

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (4)

L'année 2011

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 2011** ->

1^{er} janvier : La zone euro compte désormais 17 membres, avec **l'entrée de l'Estonie**.

L'Estonie est la première république balte à adopter la monnaie unique européenne. Son PIB représente près de 0,2% celui de la zone euro. Après qu'on lui ait eu refusé cette entrée en 2007 pour cause d'inflation trop forte, elle montre aujourd'hui des performances économiques et financières très satisfaisantes. Pour l'Estonie, cette adhésion est non seulement importante sur le plan économique parce qu'elle en escompte l'accélération de son rattrapage déjà bien lancé depuis une dizaine d'années –d'où son surnom de « tigre balte »- mais aussi sur le plan politique pour renforcer son indépendance par rapport à son grand voisin.

Comme si les marchés voulaient donner raison à ceux qui affirment depuis quelque temps que 2011 sera une bonne année pour les Bourses, tous les indices enregistrent des hausses pour cette première semaine : +1,60% pour le CAC40 (à 3866 points), +0,49% pour le DAX30, +0,22% pour le Footsie, +0,84% pour le Dow Jones, +1,90% pour le Nasdaq et +3,05% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2907\$. Tout cela parce que la demande privée américaine reprend des couleurs, et bien que le secrétaire d'Etat au Trésor ait demandé le relèvement du plafond autorisé de la dette publique ; sans quoi son pays serait, ni plus ni moins, sous la « menace d'un défaut de paiement », qui, si elle se réalisait « aurait des conséquences économiques catastrophiques qui dureraient des décennies »....

Le 7 janvier, deux faits mettent encore l'accent sur la dette publique et sur les dangers que cela présente. D'un côté, les ministres de l'économie français et allemand se rencontrent pour se pencher sur le cas de la dette publique du Portugal et faire pression sur le gouvernement de ce pays pour qu'il ne tarde pas à demander l'aide du FMI ; pour conjurer le risque systémique que ferait courir la contagion à l'Espagne. Mais celui-ci, craignant les prix du plan d'ajustement du FMI et des injonctions des partenaires européens, tente de rassurer ses partenaires tout en étant obligé de consentir des taux d'environ 7% pour trouver des fonds et d'accepter l'aide chinoise. De l'autre, commence à monter chez les observateurs l'inquiétude sur la soutenabilité des dettes américaine et japonaise.

Le jeudi 13, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs mais la déclaration de son Président laisse penser que le dépassement de la norme d'inflation en décembre (+2,2%) pourrait expliquer une politique monétaire prochaine moins accommodante de la Banque centrale (mais un relèvement des taux serait-il raisonnable à un moment où les dettes publiques inquiètent de plus en plus et où la croissance ne décolle toujours pas ?). Cette déclaration entraîne aussitôt une poussée à la hausse de la monnaie unique à 1,3376\$.

La deuxième semaine se termine positivement sur les différentes places financières, sans doute parce que les investisseurs, certes toujours inquiets sur la situation des finances publiques européennes, considèrent malgré tout que la zone euro y fait face et qu'en plus la croissance mondiale semble se préciser : +3,04% pour le CAC40 (à 3983 points), +1,84% pour le DAX30, +0,30% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +1,93% pour le Nasdaq mais -0,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3457\$.

Le 18 janvier, le service économique de la Société générale publie une note qui s'alarme des risques que l'accélération de l'inflation de croissance en Chine fait peser à terme sur les marchés financiers mondiaux (voir Le Monde du 21 janvier, p. 12).

À ce risque inflationniste s'ajoute celui, que nous avons envisagé dès mars 2009, du centrage de la croissance chinoise sur sa consommation intérieure : tout cela met en danger les équilibres actuels de l'économie mondiale tout entière, ce que confirme d'ailleurs le fait que les pays occidentaux recherchent maintenant de nouveaux fournisseurs en Asie.

Et en la fin de la troisième semaine, les indices boursiers enregistrent des scores souvent négatifs parce que les valeurs liées à l'économie chinoise les influencent négativement, même si les investisseurs reprennent confiance dans la reprise soutenue par le moteur asiatique et s'ils estiment que la zone euro a évité le pire :

+0,86% pour le CAC40 (à 4017 points), -0,19% pour le DAX30, -1,76% pour le Footsie, +0,72% pour le Dow Jones, -2,39% pour le Nasdaq et -2,14% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3622\$.

Le mardi 25 janvier, dans le but d'accroître ses ressources pour se porter au secours des États en difficulté, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) lance pour la première fois un emprunt obligataire : les investisseurs lui font un très bon accueil puisque, portant sur 5 milliards €, ils ont été offereurs de 45 milliards, et en l'espace d'un quart d'heure ! Parmi ces investisseurs, beaucoup sont asiatiques (38%), notamment japonais ; les autres sont britanniques (15%), allemands (12%), scandinaves (9%) et français (7%), selon les experts d'HSBC. Cette réussite constitue un véritable vote de confiance en la zone euro, en sa monnaie, et en sa capacité de résilience.

Parce que le Président de la BCE a montré quelque inquiétude en milieu de mois sur l'élévation de l'inflation au sein de la zone euro, bien que sa composante « sous-jacente » reste très modérée, et que cela laisse donc sous-entendre qu'une remontée des taux directeurs puisse avoir lieu plus tôt que prévu, l'Euribor à 3 mois connaît maintenant une hausse (rappelons que l'Euribor est le taux interbancaire qui guide en particulier les taux des crédits à taux variables).

Le jeudi 27, l'agence S&P baisse la note du Japon de AA à AA-.

• Février 2011 ->

Lors de sa réunion mensuelle le 1er jeudi du mois (en l'occurrence le jeudi 3), la BCE maintient évidemment ses taux directeurs. Car, malgré que l'inflation soit passée au-dessus de la norme des 2% en rythme annuel en décembre et en janvier, elle estime toujours valable son « diagnostic selon lequel l'évolution des prix restera compatible avec la stabilité des prix à l'horizon pertinent pour la politique monétaire ». Elle prévoit en effet que « l'inflation va probablement rester au-dessus de 2% la plus grande partie de 2011, avant de redescendre vers la fin de l'année », ce qui fera que l'objectif d'avoir un taux d'inflation *inférieur mais proche de 2% à moyen terme* sera probablement respecté ; par conséquent, l'ancrage des anticipations inflationnistes, qui est essentiel pour la BCE, ne devrait pas être perturbé. Comme cette position de la BCE est plus nuancée que celle adoptée mi-janvier, les anticipations de hausse de taux d'intérêt se modèrent et le change de l'euro s'en ressent aussitôt en baissant de plus de 1%. Mais paradoxalement, pendant que J.-C. Trichet tente d'être moins catégorique que le mois dernier, plusieurs banques centrales (Chine, Inde, Brésil, Indonésie) n'hésitent pas à remonter leurs propres taux directeurs pour juguler une mondialisation de l'inflation dont il craigne l'envolée à cause des différentes politiques monétaires accommodantes et de la montée en puissance des comportements spéculatifs sur les matières premières (le prix du baril de pétrole dépasse 100\$), sur l'or et sur les actifs financiers.

- Évolution du cours du « Brent crude oil spot » (Source : Capital.fr)



- Évolution du cours de l'or en dollar (Source : Capital.fr).



Comme il a déjà été indiqué plus haut, il est fort possible que les matières premières soient au cœur d'une prochaine bulle spéculative. Plus même, elles peuvent devenir le facteur principal de la prochaine bataille pour le leadership de l'économie mondiale. Niall Ferguson, historien britannique de type « braudélien », pense que les grands conflits ont toujours concerné peu ou prou la domination de matières premières : l'or aux 16^{ème} et 17^{ème} siècles, le sucre et les épices au 18^{ème}, le charbon au 19^{ème} et le pétrole au 20^{ème}. (Voir « La Tribune.fr » du 15/02/2011).

Lors du Sommet européen du vendredi 4 février à Bruxelles, l'Allemagne et la France proposent un *Pacte de compétitivité*, avec 6 propositions : abolir les systèmes d'indexation des salaires sur les prix, reconnaître mutuellement les diplômes et les qualifications professionnelles, créer une base commune d'imposition pour les bénéfices des entreprises, ajuster les systèmes de retraite à la situation démographique, inscrire obligatoirement dans les Constitutions un mécanisme d'alerte sur la dette publique, et établir un régime national de gestion des crises bancaires.

À propos de compétitivité, cinq remarques sont à faire :

1) Cette proposition de « pacte de compétitivité » indique un rapprochement de la position allemande avec la position française dans la mesure où elle correspond assez nettement à l'idée française d'un gouvernement économique et où elle lie l'objectif allemand de solidité avec celui, français, de solidarité. Mais d'un autre côté, on peut penser qu'elle traduit aussi un rapport de forces au sein de l'UE très favorable à l'Allemagne parce que celle-ci réussit avec cette proposition à imposer sa stratégie de croissance fondée sur la promotion des exportations. Et l'on est alors en droit de se demander si c'est simplement possible que tous les États membres mènent cette même stratégie de croissance tirée par les exportations. Surtout que cela impose à de nombreux pays de changer leur modèle de croissance, à l'instar de la France elle-même puisque, depuis plusieurs décennies, notre croissance est au contraire tirée par la demande intérieure. D'ailleurs, cette proposition a suscité beaucoup de réactions lors du Sommet au point que le couple franco-allemand a dû accepter que son étude en détail soit remise à plus tard.

2) Quand on compare la dynamique de l'économie allemande et celle de l'économie française, on constate que la première a été plus sensible que la seconde à la crise économique parce que celle-là est centrée sur les exportations, et donc sur la compétitivité, tandis que celle-ci est soutenue par la demande intérieure. Il faut donc interpréter la nettement meilleure croissance en 2010 en Allemagne qu'en France comme un rattrapage. Mais, réciproquement, la compétitivité allemande est une arme de conquête quand la conjoncture de l'économie mondiale est bien orientée. Ce qui signifie que la France a grandement intérêt à améliorer rapidement sa propre compétitivité pour profiter maintenant de la reprise mondiale ; surtout que l'on ne peut raisonnablement attendre de notre politique de finances publiques qu'un freinage de la demande intérieure.

3) Mais, suite à la remarque précédente, on ne peut pas s'empêcher de refaire une remarque faite déjà plus haut : est-il bien raisonnable de recommander aux partenaires de l'Allemagne de suivre l'exemple de celle-ci, dans la mesure où leurs échanges commerciaux sont essentiellement intra-européens ? L'Allemagne y a-t-elle elle-même intérêt ?

4) Cette quatrième remarque reprend elle aussi une indication déjà donnée : la compétitivité allemande actuelle est le résultat d'au moins dix années d'efforts en particulier en matière de coûts salariaux. Selon certains, compte tenu de l'évolution de la productivité, les coûts salariaux ont été réduits en Allemagne de 11% entre 2000 et fin 2007, pendant qu'ils augmentaient en France de 3% environ, ce qui fait que l'écart de compétitivité s'est creusé de 14%. Et comme l'indique l'une des rares lois économiques, il n'est pas possible d'« avoir le beurre et l'argent du beurre » : le revenu par habitant était au début de la décennie supérieur en Allemagne de 15% par rapport à celui de la France, il lui est maintenant inférieur de 10%... Dans sa chronique parue dans *Le Monde de l'économie* du 15/2/2011, Ph. Askenazy discute la fiabilité des statistiques en la matière. Par

contre, il y a consensus pour reconnaître une aggravation de l'écart entre les efforts de recherche et développement de part et d'autre du Rhin.

5) Pour protéger la compétitivité des pays européens, en particulier vis-à-vis des économies émergentes, certains se demandent s'il ne serait pas judicieux d'opter pour un certain protectionnisme, en reprenant à leur compte les arguments développés naguère, notamment par J.-M. Jeanneney (« Pour un nouveau protectionnisme » - Seuil, 1978), M. Allais (« La mondialisation » - Clément Juglar, 1999) et E. Todd (« L'illusion économique » - Gallimard, 1998). Mais cette préconisation a très peu de chances d'être suivie, pour au moins trois raisons : d'abord, cela est contraire à la conception libérale de la Commission, ensuite les entreprises européennes ne le souhaitent pas dans la mesure où ce néoprotectionnisme les handicaperait dans leurs stratégies commerciales en direction des pays extra européens, et enfin les États membres n'en veulent pas non plus, d'une part parce que cela leur imposerait d'accepter un abandon supplémentaire de souveraineté au profit des institutions européennes, et d'autre part parce qu'ils refusent que le budget européen soit augmenté, ce que nécessiteraient des politiques industrielles et commerciales actives.

En fin de semaine, les places boursières montrent un bel optimisme malgré la hausse de prix des matières premières et d'une croissance économique sans création d'emplois aux États-Unis : +1,12% pour le CAC40 (à 4047 points), +1,60% pour le DAX30, +1,97% pour le Footsie, +2,27% pour le Dow Jones, +3,07% pour le Nasdaq et +1,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3582\$.

