une question juridique puisque le traité européen prévoit la sortie de l'UE mais pas de la zone euro, qu'il est possible pour un État de décider de sortir de l'UE mais qu'il n'est pas possible d'en être expulsé par les autres, et de nombreuses questions techniques et pratiques (comment « frapper » la nouvelle monnaie nationale, combien de temps pour le faire, etc).

Quant à l'explosion de la zone euro, elle aurait, d'après diverses simulations macroéconomiques, des conséquences qui seraient non seulement encore plus négatives mais qui aussi concerneraient tous les États membres, principalement en termes d'évolution du PIB et du taux de chômage. Même et peut-être surtout pour l'Allemagne, l'économie la plus puissante de l'UE, un éclatement de la zone euro - par la « sortie » des pays en difficulté ou par la sortie des économies les mieux portantes - présenterait de grands dangers. En effet, le système bancaire outre-Rhin a énormément d'euros dans son bilan consolidé, et un retour au DM ou une

zone euro complètement reconfigurée lamineraient la situation financière des banques allemandes. Il en serait d'ailleurs de même si l'Allemagne décidait de ne pas prêter son concours aux pays en difficulté.

En tous les cas, face à cette situation pleine d'incertitudes et de dangers, des auteurs ne se privent pas de montrer du doigt des responsables. C'est ainsi que N. Baverez considère (*Le Monde* du 30 novembre) que la Fed et la BCE sont très fautives en menant des politiques monétaires opposées non seulement l'une par rapport à l'autre mais surtout par rapport à la situation à laquelle chacune doit répondre. La Fed mène une politique monétaire expansive comme si l'économie américaine pouvait craindre la déflation alors qu'il n'en est rien et, sous ce prétexte, elle crée les conditions d'un développement de l'inflation et de nouvelles bulles. La BCE mène au contraire une politique monétaire restrictive comme si la zone euro était actuellement soumise au risque d'inflation, et, sous ce prétexte, elle aggrave en réalité les risques de déflation. Si des tensions inflationnistes devaient effectivement se développer, essentiellement sous forme d'inflation importée parce qu'il y a un excès de liquidités internationales, une bulle sur les matières premières (spécialement forte hausse du prix du pétrole) et une hausse des prix dans les pays émergents, on serait potentiellement confronté à un nouvel épisode de stagflation (la cause interne de l'inflation qui serait la fourniture excessive de liquidités est très peu présente, comme le montrent les statistiques sur l'évolution de la masse monétaire, et ce pour au moins deux raisons, la stérilisation au moins en partie que fait la Banque centrale de la monnaie qu'elle crée et la faiblesse de la création monétaire par les banques commerciales qui s'explique elle-même par celle de la demande de crédits des agents privés). Cela ne manquerait pas de mettre la BCE face à un fâcheux dilemme puisqu'elle se sentirait contrainte par ses statuts de relever ses taux directeurs tout en étant obligée de poursuivre sa stratégie de protection du système bancaire et de défense de la cohésion d'une zone euro qui, en plus, fonctionne maintenant à deux vitesses au moins (la crise actuelle radicalise chaque jour davantage la division Nord-Sud de la zone euro évoquée plus haut et par rapport à laquelle il y a comme ailleurs une exception française puisque la France occupe une position médiane, que cela soit en termes de solde budgétaire ou de dette publique). Notons que certains ont cru déceler dans l'évolution des prix constatée à la toute fin de l'année 2010 la réalisation du risque stagflationniste, mais d'autres estiment que les tensions inflationnistes réellement dangereuses sont celles de l'inflation sous-jacente ; or, celle-ci reste tout à fait dans les limites prévues (dans la zone euro elle aura été en 2010, comme en 2009, de 1,1% ; et aux États-Unis de 0,8%). De surcroît, par leurs conséquences sur les changes, ces stratégies opposées entre Banques centrales expriment une guerre des banques centrales et par là une guerre des monnaies. Si cette guerre des monnaies devait aboutir à un effritement de l'euro, ce serait finalement peut-être une chance pour la zone euro dans la mesure où cela lui redonnerait une certaine compétitivité dans la compétition mondiale car l'euro est à l'heure actuelle très au-dessus du cours qu'il avait lors de sa mise en œuvre (1,17\$), c'est-à-dire du cours qui n'est pas très éloigné, selon beaucoup, de sa valeur d'équilibre de long terme...