Le lundi 7, la Grèce reçoit à nouveau une délégation d'experts du FMI et de la zone euro pour étudier sa situation financière. Malgré les nombreuses réformes entreprises et la forte réduction du déficit budgétaire, cette situation continue à inspirer beaucoup d'inquiétudes –la dette continue à augmenter et les taux d'emprunt restent très élevés- au point qu'aux yeux de certains spécialistes il sera difficile d'éviter une restructuration de la dette grecque.

Le jeudi 10 février, D. Strauss-Kahn, Directeur général du FMI fait une conférence dans la perspective de la réunion du G20 des 18 et 19 février. Il en profite pour proposer quatre solutions pour écarter une guerre des monnaies et pour réformer le SMI :

- 1) Renforcer la coordination des politiques économiques.
- 2) Imaginer un « code de la route » que les États devraient suivre pour réguler les mouvements de capitaux, de manière à éviter la hausse de leurs monnaies.
- 3) Mutualiser les réserves de change accumulées selon les régions pour, là aussi, empêcher les variations erratiques des mouvements de capitaux.
- 4) Donner davantage d'importance au DTS. Le Droit de tirage spécial est une sorte de monnaie scripturale créée en 1969 par le FMI pour accroître ses capacités de financement fondées sur les réserves officielles en or et en dollar des États membres. Le DTS est une « créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du Fonds ». Plus concrètement, cette créance virtuelle prend actuellement la forme d'un panier de devises -dollar, euro, livre et yen- et il s'agitait précisément d'ajouter le yuan : ce serait un pas de plus fait en direction de l'internationalisation de la monnaie chinoise. Mais cette proposition est très critiquée au sein même du FMI.

Sur les marchés actions, la deuxième semaine se termine sur des hausses, suscitées par les bons résultats financiers des entreprises et par l'évolution de la situation en Egypte : +1,34% pour le CAC40 (à 4101 points), +2,15% pour le DAX30, +1,09% pour le Footsie, +1,50% pour le Dow Jones, +1,45% pour le Nasdaq et +1,67% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3551\$.

Les performances des marchés à la fin de la troisième semaine sont dans la lignée de celles de la précédente : +1,35% pour le CAC40 (à 4157 points), +0,75% pour le DAX30, +0,33% pour le Footsie, +0,96% pour le Dow Jones, +0,87% pour le Nasdaq et +2,24% pour le Nikkei, et l'euro cote 1,3693\$.

Le vendredi 11, le Président de la Banque centrale allemande (la « Buba »), présenté aussi comme le très probable successeur de J.-C. Trichet à la tête de la BCE, Axel Weber, annonce qu'il démissionnera de son mandat le 30 avril, ce qui le met par là même hors course pour le poste de Président de la BCE. Très rapidement, apparaîtra sur la liste des prétendants à la succession de J.-C. Trichet le nom de Mario Draghi, Gouverneur de la Banque centrale d'Italie. M. Draghi est un ancien professeur d'Université en économie. Il est réputé pour sa rigueur et on le sait préoccupé non seulement par la stabilité des prix mais aussi par la stabilité financière. Notons ici que J.-C. Trichet doit laisser sa place fin octobre mais que son successeur sera désigné par le sommet de l'UE programmé pour le mois de juin.

Les jeudi 17 et vendredi 18, les observateurs sont surpris par l'importance exceptionnelle de la demande de liquidités (sous la forme de prêts d'urgence à 24 heures) faite à la BCE par des banques de la zone euro ; ils ne savent pas comment l'interpréter.

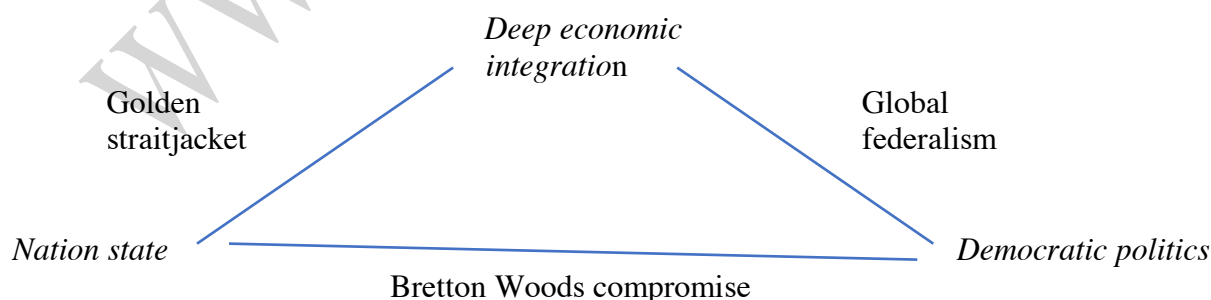
Les vendredi 18 et samedi 19, réunion à Paris du G20 : le bilan de ce Sommet des ministres de l'économie et des finances est pour le moins mitigé. Face à la détermination de la Chine, les occidentaux ont dû faire des concessions pour parvenir à un accord « a minima ». Pour évaluer le degré de risque macroéconomique que font courir les différents pays à l'économie mondiale, la liste des critères –qui sont des indications et non des cibles- se limite seulement à deux indicateurs de type interne –déficit et dette publics- et à deux indicateurs de type externe –balance commerciale et revenus des flux nets d'investissements : le volume des réserves de devises et le niveau du taux de change ne font pas partie de la liste.

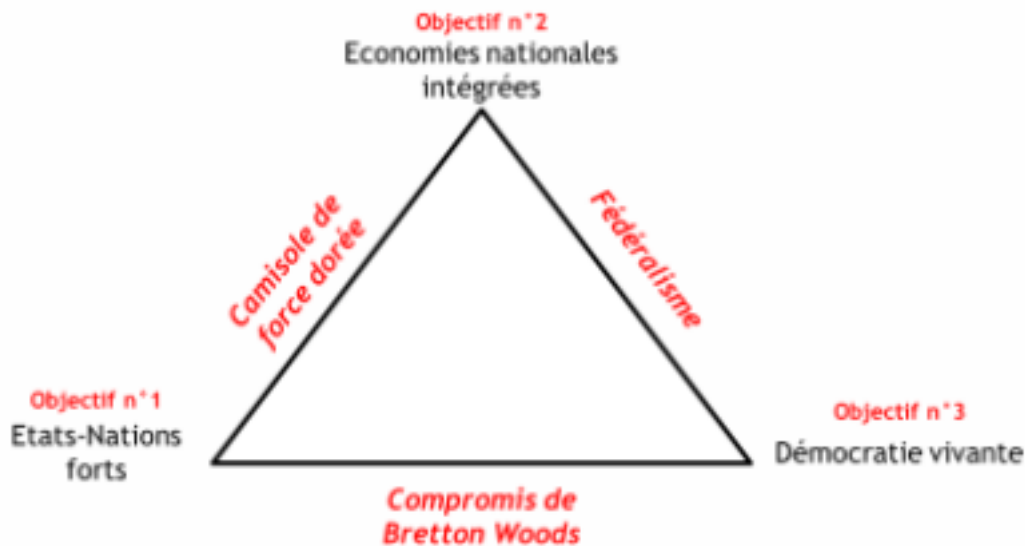
À cause de la crise lybienne, commencée en milieu de mois, et qui est un prolongement des révoltes en Tunisie et en Egypte, le mois de février se termine mal sur les places financières : -2,09% pour le CAC40 (à 4070 points), -3,25% pour le DAX30, -1,34% pour le Footsie, -2,10% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -2,91% pour le Nikkei. Les investisseurs sont impressionnés à la fois par la forte hausse du prix du baril (contrairement à la Tunisie et à l'Egypte, la Lybie est un important producteur de pétrole -sa production équivaut à la consommation de la France- si bien que la hausse du prix du pétrole ne s'explique plus seulement premièrement, par l'augmentation de la demande mondiale, deuxièmement, par le risque d'épuisement des réserves et, troisièmement, par des comportements spéculatifs, mais aussi, quatrièmement, par un danger géostratégique), et par la possibilité d'une propagation de la crise à d'autres pays pétroliers arabes et des réactions à attendre des banques centrales. L'euro cote 1,1774\$.

En février aussi, l'économiste Dani Rodrik, publie à Harvard où il est professeur un ouvrage important sur « The Globalization Paradox : Democracy and the futur of the wold economy », qui sera repris en mars 2012 chez Norton, où l'on trouve une thèse déjà défendue en juin 2007 dans « The inescapable trilemma of the world economy » : on parle d'ailleurs depuis du « *Trilemme de Rodrik* », et cela pourrait s'appeler aussi « le triangle d'incompatibilité de Rodrik » comme on parle de celui de Mundell dont il est en quelque sorte le complément sur le plan politique puisqu'il s'intéresse aussi au cas de la zone euro : il estime qu'un groupe de pays comme ceux qui sont membres de la zone euro ne peuvent pas avoir simultanément 1) une intégration économique, monétaire et financière poussée, 2) des États-nations souverains et 3) la démocratie. On ne peut donc avoir en même temps une entité supranationale - l'UE - utilisant une monnaie unique et des États souverains fondés sur des systèmes politiques démocratiques. Par contre, il est possible de privilégier un « couple » d'objectifs mais en sacrifiant le troisième. Ainsi, par exemple, si on choisit l'intégration économique d'États souverains, ceux-ci sont amenés à se faire concurrence, ce qui réduit leurs possibilités de mener des politiques interventionnistes pour réaliser les choix de la population.

Son article de 2007 débute ainsi :

« Parfois, les idées simples et audacieuses nous aident à voir plus clairement une réalité complexe qui exige des approches nuancées. J'ai un "théorème d'impossibilité" pour l'économie mondiale qui est comme ça. Il dit que la démocratie, la souveraineté nationale et de l'intégration économique mondiale sont mutuellement incompatibles : nous pouvons combiner deux des trois, mais jamais tous les trois en même temps et dans leur intégralité ». Et suit la figure suivante :





Quelques lignes plus loin, il écrit :

« Alors que faisons-nous ? »

Une option est d'opter pour le fédéralisme mondial, où nous alignons le champ d'application de la politique (démocratique) à la portée des marchés mondiaux. De façon réaliste, cependant, ceci est quelque chose qui ne peut pas être fait à l'échelle mondiale. Il est assez difficile à atteindre, même dans un groupe de pays relativement semblables et similaires, comme le démontre l'expérience de l'UE.

Une autre option est de maintenir l'État-nation, mais en le rendant seulement sensible aux besoins de l'économie internationale. Ce serait un État qui poursuivrait l'intégration économique mondiale au détriment des autres objectifs nationaux. L'étalon-or du XIXe siècle offre un exemple historique de ce genre de situation. L'effondrement de l'expérience de la convertibilité argentine des années 1990 fournit une illustration contemporaine de son incompatibilité inhérente à la démocratie.

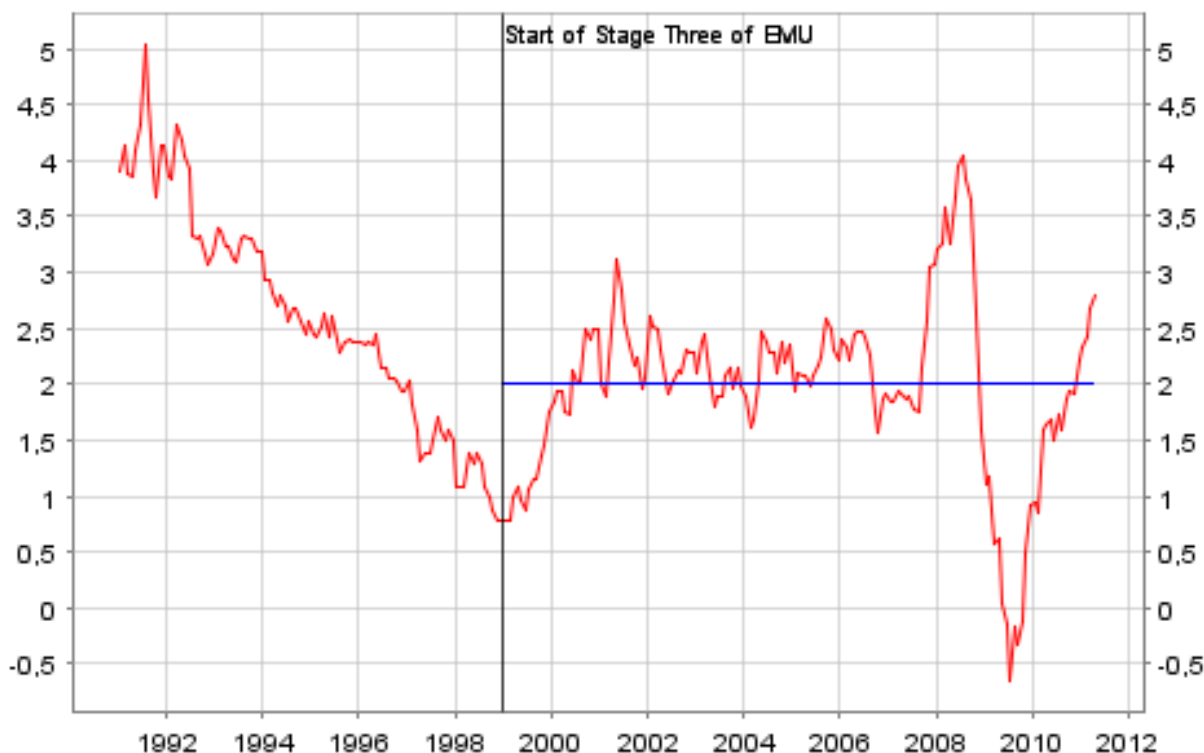
Enfin, nous pouvons réduire nos ambitions en ce qui concerne l'intégration économique internationale à ce que nous pouvons (ou devrait) atteindre. Donc, nous allons pour une version limitée de la mondialisation, qui est ce que le régime de Bretton Woods d'après-guerre était sur le point de faire (avec ses contrôles de capitaux et la libéralisation des échanges limités). Il est malheureusement devenu une victime de son propre succès. Nous avons oublié le compromis intégré dans ce système, et qui était la source de son succès ».

Dans le texte de 2011, il focalise son attention sur la situation de l'UE et, pour lui, la seule façon acceptable de traiter le problème de son triangle d'impossibilité est d'opter pour la création d'instances fédérales européennes : il faudrait donc que les États-nations acceptent de transférer leurs compétences aux instances de l'UE, tout en augmentant substantiellement les pouvoirs du Parlement européen.

• Mars 2011 ->

Le jeudi 3, à cause des tensions inflationnistes de plus en plus manifestes, et conformément à sa stratégie très orthodoxe (« une très grande vigilance s'impose »), J.-C. Trichet annonce qu'une hausse des taux directeurs serait « possible » dès le mois d'avril prochain. Cette information fait monter immédiatement l'euro à près de 1,40\$.

Le schéma suivant montre l'évolution du taux d'inflation dans ce qui correspond à la zone euro sur pratiquement une vingtaine d'années (Source : BCE).



Mais certains s'inquiètent déjà des répercussions négatives que cela aurait sur la reprise encore balbutiante de la croissance de l'économie européenne, surtout que celle-ci est aujourd'hui très hétérogène, avec des pays très fragiles (les « périphériques »). D'autres veulent au contraire minimiser l'impact d'une telle hausse des taux qui serait de toute façon limitée et qui ne « mordrait » sur l'économie réelle qu'avec retard. On peut penser que le banquier central vise dans ses déclarations d'abord et avant tout un effet d'annonce, comme c'est le cas général en matière de politique monétaire aujourd'hui. Il n'empêche qu'une telle décision d'augmentation des taux d'intérêt directs modifierait sensiblement le policy mix, le faisant passer d'une configuration plutôt divergente (politique budgétaire restrictive et politique monétaire relativement accommodante) à une configuration convergente (politiques budgétaire et monétaire toutes deux restrictives).

Sur les marchés actions, la première semaine de mars confirme les inquiétudes exprimées dans les mauvaises performances de la fin février : -1,23% pour le CAC40 (à 4020 points), -0,09% pour le DAX30, -0,18% pour le Footsie, +0,33% pour le Dow Jones, +0,13% pour le Nasdaq et +1,59% pour le Nikkei. La crise lybienne ajoute de fortes tensions sur le prix du pétrole à celles que connaissent depuis déjà un certain temps d'autres matières premières. De plus, en cette période troublée, le dollar n'est plus en mesure de jouer son rôle habituel de valeur-refuge parce que les investisseurs sont inquiets par la somme astronomique qu'atteint la dette des États-Unis : l'or voit son cours flamber et les investisseurs utilisent de plus en plus la stratégie de diversification de leurs portefeuilles en devises. La Fed a un comportement qui n'est pas pour les rassurer, parce qu'elle est beaucoup moins orthodoxe que la BCE, non seulement quant à sa politique monétaire mais aussi parce qu'elle a accumulé à ce jour dans son bilan 1 220 milliards de dollars d'emprunts d'État américain, soit 70% du total...

Le vendredi 11 mars, le Japon est touché par un séisme exceptionnellement violent, de magnitude 8,9 sur l'échelle de Richter, suivi d'un tsunami dévastateur, qui fait craindre lui-même, très rapidement, une grave crise nucléaire.

Ce même vendredi 11 mars se tient le Sommet des responsables de la zone euro devant décider des grandes lignes du « **pacte pour l'euro** » (nouveau nom pris par le « pacte de compétitivité », souhaité conjointement par la France et par l'Allemagne), dont la version définitive devrait être adoptée lors du Conseil européen des 24 et 25 mars. Ce pacte a pour mission de « renforcer le pilier économique de l'Union monétaire, (...) donner une force nouvelle à la coordination des politiques économiques dans la zone euro, (...) améliorer la compétitivité et (...) parvenir ainsi à un plus haut niveau de convergence ». Ce pacte doit compléter le PSC qui sera lui-même réformé lors du Conseil. Il définit quatre objectifs que les pays sont expressément incités à réaliser, mais chacun avec les mesures qui lui appartiennent de prendre : 1) favoriser

la compétitivité (en intervenant essentiellement sur les salaires et sur la productivité, avec la suppression de l'indexation des salaires sur l'inflation quand elle existe encore, comme en Belgique et en Espagne, et avec un suivi régulier du coût unitaire du travail), 2) favoriser l'emploi (en développant la flexisécurité, en accroissant la participation au marché du travail, en réduisant le travail non déclaré), 3) mieux contribuer à la viabilité des finances publiques (en adaptant le système de retraite à l'évolution démographique, en inscrivant dans la Constitution les règles budgétaires sur PSC), et 4) renforcer la stabilité financière (en améliorant le cadre européen de supervision et de régulation du système financier et en accroissant la capacité d'intervention du Fonds de stabilité financière créé début mai 2010 : dorénavant, ce fonds dispose d'une garantie des États à hauteur de 440 milliards d'euros –la quote-part de la France est de 20%, celle de l'Allemagne de 27%- et il peut acheter de la dette primaire émise par les États). Si ces quatre objectifs ont leur logique, le bilan de ce Sommet est néanmoins mitigé puisque si d'un côté il réalise une avancée sur la question de l'instauration d'une « taxe Tobin » sur les transactions financières, il est de l'autre une occasion de plus pour les responsables européens d'exposer leurs divergences : non seulement, les États membres s'engagent-ils à développer une coordination fiscale alors que l'Irlande refuse de modifier son taux d'imposition des bénéfices des sociétés mais surtout *ce pacte de compétitivité met en danger le modèle social européen. Comme l'explique très bien Ph. Askenazy dans Le Monde du 15 mars, l'Allemagne va connaître de grosses difficultés démographiques et comme elle s'oppose à une immigration venant du Sud, « elle va avoir besoin de ponctionner la main d'œuvre, notamment qualifiée, en provenance du reste de l'Europe (...). Cette dynamique ne pourra s'enclencher que si ses voisins ne présentent pas de perspectives aussi bonnes qu'elle en termes de rémunérations comme d'avantages sociaux (...). L'uniformisation par le bas des avantages sociaux garantira la mobilité, d'autant que l'Allemagne offrira comme aujourd'hui des rémunérations attractives »* (on trouve ici, indirectement, l'argument de Mundell sur la mobilité du facteur travail comme condition d'existence d'une ZMO). Ph. Askenazy est donc pour le moins surpris de voir la France « co-porter » avec l'Allemagne ce pacte de compétitivité car, comme elle est en bien meilleure situation sur le plan démographique, son propre avenir ne supportera pas les mêmes contraintes ; elle adopte donc une position qui la désavantage au profit de l'Allemagne : pour l'économiste, « Paris est incapable de se projeter au-delà du court terme et d'une obsédante fascination pour l'actuelle réussite germanique ». Un autre « économiste atterré », Thomas Coutrot, insiste de son côté dans une interview donnée au journal Le Monde du 5 avril 2011 sur la relation salaire-productivité : « le PIB par tête a augmenté dans l'UE de 25% en termes réels entre 1991 et aujourd'hui, alors que les salaires n'ont augmenté que de 12%. Si la croissance durant cette vingtaine d'années a été non négligeable, c'est en grande partie parce que la faiblesse des salaires a été compensée par l'endettement des ménages, dans de nombreux pays –États-Unis, Espagne, Espagne, Royaume-Uni, Irlande et même France. Mais ce phénomène de gonflement de la dette privée par substitution au pouvoir d'achat des salaires n'est pas soutenable à long terme. La crise de 2008 a ainsi mis en évidence le problème de la baisse de la part des salaires dans la richesse produite. Aujourd'hui il faudrait au moins que les salaires recommencent à progresser aussi vite que la productivité, voire qu'il y ait un rattrapage. Si on voulait ajuster l'évolution des salaires à celle de la productivité depuis 1991, il faudrait augmenter les salaires de 8% à 12%. C'est pour éviter qu'un certain nombre de pays s'engagent dans cette voie que la Commission européenne veut verrouiller le partage actuel de la valeur ajoutée ». Il faut également rappeler que le « policy mix » restrictif convergent choisi en Europe (politique budgétaire de rigueur et augmentation annoncée des taux directeurs de la BCE) constitue évidemment un frein à la croissance pour tous les pays de l'UE (avec un effet négatif de renforcement entre eux via le commerce extérieur intra-européen) : on évalue à au moins 0,6 point de croissance du PIB la perte que pourrait subir la France.

Sur les places financières, la deuxième semaine se termine par une baisse générale et forte, facilement explicable à cause de la multiplication des facteurs d'inquiétude : des conséquences très graves au Japon du séisme et du tsunami, sans même compter le risque nucléaire, le sommet européen très mitigé face au problème des dettes publiques, les troubles dans le monde arabe et le chômage aux États-Unis : -2,38% pour le CAC40 (à 3929 points), -2,75% pour le DAX30, -2,70% pour le Footsie, -1,03% pour le Dow Jones, -2,48% pour le Nasdaq et -4,11% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3902\$.

L'opinion inquiète des investisseurs est relayée par celle, franchement pessimiste des opinions publiques européennes comme la mesure l'institut de sondage anglais IMC Research. Une grande majorité considère que la situation économique globale va s'aggraver dans les prochains mois, que la situation financière va empirer dans les dix ans qui viennent, que les équipes gouvernementales en place ne seront pas en mesure d'améliorer la situation, et qu'il sera nécessaire de pratiquer une réduction drastique des dépenses publiques. Sur ces différents points, les Français apparaissent comme étant presque toujours les plus pessimistes.

La troisième semaine est marquée par un krach boursier à Tokyo à cause de la crise nucléaire : les deux premiers jours enregistrent des chutes brutales au point que le Nikkei a perdu 18% depuis le 11 mars. *Profitons pour remarquer que les Bourses des pays émergents connaissent également des baisses, souvent fortes. L'inflation que ces pays connaissent et qu'ils ont du mal à maîtriser, le développement de leur demande domestique et les revendications sociales et politiques qui s'y expriment font penser aux investisseurs internationaux que les économies émergentes deviennent de plus en plus matures, ce qui amène ces investisseurs à rapatrier une partie des capitaux qu'ils ont placés dans ces économies.*

Le mardi 15 mars, réunion de l'Écofin pour préparer la réforme du PSC en prévision de la réunion du Sommet des 24 et 25 mars.

Le jeudi 17 mars, le taux de change du yen contre dollar atteint un sommet historique jamais atteint depuis 1945 (76,36 yens pour 1\$). En sont les causes le rapatriement des capitaux japonais placés en d'autres devises, par les ménages et par les « zins-zins » comme les compagnies d'assurances, les opérations d'achat de yens réalisées par tous les spéculateurs qui anticipent la hausse de la monnaie japonaise qu'un tel rapatriement peut entraîner, et par des opérations plus techniques comme les ordres à seuil de déclenchement et les opérations de couverture sur les options et de débouclage de stratégies de « carry trade ».

En réaction à cet excès du marché des changes, les pays du G7 –actuellement présidé par la France– annoncent dans la nuit du 17 au 18 une intervention concertée de leurs banques centrales pour enrayer la hausse du yen, opération qui ne s'était jamais produite depuis 2000 quand il s'est agi de lutter contre une baisse de l'euro qui pouvait être à l'origine d'inflation importée. Cette intervention, qui se concrétise le vendredi 18, et jointe à la fourniture d'énormes liquidités par la BoJ pour soutenir l'économie nipponne, réussit à faire retomber la fièvre du yen.