Tout à fait en fin de mois, à Bruxelles, le dimanche 28 novembre, dans l'urgence, les ministres des finances de la zone euro, au sein de l'Eurogroupe, puis tous les membres de l'UE mettent au point le *mécanisme européen de stabilité (MES)* qui doit prendre la suite de l'actuel Fonds de stabilité financière (FESF), créé pour ne durer que jusqu'en 2013. Le MES aura 3 attributions principales : d'abord, lever des fonds sur les marchés de capitaux pour aider les pays en difficulté, ensuite, acheter de la dette publique sur le marché secondaire pour faire baisser les taux, et enfin, mettre en place des programmes d'aide préventifs pour aider les pays à refinancer les banques en difficulté.

Madame Merkel n'a pas satisfaction sur le principe de la restructuration des dettes souveraines en imposant aux banques privées de renoncer à une partie de leurs créances, mais il sera possible de demander « au cas par cas » la participation aux institutions financières qui détiennent des dettes souveraines. Il est prévu une hiérarchie des prêteurs aux États en difficulté : il y aurait au sommet de la pyramide l'organe qui régit le MES et en dessous les créanciers privés.

Deux remarques sont à faire ici :

1) Par « restructuration des dettes », on entend l'accord qui peut être conclu entre le débiteur et ses créanciers, par lequel ceux-ci acceptent d'abandonner une partie de leurs créances pour que le débiteur ne devienne pas carrément insolvable et ne fasse donc faillite, ce qui leur ferait perdre la totalité de leur capital ; et par « au cas par cas », il faut sans doute entendre ici que la mise en œuvre du dispositif « MES » est fonction à la fois du type de crise vécue par le pays en difficulté et du caractère solvable ou non de ce pays.

2) Les agences de notation font d'ores et déjà des critiques à l'endroit du MES en insistant sur l'effet négatif que celui-ci peut avoir sur la notation des États puisque les créanciers privés peuvent subir de lourdes pertes dans l'aventure de la restructuration des dettes publiques.

C'est aussi au cours de cette importante réunion bruxelloise que le plan d'aide à l'Irlande est finalisé : dans le but de lui permettre de revenir à la norme de 3% de déficit d'ici 2015, des prêts remboursables jusqu'en 2010 lui seront accordés pour une somme globale de 85 milliards d'euros (2/3 sont à la charge de l'UE, 1/3

à celle du FMI ; 50 milliards sont pour les besoins des finances publiques irlandaises et 35 milliards pour recapitaliser les banques domestiques).

- Décembre 2010 ->

Le jeudi 2 décembre, lors de sa réunion mensuelle, la BCE maintient non seulement une fois de plus ses taux directeurs mais également ses mesures de refinancement exceptionnelles : elle poursuivra au moins jusqu'à la fin du 1^e trimestre 2011 sa fourniture aux banques de liquidités à taux fixe et pour des montants illimités. Et pendant sa conférence de presse, J.-C. Trichet exhorte les marchés à considérer davantage les fondamentaux de l'économie qui sont plutôt orientés favorablement. Et pratiquement pendant cette conférence de presse de son Président, la BCE rachète des obligations étatiques d'Irlande et du Portugal, comme elle l'avait fait pour la Grèce pour la première fois à la fin de la première quinzaine de mai : c'est donc d'une certaine façon un QE2 à l'européenne. *Ce qui fait dire à certains que la BCE devient enfin moins dogmatique et davantage pragmatique. Pendant que d'autres vont jusqu'à la taxer de laxisme et insistent sur le déséquilibre de plus en plus dangereux qui existe au niveau des bilans non seulement de certaines banques centrales du SEBC, celles des PIGS, mais surtout de la BCE elle-même : dans les deux cas, les capitaux propres représentent 24% du total des actifs, de qualité d'ailleurs souvent douteuse. Cette situation conduit à envisager la recapitalisation de ces banques centrales (le jeudi 16, le Conseil des gouverneurs de la BCE annonce un quasi doublement de son capital d'ici la fin de 2012).*