Vu les circonstances, la fin de la troisième semaine ne peut se terminer sur les places boursières que par une poursuite des baisses : -3,02% pour le CAC40 (à 3810 points), -4,54% pour le DAX30, -1,90% pour le Footsie, -1,54% pour le Dow Jones, -2,65% pour le Nasdaq et -10,22% pour le Nikkei. La multiplication des très mauvaises nouvelles aurait pu se traduire par des baisses encore plus fortes. Mais les investisseurs sont dans l'attente d'en savoir davantage : sur le risque de crise nucléaire au Japon, sur les conséquences économiques et le coût financier du séisme et du tsunami pour le Japon et sur leurs répercussions sur l'économie mondiale (le Japon fournit notamment une très grande part des produits de haute technologie utilisés ailleurs et il y a des risques de ruptures de stocks), sur le risque de contagion des révoltes dans le monde arabe et donc sur la probabilité d'un choc pétrolier, et sur la situation de l'emploi dans l'UE et aux EU.

Les 24 et 25 mars, a lieu le Sommet des 27 tant attendu pour avancer sur les grands dossiers du moment : finaliser le pacte pour l'euro, réformer le PSC, arrêter le mécanisme de stabilité en fixant la capacité de prêt du FESF. Mais la démission du gouvernement portugais de J. Socrates, annoncée le 23 suite au rejet par le Parlement d'un plan d'austérité –le quatrième en un an et validé par la Commission européenne, empêche le Sommet d'avancer efficacement sur ces différents points et, bien évidemment aussi, sur le dossier du sauvetage du Portugal.

La troisième semaine voit les marchés financiers se ressaisir parce que les investisseurs se mettent à relativiser les effets des crises arabes et japonaise sur le dynamisme de l'économie mondiale : +4,26% pour le CAC40 (à 3972 points), +4,23% pour le DAX30, +3,19% pour le Footsie, +3,05% pour le Dow Jones, +3,76% pour le Nasdaq et +6,40% pour le Nikkei. Quant à l'euro, après être monté jusqu'à 1,4248 \$ en début de semaine, il termine à 1,4087.

Le jeudi 31 mars, à Nankin, en Chine, réunion d'un séminaire consacré à la réforme du SMI et du système de changes, réunissant les ministres des finances des pays du G20 ainsi que des banquiers centraux, le Directeur général du FMI, des économistes de renom tels que Rober Mundell et des investisseurs emblématiques comme G. Soros. Les principales idées qui en ressortent sont de donner au FMI plus de pouvoir pour encadrer les mouvements de capitaux, de donner davantage d'importance aux DTS et de faire entrer dans la définition de cette sorte de monnaie scripturale que crée le FMI d'autres monnaies que le dollar, l'euro, la livre et le yen, comme en particulier le yuan, quand celui-ci sera bien entendu complètement convertible, et de généraliser les interventions concertées sur le marché des changes des banques centrales, en dépassant le cadre du simple G7.

Remarque : « Le DTS est un actif de réserve international, créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres. Sa valeur est basée sur un panier de quatre grandes devises. Les DTS peuvent être échangés contre des devises librement utilisables. Avec l'entrée en vigueur d'une allocation générale de DTS le 28 août et d'une allocation spéciale le 9 septembre 2009, le montant de DTS a augmenté de 21,4 milliards à 204 milliards (soit l'équivalent de quelque 308 milliards de dollars EU), converti au taux au 31 août 2010 » (FMI).

Ce même 31 mars peut être également retenu comme un jour crucial pour le système bancaire irlandais. En effet, étant donné leur déconfiture, pratiquement toutes les banques commerciales irlandaises vont être nationalisées, ce qui peut coûter aux contribuables jusqu'à la moitié du PIB ! Et l'aide déjà apportée par la BCE et le FMI risque de ne pas suffire. Bref, on se demande de plus en plus si l'Irlande ne va pas être obligée de négocier une faillite souveraine.

• Avril 2011 ->

À la fin de la première semaine du mois d'avril, les problèmes économiques et sociaux européens (en plus de la situation irlandaise gravissime, le Portugal est à nouveau dégradé par les agences de notation et subit des augmentations des « spreads »), les crises arabes et les catastrophes au Japon pèsent en définitive relativement peu de choses aux yeux des investisseurs face à un retour d'une croissance créatrice d'emplois aux États-Unis, comme si ce retour marquait la fin de la crise : +2,07% pour le CAC40 (à 4055 points), +3,36% pour le DAX30, +1,85% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,02% pour le Nasdaq et +1,81% pour le Nikkei. L'euro reste élevé : 1,4235\$.

Le mercredi 6, le Portugal se résout (enfin) à demander une aide d'urgence (ce sont les banques portugaises en mal de refinancement qui ont obligé le gouvernement à demander cette aide). Lors du week-end qui suit, les ministres de l'économie et des finances européens se réunissent en Hongrie pour étudier les modalités de cette aide –évaluée à 80 milliards d'euros- et des experts de la BCE, du FMI et de la Commission européenne partent immédiatement pour Lisbonne de façon à mettre en place les mesures –d'austérité- nécessaires. Les ministres des finances fixent non seulement des conditions économiques (réformes structurelles, restrictions budgétaires et privatisations), mais aussi politiques non seulement à cause de la crise gouvernementale actuelle mais aussi en prévision des difficultés sociales qui pourraient survenir : il faut que ce programme d'ajustement soit avalisé par l'ensemble des partis politiques portugais.

Le jeudi 7, la **BCE élève ses taux directeurs** d'un quart de point : le Refi passe donc à 1,25% alors qu'il était fixé à 1% depuis mai 2009. Le Conseil des gouverneurs est amené à prendre cette décision suite au dépassement du plafond de 2% par le taux d'inflation de la zone euro depuis décembre 2010, en glissement annuel : 2,2% en décembre, 2,3% en janvier, 2,4% en février et +2,6 en mars (voir www.banque-france.fr/fr/statistiques/telechar/base/zoneeuro/zeb010.pdf).

Cette décision ne soulève aucune réaction particulière : il faut dire que J.-C. Trichet y avait préparé les esprits. Néanmoins, certains experts se demandent d'abord si la hausse des taux de la BCE est justifiée puisqu'il n'y a pas de risque de « second tour » et si elle peut être efficace étant donné qu'elle ne peut pas avoir de prise sur les sources extérieures de l'inflation qui sont pourtant la cause principale de son augmentation actuelle. Ensuite, ces experts se demandent si cette élévation des taux ne va pas compliquer à la fois la reprise en Europe et le retour aux équilibres des finances publiques, surtout que dans ces deux domaines les différents pays de la zone euro ne sont pas du tout logés à la même enseigne : ceux qui sont en grande difficulté risquent de l'être encore davantage. Et en plus l'euro risque de monter puisque la Fed et la BoE ne modifient pas leurs propres taux directeurs. Certes, la hausse des prix est plus forte en Europe qu'outre-Atlantique, mais le mois de février enregistre pour le commerce extérieur de la France un déficit historique de 6,55 milliards d'euros. Ainsi, parce qu'elle est unique et que la zone euro n'est pas du tout homogène, la politique monétaire de la BCE a des effets pervers. On peut penser en particulier que dans un tel contexte d'hétérogénéité de la zone, le poids des dettes publiques et les problèmes de la zone euro en matière de compétitivité seraient moins difficiles à supporter si l'euro était plutôt sous-évalué (« l'euro doit représenter sur le marché international non la capacité allemande mais le potentiel du Portugal » -J.-L. Gréau, dans l'Expansion d'avril 2011). De surcroît, si la BCE élève ses taux directeurs, elle maintient malgré tout les mesures exceptionnelles en direction du système bancaire : « elle continue d'appuyer sur l'accélérateur côté banques alors qu'elle commence à appuyer sur le frein dans les autres secteurs. Le message, ici, peut se résumer simplement : l'économie va mieux que la finance. Les industriels de la zone euro ont d'ailleurs le moral au plus haut tandis que le crédit se traîne. Cette divergence ne saurait s'éterniser » (J.-M. Vittori, Les Échos des 8 et 9 avril). La critique de la décision de la BCE peut être également placée dans le cadre de l'actuelle « guerre des monnaies », en l'exprimant

d'ailleurs de deux façons imaginées : d'une part, la Banque centrale de la zone a le tort de « tirer la première », car elle n'est pas la plus pressée à élever ses taux au vu des situations constatées ici et là, et d'autre part « elle rend les armes », parce qu'elle procure des avantages aux pays concurrents. D'autres experts relativisent cependant cette analyse en prétextant que la politique monétaire reste accommodante tant que son principal taux directeur reste en deçà du « taux neutre » défini comme le taux compatible avec la croissance et l'inflation moyennes de long terme, soit pour l'Europe aux alentours de 2,5% ou 3%. On parvient d'ailleurs à des niveaux similaires quand on applique la règle de Taylor. Autant dire que la décision de la BCE consiste à rendre la politique monétaire un peu moins accommodante plutôt qu'elle ne correspond au passage à une politique monétaire franchement restrictive. Nous pouvons quant à nous ajouter d'une part que toute décision de politique monétaire demande un assez long délai pour faire sentir ses effets sur l'économie réelle -entre un an et deux ans en général-, ce qui laisse quelque temps aux économies actuellement les plus malades de reprendre des forces ; et d'autre part que, d'après les modèles macroéconomiques, que ce soit celui de la BCE ou celui de l'OCDE, les variations du change semblent avoir relativement plus d'impact sur le PIB que celles des taux directeurs. Nous remarquons aussi que cette décision de hausse des taux directeurs intervient alors que l'augmentation de la masse monétaire M3 n'est tous ces mois-ci que de 2% environ, en rythme annuel.

En fin de deuxième semaine, les marchés financiers restent tout autant confiants que la semaine précédente, bien que le prix du baril et celui de l'or battent des records comme si des bulles spéculatives étaient en train de gonfler, que le Japon soit victime à nouveau de séismes importants (ce qui va amener ce pays à accroître ses importations de divers produits mais aussi diminuer ses investissements à l'étranger, et de manière plus générale, à renouer hélas avec la récession), et que les nouvelles des pays périphériques de la zone euro ne se soient pas améliorées, bien au contraire (la nécessité d'un sauvetage urgent du Portugal donne un peu plus de crédit à la théorie du complot ou tout au moins à celle des dominos à cause des « fonds-spéculatifs-anglo-saxons-qui-veulent-tuer-l'euro ») : +0,18% pour le CAC40 (à 4062 points), +0,52% pour le DAX30, +0,76% pour le Footsie, +0,03% pour le Dow Jones, -0,33% pour le Nasdaq et 0,61% pour le Nikkei. Suite à la décision de la BCE d'élever ses taux directeurs, l'euro voit bel et bien sa cote progresser : 1,4484\$.

Entre le lundi 11 et le mercredi 13, le FMI exprime plusieurs analyses qui sont toutes teintées d'un optimisme très prudent : selon lui, les excellents résultats comptables des banques masquent d'inquiétantes fragilités, et spécialement en Europe : « 30% des banques européennes, représentant un cinquième des actifs bancaires totaux disposent d'un ratio de capital inférieur à 8% » (bulletin semestriel de stabilité financière), la croissance mondiale restera soutenue mais l'Europe sera toujours à la traîne et l'économie américaine va être de plus en plus handicapée par un déficit public et une dette publics importants (respectivement 11% et 110% du PIB), et les nouvelles normes de Bâle III ne lui semblent pas encore assez rigoureuses.

Le 12, dépôt à la Chambre des représentants du Congrès des États-Unis du projet de loi HR 1489 par Marcia Kaptur qui a, en substance, pour objet de revenir au Glass-Steagall Act, de 1933, mais abrogé en 1999 par le Gramm-Leach-Bliley Act, pour abroger précisément celui-ci, dans le but en particulier de séparer à nouveau les métiers bancaires. Mais le Président Obama préfère en rester à la « règle Volcker ».

Le jeudi 14, lors d'une réunion à Sanya sur l'île chinoise d'Hainan, les BRICs deviennent les BRICS puisque l'Afrique du Sud (South Africa) se joint au groupe des principaux pays émergents, lequel groupe veut être non seulement un outil de coopération économique mais aussi un véritable club politique, par delà les différences de tailles et de performances économiques. La Chine semble en avoir pris d'ores et déjà le leadership. Les BRICS représentent 42% de la population du monde et 18% de son PIB. La réunion est aussi l'occasion d'affirmer plusieurs points de convergence, qui rejoignent d'ailleurs des propositions du G20 : nécessité de lutter contre la volatilité des prix de l'énergie et des produits agricoles, contre la spéculation financière par une meilleure supervision des produits dérivés, et pour la mise en place d'un SMI davantage multipolaire, avec un rôle plus important donné au DTS.

Le même jour, le ministre allemand de l'économie déclare plus ou moins ouvertement qu'il n'écartera pas la possibilité de voir la Grèce contrainte de restructurer sa dette - qui approche des 150% du PIB : aussitôt, les taux à 3 ans imposés à ce pays par les marchés frôlent 20% et le gouvernement grec annonce dès le lendemain, vendredi, un plan d'austérité supplémentaire... Ce vendredi se réunit à Washington les ministres de l'économie du G20 pour poursuivre le travail mené à Paris en février. Mais les décisions tardent à être prises sur les sujets délicats -choix des indicateurs pour apprécier et comparer les performances et les déséquilibres des différents pays, le contrôle des mouvements de capitaux, la stabilisation des prix des matières premières : on prolonge le temps des études et des analyses.

Pris de lucidité, les marchés financiers terminent tous la semaine sur des baisses : -2,15% pour le CAC40 (à 3974 points), -0,54% pour le DAX30, -0,99% pour le Footsie, -0,31% pour le Dow Jones, -0,57% pour le Nasdaq et -1,81% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4430\$.

Le lundi 18, l'agence de notation S&P abaisse de « stable » à « négative » la perspective d'évolution de la dette souveraine américaine, ce qui signifie qu'elle pourrait dégrader prochainement la note des États-Unis, ce qui serait une décision historique à tous égards parce qu'elle nous ferait changer de monde, au moins en matière de finance internationale. La masse des bons du Trésor américains représente actuellement plus de 13500 milliards de dollars, qui sont détenus essentiellement par des étrangers, la Chine et le Japon arrivant en tête, presque ex æquo, et pesant ensemble plus de 13%. Pour que les États-Unis évitent la dégradation, il faut qu'ils consentent à se mettre eux aussi à la diète budgétaire, tout en maintenant leur politique monétaire accommodante pour ne pas tuer leur reprise économique. Le même jour, le taux à 10 ans imposé à l'État grec frôle les 14,5%, soit 4,4 fois plus que le taux allemand. Un tel taux d'intérêt a forcément un effet « boule-de-neige », d'où un taux de dette publique qui atteint maintenant 150% ; sans parler des effets dépressifs de la purge à laquelle la Grèce est contrainte. *Le Portugal et l'Irlande sont dans le même schéma, si bien que si la récession dans ces pays « périphériques » n'est pas au moins contrebalancée par une expansion dans les pays du « centre », toute la zone en pâtira, avec un effet cumulatif allant jusqu'à remettre en cause notre modèle social et notre niveau de vie.*

Ces deux informations sont le symbole de la dimension que prend le problème des dettes publiques pour les économies occidentales, grandes et petites.

Malgré ces mauvaises nouvelles et parce que plusieurs grandes entreprises affichent de très bons résultats comptables et financiers pour le 1^{er} trimestre 2011, les Bourses terminent cette troisième semaine sur des gains : +1,19% pour le CAC40 (à 4022 points), +1,63% pour le DAX30, +0,37% pour le Footsie, +1,33% pour le Dow Jones, +2,01% pour le Nasdaq et +0,95% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4561\$.

Les Bourses restent sur la même tendance haussière à la fin de la quatrième et dernière semaine du mois d'avril : +2,11% pour le CAC40 (à 4107 points), +3% pour le DAX30, +0,86% pour le Footsie, +2,44% pour le Dow Jones, +1,89% pour le Nasdaq et +1,73% pour le Nikkei.

Et l'euro enregistre une nouvelle hausse en cotant 1,4806\$ le vendredi. La première conférence de presse du président de la Fed le mercredi 27 n'a pas séduit les marchés : B. Bernanke a une fois de plus affirmé que « la Fed pense qu'un dollar fort et stable est dans l'intérêt à la fois de l'Amérique et de celui de l'économie mondiale », et le dollar a baissé tout au long de la deuxième moitié de la semaine...

Ces résultats des bourses mondiales, y compris européennes, masquent les difficultés encore grandes de la zone euro. La Grèce et le Portugal connaissent en cette fin de mois d'avril des taux de rendement de leurs obligations étatiques à 10 ans en nette augmentation et atteignant des records : 15,6% pour la première et 9,6 pour le second, alors que ceux de l'Allemagne et de la France en sont respectivement à 3,2 et 3,5. Encouragés qu'ils sont par les prises de position des agences de notation, les investisseurs, en particulier les « zinzins » qui sont à la recherche principalement de placements réguliers et sûrs, délaissent de plus en plus les marchés des dettes publiques des pays périphériques (les titres des dettes privées concurrencent maintenant ceux des dettes publiques de ces pays). Heureusement que la BCE y supplée mais, ce faisant, non seulement elle utilise un procédé exceptionnel mais aussi elle alourdit son bilan avec des titres de qualité de plus en plus contestée.

• Mai 2011 ->

Le mardi 3, le Portugal signe avec le FMI et l'UE un plan d'aide sur 3 ans de 78 milliards d'euros contre l'engagement de réduire graduellement son déficit public au moyen de mesures d'austérité et de réformes structurelles.

À peine l'aide au Portugal est-elle décidée que la situation de la Grèce soulève à nouveau beaucoup d'inquiétude : une année après son propre sauvetage, les analyses montrent que ce pays ne sera pas en mesure de refaire appel aux marchés financiers mi 2012 comme prévu. Alors on entend à nouveau la question de savoir quelle solution mettre en œuvre : soit prévoir un second plan de sauvetage, soit s'engager dans la restructuration de la dette, soit que la Grèce abandonne l'euro. Lors d'une réunion informelle des ministres de l'économie de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de la Grèce le vendredi 6, les deux dernières solutions ont été exclues (ces ministres auraient d'ailleurs pu réfléchir également à la situation de

l'Irlande dont la dette continue à grossir, et dont les autorités gouvernementales et monétaires sont de plus en plus inquiètes). La gravité de la situation de la Grèce sera en quelque sorte confirmée le lundi 9 par la baisse de deux crans (de BB- à B) de la note mise par l'agence S&P, qui estime que le rétablissement de la situation nécessiterait que les créanciers de l'État grec acceptent de renoncer à au moins la moitié de leurs créances.

Sur les quatre pays particulièrement vulnérables de la zone euro, considérés comme « périphériques » par opposition aux pays en meilleure santé, il faut les regrouper deux par deux en fonction de l'origine de leurs problèmes :

Le point commun de la Grèce et du Portugal est le problème de leurs finances publiques : leurs dettes publiques, en pourcentage du PIB avoisineront en 2011 respectivement 150% et 90%, en sachant que l'économie portugaise est très vulnérable et peu performante.

Le point commun de l'Irlande et de l'Espagne est au départ la double crise, immobilière et bancaire. Mais la chute des prix dans l'immobilier a été moins brutale en Espagne et sa dette publique est de 60%, alors que cette double crise est terrible en Irlande, ce qui conduit à une dette publique de 110% du PIB ; d'où la nécessité de l'aide internationale comme pour la Grèce et le Portugal.

Il faut malgré tout noter que ces trois pays « transfusés » et leurs dettes publiques ont un poids très limité dans la zone euro : Grèce = 2,5% du PIB de la zone euro et 4,2% de la dette de la zone ; Portugal = 1,9% du PIB et 1,8% de la dette ; Irlande = 1,7% du PIB et 2% de la dette.

Le jeudi 5 est marqué par deux faits qui pourraient être liés mais ils sont indépendants. D'une part, la BCE décide le statu quo pour ses taux. Et lors de sa conférence de presse, son Président ne fait aucune allusion à la « grande vigilance » par rapport à l'évolution des prix ; il se contente d'évoquer une « surveillance étroite », ce qui laisse penser que l'élévation des taux qui a eu lieu en mars devrait se poursuivre moins rapidement que prévu, d'où un affaiblissement relatif de l'euro (le durcissement de la politique monétaire européenne, par rapport à celles de la FED et de la BoE notamment, est l'un des aliments de l'appréciation de l'euro) : il passe sous 1,46\$. D'autre part, c'est en ce jeudi 5 mai que certains experts pensent pouvoir dater un certain retournement des prix de nombreuses matières premières, pétrole et ... or compris. Mais cela ne signifie pas que le « supercycle » des matières premières, commencé au milieu des années 2000, soit terminé pour autant ; surtout pour le pétrole dans la mesure où l'énergie nucléaire et le gaz de schiste sont très contestés.

Un troisième fait intervient le jeudi 5 mai qui mérite d'être mentionné : la Commission européenne envisage de réduire le nombre de pays qui bénéficient de la part de l'U.E. du régime de préférences commerciales, parce qu'elle considère que des pays comme le Brésil, l'Inde, la Chine, l'Indonésie ou encore le Maroc sont devenus des pays à revenu intermédiaire.

La première semaine de ce mois de mai enregistre sur les marchés financiers des baisses après une longue période de hausse : -1,19% pour le CAC40 (à 4058 points), -0,30% pour le DAX30, -1,53% pour le Footsie, -1,34% pour le Dow Jones, -1,60% pour le Nasdaq et +0,10% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$.

En ce qui concerne la deuxième semaine, les marchés restent sur la tendance pleine d'hésitations de la semaine précédente parce qu'ils sont confrontés à des informations contradictoires sur les performances économiques mondiales : -0,97% pour le CAC40 (à 4019 points), -1,19% pour le DAX30, -0,85% pour le Footsie, -0,34% pour le Dow Jones, +0,03% pour le Nasdaq et -2,13% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4117\$: il continue donc à baisser. Certains spécialistes prévoient que le redressement du dollar devrait se poursuivre parce qu'ils estiment que la monnaie américaine est sous-évaluée.

Le dimanche 15, D. Strauss-Kahn (Directeur général du FMI) est inculpé par la justice américaine pour « agression sexuelle, tentative de viol et séquestration ». Il se trouve donc empêché de participer à la réunion prévue à Bruxelles le lendemain, le lundi 16, pour traiter de la situation grecque dont l'aggravation nécessite au moins un nouveau sauvetage, estimé à 30 milliards d'euros (la dette prévue de la Grèce pour 2012 représenterait 166% de son PIB). La BCE fait le « forcing » pour éviter la solution de la restructuration mais l'efficacité du n^{ème} plan d'austérité que vient de décider le gouvernement grec et les réactions de la population ne sont pas à même de rassurer les marchés (en effet, la Grèce qui a déjà reçu au total une aide de 110 milliards d'euros, n'arrive toujours pas à obtenir l'équilibre budgétaire primaire – c'est-à-dire l'équilibre budgétaire abstraction faite des intérêts de sa dette). D'ailleurs, l'agence Fitch rétrograde la dette grecque de trois crans, à B+ !

Sur les marchés financiers, la troisième semaine garde la même couleur grisâtre qu'ont eue les deux semaines précédentes : -0,70% pour le CAC40 (à 3991 points), -1,84% pour le DAX30, +0,38% pour le Footsie, -0,66% pour le Dow Jones, -0,89% pour le Nasdaq et -0,43% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4160\$. Le Conseil européen du 17 adopte un programme de prêt de 78 milliards d'euros au Portugal, qui sera avalisé par le FMI le 20.

Le 21 mai, l'agence S&P menace de rétrograder la dette italienne en faisant passer sa perspective de « stable » à « négative », ce qui veut dire que selon cette agence de notation la dette italienne a 1 chance sur 3 d'être abaissée dans les 24 mois qui viennent. Cela démontre que la crise de la zone euro n'est pas terminée : l'euro se déprécie, et l'Italie et l'Espagne, ayant de plus en plus peur que les difficultés grecques ne les contaminent, sont encore plus pressantes que l'Allemagne pour que le gouvernement grec montre le maximum de rigueur.

Sur les marchés boursiers, la dernière semaine du mois de mai reste marquée par l'incertitude et les hésitations : -1% pour le CAC40 (à 3951 points), -1,42% pour le DAX30, -0,16% pour le Footsie, -0,56% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et -0,89% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4319\$ en la fin de cette semaine après avoir chuté à 1,3969\$ au début. Tous ces résultats négatifs résultent essentiellement du piètre spectacle que montrent les Européens face aux difficultés de la Grèce.

• Juin 2011 ->

La situation de la Grèce amène le Président de la BCE, J.-C. Trichet, à proposer en début de mois que les pays en difficulté qui ne parviennent pas à redresser suffisamment leurs comptes publics soient placés en quelque sorte sous la tutelle européenne pour que leurs politiques macroéconomiques (budgétaire et salariale en particulier) soient surveillées ; et même que les autorités européennes aient un droit de veto pour pouvoir s'opposer aux mesures économiques décidées par les gouvernements de tels pays. Il a même lancé l'idée de la création d'un ministère des finances pour toute la zone euro : « celui-ci ne générerait pas nécessairement un important budget fédéral mais exercerait directement des responsabilités dans au moins trois domaines. Premièrement, la surveillance des politiques budgétaires et des politiques en matière de compétitivité. Deuxièmement, toutes les responsabilités assumées généralement par les gouvernements en ce qui concerne le secteur financier intégré de l'Union. Troisièmement, la représentation de la confédération de l'Union au sein des institutions financières internationales ».