Il n'empêche que tout cela rassure un peu les marchés : les indices des marchés d'actions remontent, l'euro grimpe un peu et les tensions sur les marchés obligataires s'apaisent. D'ailleurs, en fin de semaine, les Bourses sont toutes orientées à la hausse : +0,59% pour le CAC40 (à 3750 points), +1,44% pour le DAX30, +1,35% pour le Footsie, +2,62% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +1,38% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,3416\$ le vendredi alors qu'il était tombé en dessous de 1,30 le mardi. *L'apaisement des tensions sur le marché obligataire n'empêche pas certains de craindre de plus en plus une remontée des taux à cause d'un effet d'éviction que crée le poids des dettes publiques à l'encontre des besoins de financement des banques, qu'elles soient européennes ou américaines, et bien que les taux d'épargne soient plutôt orientés à la hausse ici et là.*

Le lundi 6, le Président Obama doit tenir compte du changement de majorité au Congrès en maintenant les avantages fiscaux dont profitent les hauts revenus.

Le vendredi 10, N. Sarkozy et A. Merkel se rencontrent avant le sommet européen du 16 pour essentiellement afficher clairement leur identité de vue sur la résolution de la crise de l'euro, en sachant que la chancelière allemande affirme catégoriquement son opposition à la fois au renforcement du capital du FSF, contrairement au souhait exprimé par le directeur général du FMI, D. Strauss-Kahn, et à l'émission d'obligations européennes, contrairement à la proposition du Président de l'Eurogroupe, J.-C. Juncker, pour qui l'émission d'eurobonds permettrait de mutualiser la gestion des dettes publiques européennes et de soustraire celle-ci à la loi des marchés ; il faudrait donc prévoir une « Agence européenne de la dette » qui aurait le même rôle que notre « AFT ». Indiquons au passage que cette proposition est une vieille idée de J. Delors, et que plusieurs personnalités y sont favorables comme par exemple V. Giscard d'Estaing (Le Nouvel Observateur du 28/7/2011). *Cette double opposition allemande est une nouvelle manifestation du fait que l'Allemagne a une vision très restrictive de la solidarité européenne parce qu'elle a toujours peur de « devoir encore payer pour les autres ». Car, concernant le FSF, l'Allemagne ne veut ni que soit accrue sa taille ni que son intervention puisse être préventive ; elle veut que son intervention ne soit qu'en dernier recours. Et, concernant les eurobonds, le problème qu'ils posent n'est pas essentiellement technique (il serait toujours possible de contourner les effets d'un taux d'intérêt unique sur l'Allemagne et sur d'autres pays du Nord qui peuvent se financer à des taux faibles), mais triplement politique. D'une part, l'émission d'obligations européennes correspondrait à un pas significatif en direction du fédéralisme fiscal-budgétaire et donc d'une plus forte intégration européenne (et contrairement à la France, l'Allemagne considère que les eurobonds doivent être une conséquence et non un préalable à des progrès de la construction européenne en direction d'une union politique). D'autre part, pour l'Allemagne, au travers de la mutualisation des dettes qu'ils permettent, les eurobonds consistent concrètement à mutualiser les performances économiques, ce qui n'est pas acceptable pour elle. Enfin, l'émission d'obligations européennes empêcherait l'Allemagne de quitter la zone euro, menace qui lui permet de renforcer le rapport de forces par rapport à ses partenaires qui est en sa faveur. Il n'empêche, justement, que les eurobonds feraient avantageusement contrepois avec les Bons du Trésor américain et que ce serait une source précieuse de financement d'investissements européens d'infrastructures en faisant du couple BCE-BEI une force de frappe. À l'argument consistant à dire que l'Allemagne a une conception restrictive de la solidarité européenne, il est néanmoins possible de répondre que les eurobonds seraient garantis par l'ensemble des États membres et que l'on ne peut donc pas éliminer l'hypothèse d'un comportement opportuniste de tel ou tel pays, créant un risque d'aléa moral pour les autres, et forçant ainsi les*