Également au cours de cette première semaine, l'agence Moody's menace les États-Unis d'abaisser leur note si le plafond de la dette n'est pas relevé, et annonce qu'il abaisse celle de plusieurs banques grecques après avoir dégradé il y a quelques jours celle de la dette publique grecque de trois crans !

Sur les marchés boursiers, la première semaine se résume à une poursuite de la baisse des scores, alimentée par de grosses incertitudes non seulement sur la situation grecque mais aussi sur la conjoncture américaine qui montre des signes de ralentissement, spécialement dans le secteur manufacturier, ce qui se traduit dans le taux de chômage (9,1%), signes auxquels s'ajoute une poursuite inexorable de l'effondrement des prix dans l'immobilier (aurait-on donc bel et bien affaire à un scénario en « W » ?) : -1,53% pour le CAC40 (à 3891 points), -0,76% pour le DAX30, -0,44% pour le Footsie, -2,33% pour le Dow Jones, -2,29% pour le Nasdaq et -0,31% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4635\$. C'est plutôt le dollar qui baisse que l'euro qui monte, et cette appréciation de l'euro inquiète de plus en plus, au point que la chancelière allemande elle-même en craint les effets négatifs sur les exportations (notons que le déficit commercial français atteint des records historiques).

Le mardi 7 juin, la Commission européenne officialise ses recommandations macroéconomiques pour les 27 pays de l'UE, que le Conseil européen de la fin du mois devra adopter : elle donne donc, conformément à ce qui a été décidé en 2010, son point de vue sur les programmes de stabilité économique et financière annoncés en mai par les gouvernements des différents pays, et avant que leurs parlements n'entament les débats budgétaires. L'Allemagne est félicitée tandis que l'optimisme de la France est critiqué.

Le jeudi 9, lors de la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, le Président de la BCE laisse à nouveau entendre qu'une nouvelle hausse des taux en juillet est fort probable puisqu'il exprime « sa forte vigilance » à l'égard des pressions inflationnistes qui « sont clairement à la hausse » et réaffirme qu'« il est très important que la hausse des prix ne se traduise pas par des effets de second tout sur les salaires, ce qui conduirait à des pressions inflationnistes encore plus larges ». Notons que le lundi 27, le chef économiste de

la BCE, Jürgen Stark, déclarera que le taux actuel de 1,25% n'est plus approprié : la hausse des taux directeurs en juillet est donc fort probable. C'est également en cette fin de mois de juin que la BRI se déclare très inquiète de la montée au niveau mondial de l'inflation et de l'endettement à la fois privé et public. Et pour éviter une « nouvelle catastrophe », elle exhorte toutes les banques centrales à élever leurs taux directeurs et tous les pays à assainir leurs finances publiques.

Au cours de cette première quinzaine de juin, les autorités européennes réfléchissent activement sur la participation des banques commerciales au sauvetage de la Grèce et sur les modalités d'une telle participation : certes, il s'agit surtout de banques grecques mais également de banques allemandes et françaises (70% de la dette grecque sont détenus par 20 établissements bancaires : c'est presque une nouvelle illustration de la loi de Pareto...). Pour ces banques, spécialement les plus exposées, il s'agit d'un véritable dilemme : soit elles acceptent et cela peut leur coûter d'autant plus que la réussite du sauvetage n'est pas pour autant assurée, soit elles refusent et le risque de tout perdre peut être encore plus grand. Le fait que les banques grecques soient les plus exposées peut sembler normal mais en même temps cela complique la résolution de la crise.

Toujours à propos de la dette grecque, l'agence Standard & Poor's abaisse le lundi 12 la note grecque à long terme de trois crans à CCC, qui est le niveau le plus bas de tous les pays suivis par l'agence, puisque Grenade, la Jamaïque, le Pakistan et l'Équateur ont une notation à "B-" : S&P juge que le risque de défaut de paiement dans les douze mois s'est encore accru ; et prévient même que tout "échange de titres" ou "allongement des maturités" constituerait "de facto un défaut". La note grecque n'est plus qu'à trois crans du "D", la note la plus basse attribuée par S&P. Malgré cette aggravation de la situation grecque, l'euro résiste bien et s'apprécie même non seulement face au dollar mais aussi face au yen ; la perspective d'une hausse des taux de la BCE en juillet l'emporte pour l'instant sur le jugement de S&P.

La deuxième semaine se termine sur les places financières par une poursuite de la dégradation : le CAC40 enregistre une baisse de 2,20%, la sixième semaine consécutive, pour retrouver grosso modo, avec 3805 points, son niveau de janvier. Toutes les autres places sont également dans le négatif, sauf celle du Japon : - 0,55% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,64% pour le Dow Jones, -3,26% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. Ces mauvais scores démotivent les épargnants à faire des placements boursiers : on constate une nette diminution de la détention de valeurs mobilières et du nombre des petits porteurs.

L'euro cote 1,4347\$: les mauvaises nouvelles sur l'économie des États-Unis et sur leur dette publique pèsent plus lourd que celles sur la situation des finances publiques des pays « périphériques » européens.

Et la troisième semaine reste marquée par l'incertitude généralisée : +0,49% pour le CAC40 (à 3824 points), +1,33% pour le DAX30, -0,88% pour le Footsie, +0,44% pour le Dow Jones, -1,03% pour le Nasdaq et -1,31% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4302\$.

La dernière semaine de ce mois de juin est particulièrement importante, et pour trois raisons.

- D'abord, parce que la crise grecque atteint un paroxysme au point que la possible faillite de l'État grec est maintenant comparée à celle qu'a connue Lehman Brothers en 2008 quant aux effets qu'elle aurait sur l'économie mondiale. Le Conseil européen des 23 et 24 est entièrement consacré à la mise au point du sauvetage, contre un nouveau plan d'austérité, accepté par la « troïka » (Commission, BCE et FMI), mais qui va être fermement discuté au Parlement grec et sans aucun doute très contesté par la population. *La BCE continue à refuser d'envisager une restructuration de la dette publique grecque ; sous prétexte que la Grèce connaît une crise de liquidité et non de solvabilité. En réalité, la Grèce est bien devenue insolvable à cause de l'aggravation continue de sa situation économique et financière. Mais, en dehors du fait que la restructuration de la dette grecque est peut-être une condition nécessaire au redressement de l'économie mais pas une condition suffisante, tant sa compétitivité est faible, une restructuration de la dette grecque présente deux risques selon la BCE, d'où sa position qui peut a priori apparaître comme inadaptée : un risque systémique (diffusion de la crise à d'autres pays avec déstabilisation de l'ensemble de la zone parce que les investisseurs internationaux ne veulent plus placer dans les pays en difficulté et les épargnants domestiques délocalisent leur propre épargne, si bien que ne restent que les capitaux publics pour financer les économies – l'agence de notation Moody's abaissera quelques jours plus tard la note du Portugal de Baa1 à Ba2, avec perspective négative) et un risque important de perte financière de la BCE dans la mesure où elle est directement exposée pour des sommes importantes, ce qui nécessiterait une forte recapitalisation, avec des conséquences négatives sur sa crédibilité chèrement acquise. Pour conjurer ce double risque, il faut mettre en commun les dettes publiques des États membres, autrement dit, créer une dette souveraine commune, avec une garantie conjointe et solidaire. Résumons, en tenant compte également de ce qui a déjà été écrit plus haut et à plusieurs reprises : la viabilité d'une monnaie unique nécessite qu'il y ait*

fédéralisme budgétaire et dette souveraine commune, et aussi élargissement des objectifs et assouplissement des pratiques de la BCE. Mais tout cela implique une évolution de la position allemande et une révision profonde du Traité de Lisbonne ainsi que des statuts de la Banque centrale.

- Ensuite, parce que le Conseil européen approuve la nomination de Mario Draghi pour succéder en novembre à J.-C. Trichet à la tête de la BCE.

- Enfin, parce que les économies américaine et européenne ne vont pas bien (affaiblissement de l'activité, maintien de l'inflation à des niveaux élevés et finances publiques mal maîtrisées), et que la crise grecque fait peser des risques de plus en plus graves sur les banques, les places financières européennes enregistrent à nouveau des baisses sur cette semaine : -1,02% pour le CAC40 (à 3785 points), -0,60% pour le DAX30, -0,30% pour le Footsie, -0,58% pour le Dow Jones, +1,39% pour le Nasdaq, +3,50% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4189\$.

Le mardi 28, la ministre française de l'économie Christine Lagarde est nommée Directrice générale du F.M.I. Elle est remplacée à Bercy par F. Baroin, lui-même remplacé comme ministre du budget par V. Pécresse.

La première déclaration officielle de la nouvelle Directrice du FMI concerne la Grèce : elle lance un appel pour une « entente nationale », dans la mesure où l'opposition parlementaire risque de mettre en échec l'adoption du nouveau plan de rigueur gouvernemental et où la rue manifeste toujours avec beaucoup de véhémence contre l'austérité. Le mercredi 29 juin, le Parlement grec adopte à une courte majorité le nouveau plan d'austérité et la « place des larmes » est bombardée de gaz lacrymogènes. Si l'adoption de ce nouveau plan renforce la protestation du peuple grec, elle soulage les marchés financiers qui l'accueillent par des hausses sensibles de leurs indices en fin de semaine : +5,88% pour le CAC40 (à 4007 points), +4,19% pour le DAX30, +5,13% pour le Footsie, +5,43% pour le Dow Jones, +6,15% pour le Nasdaq et +1,96% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4526\$.

- Juillet 2011 ->

En début de mois, branle-bas de combat en Allemagne : des universitaires et un député conservateur entament une action devant la Cour constitutionnelle pour contester la légalité des décisions de leur gouvernement en ce qui concerne la participation de l'Allemagne d'une part au FESF-MESF et d'autre part au plan d'aide d'urgence à la Grèce. Si la Cour se prononçait pour l'illégalité de ces dispositifs, cela mettrait très gravement en péril la survie de la zone euro tout entière. Heureusement pour la Grèce et pour la zone euro, la Cour constitutionnelle rejettera le mercredi 7 septembre la plainte pour illégalité du plan d'aide ; mais elle décidera aussi l'élargissement du droit de regard du Parlement sur ce type de questions.

Mardi 5, l'agence de notation Moody's abaisse à nouveau sa note pour la dette publique portugaise (plus de 100 % du PIB) en reléguant celle-ci dans la catégorie des obligations « pourries » (Ba2).

Jeudi 7, conformément aux attentes, la BCE élève d'un quart de point ses taux directeurs. Le taux principal de refinancement est donc de 1,50%. Bien que la croissance soit atone en Europe et que les tensions sur les prix soient dues à de l'inflation importée, la BCE juge que sa politique monétaire reste « accommodante ».

La fin de la première semaine de juillet est marquée sur les marchés financiers spécialement européens par le climat de défiance que créent non seulement la décision de Moody's mais aussi la cacophonie des positions qu'adoptent les pays de la zone euro face à la crise grecque, cacophonie qui augmente les risques de contagion de la crise souveraine : -2,34% pour le CAC40 (à 3913 points), -0,23% pour le DAX30, +0,01% pour le Footsie, +0,59% pour le Dow Jones, +1,55% pour le Nasdaq et +2,73% pour le Nikkei.

L'euro cote 1,4264\$. *Les divergences entre les responsables des États membres de la zone euro sont une cause importante de l'instabilité des marchés et de la mise en cause de la survie de l'euro : apparaît en effet toujours, face à la situation des « PIGS », une coupure entre ceux que l'on pourrait appeler les « pays faucons » dont font partie l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande, et les « pays colombes », avec la France, l'Autriche et la Belgique. Le point principal d'achoppement concerne la participation des banques commerciales au sauvetage des PIGS, donc d'un défaut partiel. Sur ce point, la BCE est proche des positions des « colombes » : « événement de crédit, défaut partiel, défaut, on dit non » martèle J.-C. Trichet.*

Dès le début de la deuxième semaine s'amplifie le risque de contagion de la crise grecque au Portugal, à l'Espagne et surtout à l'Italie, dont la situation est compliquée par les difficultés rencontrées par « Il

Cavaliere ». Nous avons écrit bien plus haut que le « I » dans l'expression pouvait aussi bien signifier Italie qu'Irlande : la situation actuelle confirme pleinement cela. D'ailleurs, on pourrait maintenant écrire : « PIIGS ». L'Eurogroupe se réunit le lundi 11 mais les participants ne parviennent pas à se mettre d'accord sur les modalités concrètes du second plan d'urgence en faveur de la Grèce. « Les pays membres de l'Union monétaire se sont affrontés comme jamais », écrit le journal Le Monde. Ces divergences et ces hésitations en rajoutent à la confusion et encouragent les opérations spéculatives menées par les opérateurs des marchés et confortent les jugements négatifs des agences de notation alors que la réunion avait précisément pour but de stabiliser la situation : Le Monde titre « Bourses plombées, taux records, chute de l'euro... les marchés gagnés par la panique ». Comme le titre ailleurs à juste titre le quotidien dans sa même édition du 13/7/2011 : « ces gamins qui nous gouvernent »... Mais aussi, comme on peut le lire dans un document hebdomadaire du Crédit Agricole (Perspectives Hebdo du 11-15 juillet), « si on peut reprocher aux Européens d'étaler sur la place publique leurs dissensions internes, on ne peut les incriminer de vouloir prendre leur temps. La recette qui sera appliquée à la Grèce ayant valeur d'exemple, il convient de bien soupeser le pour et le contre de chaque option pour trouver un dosage idéal entre faisabilité (avec ou sans défaut), équité (partage public-privé) et efficacité (allègements des dettes), le but ultime étant de boucher tous les points d'entrée des phénomènes de contagion entre États et vers le système bancaire ». Entre temps, le 12 juillet, l'agence Moody's dégrade la note de l'Irlande de Baa3 à Ba1, qui est le plus mauvais grade dans la catégorie spéculative et qui signifie concrètement que l'agence de notation estime qu'un nouveau plan de sauvetage est nécessaire. Notons à propos de cette agence qu'elle annoncera le lendemain, donc mercredi 13 qu'elle place « sous surveillance la note Aaa attribuée aux obligations de l'État fédéral américain en vue d'un éventuel abaissement, étant donné la probabilité croissante que le plafond légal de la dette ne soit pas relevé dans les temps ». Ce plafond légal, de 14 280 milliards de dollars, est quasiment dépassé depuis mai. Il y a une véritable guerre de nerf entre les conservateurs qui veulent que l'on diminue drastiquement les dépenses publiques et les démocrates qui demandent des augmentations d'impôts pour les plus riches mais il reste qu'il est impératif que le Congrès accepte de relever le plafond avant le 2 août, date retenue par le Trésor. La position de Moody's est à mettre en relation avec celle qu'avait prise S&P le 18 avril (voir à cette date) ; pour donner des ordres de grandeur faciles à retenir, le déficit public américain représente actuellement 10% du PIB et la dette publique près de 100%. Et ce même mercredi 13, c'est l'agence Fitch qui dégrade de 3 crans la note de la dette grecque en la faisant passer de B+ à CCC en critiquant d'ailleurs moins la Grèce qui fait incontestablement des efforts financiers que ses partenaires européens qui se montrent incapables de trouver un terrain d'entente.

Notons que le 11 juillet se produisent des explosions mystérieuses sur l'île de Chypre : cela entraîne une forte déstabilisation politique et économique, au point que Chypre risque d'être elle aussi confrontée à une crise de la dette.

Par conséquent, deux faits assombrissent gravement l'avenir de la zone euro : cette impuissance des responsables politiques européens à avoir la réactivité nécessaire et l'action devant la Cour constitutionnelle allemande pour contester la légalité des décisions du gouvernement. Et s'en ajoute un troisième, également lourd de conséquences négatives possibles : la BCE craint de plus en plus que ses actions de sauvetage des pays en difficulté, spécialement celles qui l'amènent à fournir des liquidités contre des titres publics de moins en moins bien notés, puissent faire l'objet de contestations devant la Cour de justice européenne dans la mesure où ces actions sont de plus en plus contestables au regard de ses statuts et des règles internes qu'elle s'est elle-même fixées (voir plus loin sur le refinancement).

Au moment où, dans le cadre de Rencontres de Pétrarque qui se déroulent à Montpellier à l'occasion du Festival de Radio France Montpellier Languedoc-Roussillon, est discuté du thème « le peuple a-t-il un avenir ? », on peut dès à présent considérer que ce sont les peuples européens qui sont les grandes victimes de la crise de la zone euro et de l'incurie des responsables politiques, et ils sont victimes d'une double peine : en tant que contribuables et en tant qu'individus. En tant que contribuables, ils ont déjà participé au premier sauvetage de la Grèce, avant la création du FESF, et ils pourraient être à nouveau directement sollicités pour financer le FESF si leur État devait concrétiser ses garanties –garanties des obligations que le FESF émet sur les marchés financiers, obligations notées AAA pour l'instant parce qu'elles bénéficient précisément des garanties de pays tels que la France et l'Allemagne ; et ils le seront de toute façon à terme dans la mesure où ces garanties données augmentent la dette publique au sens de Maastricht (la dette du FESF est rattachée comptablement à chaque État pour la part qu'il garantit). En tant qu'individus, ils font les frais d'une politique antisociale sous le couvert d'une austérité indispensable. C'est le sentiment de profonde injustice suscitée par cette double peine qui nourrit les divers populismes qui se développent au travers de toute l'Europe.

Car, comme l'a dit Pierre Rosanvallon dans sa conférence inaugurale des Rencontres de Pétrarque, c'est la critique des dysfonctionnements de l'État-providence et la contestation des modalités de la redistribution qui structurent tous les populismes. Cette importante réflexion rejoint à la fois le thème central du livre qu'ont écrit Patrice Artus et Marie-Paule Virard : « pourquoi il faut partager les revenus » (La Découverte, mai 2010) et l'une des conclusions de la forte argumentation développée par J.-P. Fitoussi dans Le Monde du 21 juillet. Dans leur livre, P. Artus et M.-P. Virard considèrent que « la question du partage du revenu est plus que jamais un enjeu majeur, politique et social, mais aussi économique : sa déformation ancienne et continue au détriment des salariés constitue non seulement une source de stress et de tensions défavorables à la croissance de long terme, mais surtout une source d'inefficacité économique qui pèse et pèsera sur le niveau de croissance potentielle. Une politique de l'offre, aussi efficace soit-elle, ne sert en effet à rien dans un environnement où la demande devient de plus en plus étique. Or c'est bien ce que l'on observe depuis la crise de 2007-2009 dans la plupart des pays développés, où la combinaison du coup d'arrêt donné à l'endettement des ménages et des entreprises, de la modestie des revenus du travail et de la peur de l'avenir compose un cocktail mortifère pour l'économie mondiale ». Pour infléchir le partage de la valeur ajoutée en faveur des revenus qui sont dépensés, c'est-à-dire ceux du travail, la fiscalité est pour les deux auteurs un instrument essentiel : « une fiscalité adaptée à cette situation est donc une pression fiscale plus faible sur les salaires (par exemple par une baisse des cotisations sociales), compensée par une hausse de la pression fiscale sur les revenus du capital, qui est sans danger puisque l'épargne est excessive ». La baisse des cotisations sociales que proposent P. Artus et M.-P. Virard nous semblent d'autant plus souhaitable qu'elle participerait à la diminution du coût du travail qui est anormalement élevé dans de nombreux pays européens, comparé non seulement aux pays émergents mais aussi aux pays anglo-saxons. Cette diminution du coût du travail permettrait non seulement une amélioration de notre compétitivité-coût mais aussi une réduction de la fraude fiscale et sociale, fraude qui est massive en Grèce, qui est également importante en Italie, et non négligeable en France (ce qui a fait dire en substance à P. Rosanvallon que le peuple grec récolte un peu aujourd'hui ce qu'il a semé). Quant à J.-P. Fitoussi, il associe lui aussi la crise à une contestation de la redistribution, et plus généralement à la profonde contradiction qu'il y a entre les exigences de solidarité de l'UE et la (soi-disante) vertu de la rigueur budgétaire : « ce qui se présentait sous les atours de la vertu – revenir à un niveau d'endettement public soutenable – apparaît pour ce qu'il est : un égoïsme de nantis (...) Les responsables de la zone euro jouent ainsi avec le feu et risquent de précipiter l'Europe, et même le monde, dans une nouvelle crise majeure que leurs populations déjà épuisées pourraient ne pas supporter. Le déséquilibre de la construction européenne que j'ai maintes fois souligné conduit à une politique de l'impuissance, qui, sous prétexte de responsabilités nationales, organise l'irresponsabilité européenne ».

Le **vendredi 15** tombent les résultats de « stress tests » appliqués à 90 banques européennes, soit environ 65% des actifs bancaires européens : ils sont globalement plutôt positifs, ce qui rassure un peu les marchés. Seulement un peu car leurs inquiétudes sur le sort de la Grèce et sur le risque de contagion restent très fortes : sur les places financières, le **lundi 18** est une journée noire. Le CAC40 atteint son plus bas historique de l'année (à 3650 points), ce qui, en cumulé, lui fait perdre plus de 22% depuis début 2007. Et, symétriquement, l'or atteint des sommets : plus de 1600 \$ l'once !

Le **jeudi 21** est une date importante pour l'avenir non seulement de la Grèce mais aussi pour toute la zone euro, et peut-être même au-delà. En effet, c'est ce jour-là que se réunit à Bruxelles le Conseil de l'Union européenne (notons que le Président français et la chancelière allemande, rejoints in extremis par le Président de la BCE, se sont rencontrés la veille pendant 7 heures pour préparer ce sommet).

Voici le texte de la déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'UE, et en présence de Christine Lagarde, nouvelle Directrice générale du FMI (c'est nous qui soulignons certaines expressions) :

« Nous réaffirmons notre attachement à l'euro et sommes résolus à faire tout ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble et celle de ses États membres. Nous réaffirmons également notre détermination à renforcer la convergence, la compétitivité et la gouvernance dans la zone euro. Depuis le début de la crise de la dette souveraine, des mesures importantes ont été prises pour stabiliser la zone euro, réformer les règles et élaborer de nouveaux outils de stabilisation. Dans la zone euro, la reprise est en bonne voie et l'euro repose sur des fondamentaux économiques solides. Mais les difficultés auxquelles nous sommes confrontés ont montré que des mesures plus ambitieuses s'imposent. Aujourd'hui, nous sommes convenus de prendre les mesures suivantes :

Grèce:

1. Nous nous félicitons des mesures prises par le gouvernement grec pour stabiliser ses finances publiques et réformer son économie, ainsi que du nouveau train de mesures, y compris de privatisation, récemment adopté par le parlement grec. Ces mesures constituent des efforts sans précédent, mais qui sont nécessaires pour que l'économie grecque retrouve la voie d'une croissance durable. Nous sommes conscients des efforts que les mesures d'ajustement entraînent pour les citoyens grecs, et nous sommes convaincus que ces sacrifices sont indispensables pour la reprise économique et qu'ils contribueront à la stabilité et à la prospérité futures du pays.

2. Nous convenons de soutenir un nouveau programme pour la Grèce et, avec le FMI et la contribution volontaire du secteur privé, de couvrir intégralement le déficit de financement. Le financement public total s'élèvera à un montant estimé à 109 milliards d'euros. Ce programme visera, notamment grâce à une réduction des taux d'intérêt et à un allongement des délais de remboursement, à ramener l'endettement à un niveau bien plus supportable et à améliorer le profil de refinancement de la Grèce. Nous appelons le FMI à continuer de contribuer au financement du nouveau programme pour la Grèce. Nous avons l'intention d'utiliser le FESF en tant qu'instrument de financement pour le prochain décaissement. Nous suivrons avec beaucoup d'attention la mise en œuvre rigoureuse du programme sur la base d'une évaluation régulière effectuée par la Commission en liaison avec la BCE et le FMI.

3. Nous avons décidé d'allonger dans toute la mesure du possible le délai de remboursement des futurs prêts consentis par le FESF à la Grèce en le portant des 7,5 années actuelles à un minimum de 15 ans et jusqu'à 30 ans avec un délai de grâce de 10 ans. À cet égard, nous assurerons une surveillance adéquate après la fin du programme. Dans le cadre du FESF, nous accorderons des prêts à des taux d'intérêt équivalents à ceux prévus par le mécanisme de soutien à la balance des paiements (environ 3,5 % actuellement), proches du coût de financement du FESF, sans descendre en dessous. Nous avons également décidé de repousser sensiblement les échéances de la facilité existante mise en place pour la Grèce. Cela s'accompagnera d'un mécanisme prévoyant des incitations appropriées en faveur de la mise en œuvre du programme.

4. Nous préconisons l'adoption d'une stratégie globale pour la croissance et l'investissement en Grèce. Nous saluons la décision de la Commission de créer un groupe de travail qui collaborera avec les autorités grecques pour canaliser les fonds structurels vers la compétitivité et la croissance, la création d'emplois et la formation. Nous mobiliserons des fonds et des institutions de l'UE, comme la BEI, vers cet objectif et relancerons l'économie grecque. Les États membres et la Commission mobiliseront immédiatement toutes les ressources nécessaires pour apporter une assistance technique exceptionnelle en vue d'aider la Grèce à mettre en œuvre ses réformes. La Commission fera rapport en octobre sur les progrès accomplis à cet égard.