contribuables de ces pays à devoir payer pour les consommateurs cigales. Il n'y a pas que l'Allemagne qui pourrait se trouver concernée... Durant l'été 2012, deux solutions alternatives aux eurobonds sont envisagées à titre de compromis entre les partisans et les opposants aux eurobonds. Il y a d'abord la proposition de lancer des « eurobills » pour mutualiser les dettes inférieures à 1 an, ce qui laisserait aux États la responsabilité de répondre de manière autonome à leurs besoins de financement à long terme. Cette solution présente l'avantage de pouvoir être mise rapidement en œuvre puisqu'elle ne contrevient pas aux traités. Il y a ensuite la proposition du gouvernement allemand d'un « budget central » de la zone euro qui créerait une enveloppe pour réaliser les transferts nécessaires à l'assistance financière des États en difficulté. Mais quel lien serait alors établi entre ce budget central de la zone euro et le budget communautaire ?

Ces événements des 6 et 10 expliquent que les marchés terminent la semaine plutôt sur une note positive : +2,85% pour le CAC40 (à 3857 points), +0,84% pour le DAX30, +1,18% pour le Footsie, +0,25% pour le Dow Jones, +1,78% pour le Nasdaq et +0,33% pour le Nikkei. Et l'euro continue à baisser par rapport au dollar (il cote 1,3225\$) ; cela démontre que QE2 n'a pas, tout au moins pour l'instant, d'effet dépressif sur la monnaie américaine comme certains l'annonçaient, en se fondant sur le risque inflationniste que cette création monétaire par la Fed pourrait avoir.

Le jeudi 16, pendant que commence à Bruxelles le sommet européen des 27 au cours duquel, tout à fait officiellement, « les États membres de la zone euro sont autorisés à créer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela s'avère indispensable pour garantir la stabilité de l'euro dans son ensemble », la BCE publie un communiqué pour annoncer une forte recapitalisation : « l'augmentation du capital a été jugée appropriée en raison de la volatilité accrue des taux de change, des taux d'intérêt, des cours de l'or et du risque de crédit ».

Ce même jeudi 16, création du Comité européen du risque systémique (CERS) : Le Comité européen du risque systémique (CERS – ESRB en anglais) sera chargé à partir du 1er janvier 2011 de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble (surveillance macro-prudentielle). Afin de réaliser cette mission, le CERS émet des alertes rapides en cas de risque systémique, et, le cas échéant, formule des recommandations concernant les mesures correctives à prendre et des avertissements aux États membres (et aux autorités de surveillance nationales) ainsi qu'aux autorités européennes, qui devront s'y conformer ou se justifier s'ils ne s'y conforment pas.

Les dirigeants de la Banque centrale européenne (BCE), des banques centrales nationales, des autorités européennes de régulation et les autorités nationales de surveillance participent au CERS.

Sur les places boursières, la deuxième semaine du mois se termine par des évolutions plutôt positives : +0,26% pour le CAC40 (à 3867 points), -0,34% pour le DAX30, +1,01% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, +0,21% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. Et le temps du bilan de l'année 2010 est venu. Il apparaît d'ores et déjà que ce bilan traduit bien l'opinion des marchés sur la hiérarchie des grandes zones de l'économie mondiale en fonction des anticipations qu'ils font de leurs performances à venir : les pays émergents sont en tête, les États-Unis se maintiennent et l'Europe inquiète. Sur le marché des changes, l'euro cote 1,3189\$.

Pour terminer ces commentaires sur l'année 2010, relevons les deux tableaux suivants dans une enquête que l'IFOP a publiée le 16 de ce mois sur les opinions française et allemande sur la situation de la zone euro (www.ifop.com/media/poll/1381-1-study_file.pdf) :

Souhaitez-vous que la France / l'Allemagne... ?

(%)	France	Allemagne	Selon vous, faut-il que la Banque centrale européenne ne... ?
Coordonne davantage sa politique économique avec les autres pays européens pour mieux gérer l'euro	65	44	
Abandonne l'euro et revienne au franc / au mark	22	37	
Maintienne la situation actuelle en ce qui	13	19	

concerne l'euro		
Total	100	100

www.christian-biales.fr