5. Le secteur financier a indiqué qu'il était prêt à soutenir la Grèce sur une base volontaire en recourant à différentes possibilités permettant de renforcer encore la viabilité globale. La contribution nette du secteur privé est estimée à 37 milliards d'euros.

En prenant en compte le coût du rehaussement de crédit pour la période 2011-2014. De plus, un programme de rachat de la dette contribuera à hauteur de 12,6 milliards d'euros, portant le total à 50 milliards d'euros. Pour la période 2011-2019, la contribution nette totale de la participation du secteur privé est estimée à 106 milliards d'euros.

Un rehaussement de crédit sera fourni pour étayer la qualité de la garantie, afin d'en permettre l'utilisation continue pour que les banques grecques puissent accéder aux opérations de liquidités de l'Eurosystème. Nous fournirons des ressources appropriées pour recapitaliser les banques grecques si nécessaire.

Participation du secteur privé :

6. Pour ce qui est de notre approche générale à l'égard de la participation du secteur privé dans la zone euro, nous tenons à préciser que la Grèce appelle une solution exceptionnelle et bien spécifique.

7. Tous les autres pays de la zone euro réaffirment solennellement qu'ils sont fermement déterminés à honorer pleinement leur propre signature souveraine et tous les engagements qu'ils ont pris en matière de viabilité des finances publiques et de réformes structurelles durables. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro appuient sans réserve cette volonté, la crédibilité de toutes leurs signatures souveraines étant un élément déterminant pour assurer la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro.

Outils de stabilisation :

8. Afin d'améliorer l'efficacité du FESF et du MES et de faire face au risque de contagion, nous décidons d'augmenter leur souplesse, assortie de conditions appropriées, pour leur permettre :

- d'intervenir sur la base d'un programme établi à titre de précaution ;
- de financer la recapitalisation des établissements financiers par des prêts aux gouvernements, y compris dans les pays ne bénéficiant pas d'un programme ;
- d'intervenir sur les marchés secondaires sur la base d'une analyse de la BCE constatant l'existence d'une situation exceptionnelle sur les marchés financiers et de risques pour la stabilité financière et sur la base d'une décision prise d'un commun accord par les États participant au FESF/MES, afin d'éviter la contagion.

Nous mettrons en place les procédures nécessaires pour la mise en œuvre de ces décisions le plus rapidement possible.

9. Le cas échéant, un contrat de garantie sera mis en place de façon à couvrir le risque résultant, pour les États membres de la zone euro, des garanties qu'ils auront fournies au FESF.

Assainissement budgétaire et croissance dans la zone euro :

10. Nous sommes déterminés à continuer à apporter un soutien aux pays bénéficiant d'un programme jusqu'à ce qu'ils puissent accéder à nouveau au marché, à condition qu'ils mettent en œuvre ces programmes avec succès. Nous nous félicitons de la détermination de l'Irlande et du Portugal à mettre en œuvre leurs programmes de manière rigoureuse et réaffirmons notre ferme volonté de voir aboutir ces programmes. Les taux et les délais de remboursement de prêt que nous avons arrêtés pour la Grèce dans le cadre du FESF seront appliqués également au Portugal et à l'Irlande. Dans ce contexte, nous notons que l'Irlande est disposée à participer de manière constructive aux discussions sur le projet de directive sur l'assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) et aux discussions structurées sur les questions de politique fiscale dans le cadre du Pacte pour l'euro plus.

11. Tous les États membres de la zone euro respecteront à la lettre les objectifs budgétaires fixés, amélioreront la compétitivité et remédieront aux déséquilibres macroéconomiques. Les déficits publics dans tous les pays, à l'exception de ceux bénéficiant d'un programme, seront ramenés sous le seuil de 3 % d'ici 2013 au plus tard. Dans ce contexte, nous nous félicitons du train de mesures budgétaires présenté récemment par le gouvernement italien, qui permettra de ramener le déficit sous le seuil des 3 % en 2012 et d'équilibrer le budget en 2014. Nous saluons également les réformes ambitieuses entreprises

par l'Espagne sur les plans budgétaire, financier et structurel. Pour donner suite aux résultats des tests de résistance des banques, les États membres fourniront à celles-ci, le cas échéant, des filets de sécurité.

12. Nous mettrons en œuvre les recommandations adoptées en juin en ce qui concerne les réformes qui favoriseront notre croissance. Nous invitons la Commission et la BEI à développer les synergies entre les programmes de prêts et les fonds de l'UE dans tous les pays bénéficiant d'une assistance de l'UE/du FMI. Nous appuyons tous les efforts déployés par ces pays pour améliorer leur capacité à absorber les fonds de l'UE afin de stimuler la croissance et l'emploi, notamment par une augmentation temporaire des taux de cofinancement.

Gouvernance économique :

13. Nous appelons à la mise au point rapide du paquet législatif sur le renforcement du Pacte de stabilité et de croissance et sur la nouvelle surveillance macroéconomique. Les membres de la zone euro appuieront sans réserve la présidence polonaise afin de parvenir à un accord avec le Parlement européen sur l'adoption de règles de vote dans le volet "prévention" du pacte.

14. Nous nous engageons à mettre en place, d'ici la fin 2012, des cadres budgétaires nationaux, comme prévu dans la directive relative aux cadres budgétaires.

15. Nous convenons qu'il y a lieu de réduire la dépendance à l'égard des notations de crédit externes dans le cadre réglementaire de l'UE, en tenant compte des récentes propositions de la Commission dans ce sens, et nous attendons avec intérêt les propositions de la Commission sur les agences de notation.

16. Nous invitons le président du Conseil européen, en concertation étroite avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe, à présenter d'ici le mois d'octobre des propositions concrètes sur la manière d'améliorer les méthodes de travail et de renforcer la gestion des crises dans la zone euro ».

*Les conclusions de ce Sommet « historique », « de la dernière chance », appellent de notre part les **huit commentaires** suivants :*

- *La zone euro est sauvée dans l'immédiat. D'ailleurs les marchés sont eux-mêmes rassurés dans l'instant parce qu'ils doutaient de plus en plus d'un accord entre les responsables politiques et financiers européens. Mais, « comme d'habitude » maintenant dans ce capitalisme de marchés financiers globalisés, les États sont trop dépendants de l'idéologie des marchés et des agences de notation. Alors que, normalement, les États et les marchés ne devraient pas raisonner seulement à court terme, les premiers imposent aux seconds leur vision économique court-termiste. Les investisseurs sont comme les adolescents : ils veulent tout et tout de suite. Ce qui amène fatalement à des comportements qui peuvent être suicidaires et/ou meurtriers : ainsi, quand les États mettent en place des programmes de rigueur, les marchés craignent un ralentissement de la croissance et quand les États soutiennent au contraire la croissance, les marchés crient haro sur les déficits publics. Alors qu'en raisonnant sur le moyen et long terme, le soutien de la croissance par des mesures à la fois conjoncturelles et structurelles, doit permettre à terme de réduire les déficits et donc les dettes, publiques et privées. C'est d'ailleurs l'idée que défend de son côté le Prix Nobel Joseph Stiglitz dans *Le Monde* du 7 août 2011, idée déjà exprimée dans *Le Monde* du 25 mai cité plus haut, qui craint que la crise ne dure à cause de la longue léthargie dans laquelle sont plongées nos économies.*

Une preuve supplémentaire de la « tyrannie » des marchés sera l'augmentation des taux qu'ils imposeront dès le mardi 26 à l'Espagne et à l'Italie : malgré le plan de sauvetage de la Grèce, les marchés n'écartent pas complètement le risque de contagion.

- *Les décisions prises lors du Sommet doivent être votées par les Parlements. Il sera donc difficile qu'elles soient opérationnelles avant octobre. Il peut d'ici là couler beaucoup d'eau sous les ponts des marchés financiers...*
- *« Comme d'habitude » aussi, la crise grecque qui est devenue la crise de la zone euro est traitée quand il y a le feu dans la maison : alors, pour les pompiers, l'impensable hier est devenu indispensable aujourd'hui. Les dirigeants européens portent une lourde responsabilité dans le gonflement de la crise grecque au cours de tous ces mois derniers. La cacophonie entre eux a eu un impact détestable. Pour tenter d'y remédier, il serait question de donner officiellement davantage de responsabilités et de moyens au Président du Conseil européen dans la gouvernance de la zone euro.*
- *L'avenir de la Grèce s'éclaircit quelque peu puisqu'elle bénéficie d'une remise de dette, qu'elle aura moins à payer pour ses prochains emprunts et qu'elle aura davantage de temps pour le faire.*
- *Cet accord est bien entendu un compromis, tant les positions des uns et des autres étaient éloignées au départ. Ainsi, les Français et la BCE consentent aux Allemands une participation des banques (qui, à titre volontaire, sont priées d'échanger une partie de leurs titres grecs actuels contre d'autres titres, moins avantageux, contre l'assurance d'être remboursées grâce à la garantie du FESF), ce qui équivaut à un défaut de paiement, certes « sélectif » et « technique », mais qui correspond malgré tout à « un événement de crédit » tant redouté par la BCE pour le risque d'effet « Lehmann-Brothers » que cela pourrait avoir. Les Allemands consentent aux Français le renforcement du rôle du FESF ; celui-ci pourra notamment racheter de la dette publique, non seulement grecque mais aussi portugaise et espagnole, alors que jusqu'ici seule la BCE pouvait le faire : cela la libère un peu de cette responsabilité qui la place à la limite de ses statuts. De plus, les Français et les Allemands consentent à la BCE que le plan mis au point ne vaut que pour la Grèce, qu'aucun autre État ne pourra être déclaré en défaut ; sa propre crédibilité sera défendue aussi par le fait que le*

FESF pourra la seconder pour racheter des créances douteuses. Mais d'un autre côté, la BCE consent à reconnaître la possibilité de défaut d'un État membre. Quant aux banques, elles consentent à participer au sauvetage : le coût d'un échec de ce nouveau plan leur aurait coûté bien davantage parce qu'elles sont les institutions les plus exposées à la dette publique grecque ; et elles ne subiront pas la taxation dont on les avait menacées.

- *À propos de la participation du secteur privé au sauvetage de l'État grec, on peut accepter le point de vue qu'exprime Harald Hau dans Le Monde du 16 août 2011 : « Les responsables politiques souffrent d'un double handicap dans leurs négociations avec le secteur privé : pour commencer, en raison de compétences insuffisantes et d'informations lacunaires (...) Ensuite, il ne faut pas non plus sous-estimer le lobbying des banques, qui dissuade un grand nombre de responsables politiques de prendre des risques qui soient favorables au contribuable. (...) L'incapacité du politique à agir sur le secteur privé s'explique également par le fractionnement du pouvoir politique en une multitude d'États ».*
- *Quand le premier plan de sauvetage de la Grèce avait été décidé, il était entendu que cela suffirait pour enrayer la crise... En réalité, il n'en fut rien car le temps donné à la Grèce pour dégager un solde primaire positif était trop court. Avec ce nouveau plan, on donne à ce pays davantage de temps, ce qui va permettre d'une part à l'État grec de lancer dans les meilleures conditions possibles son plan de privatisations et d'autre part aux banques grecques de reprendre progressivement leur activité de financement de l'économie.*
- *Comme cela a été expliqué un peu plus haut, si ce plan ne va pas aggraver le déficit de la France, il va cependant alourdir sa dette du montant de la garantie assurée : de 15 milliards d'euros d'ici 2014.*

Dans un entretien donné au journal Le Monde (23 juillet), Kenneth Rogoff considère qu'avec ce plan « il n'y a que des mesures qui permettent, à nouveau, de gagner du temps, quelques semaines face aux marchés. Il manque toujours la solution radicale, déterminante. Les dirigeants européens n'ont pas évoqué clairement le dispositif concernant le Portugal ou l'Irlande. Jusqu'où peut-on soutenir l'Italie ? Quel est l'avenir de l'euro ? Va-t-on créer une union fiscale ? Toutes ces questions sont sans réponse. Ce qui a été dit et fait n'est qu'un pas de plus, le minimum pour éviter un effondrement imminent ».

Au cours de la semaine qui suit ce sommet, les indices boursiers enregistrent les mouvements suivants : - 5,90% pour le CAC40, -5,32% pour le DAX30, -2,55% pour le Footsie, -3,78% pour le Dow Jones, -1,45% pour le Nasdaq et -2,51% pour le Nikkei. L'euro est orienté lui aussi à la baisse et cote aux environs de 1,4250\$.

Dans la nuit du dimanche 31 juillet au 1^{er} août, donc in extremis, un accord est enfin annoncé à Washington entre les Républicains (dont les membres ultraconservateurs du « tea party ») et les Démocrates pour remonter le plafond de la dette publique, de 2100 milliards de dollars, avec à la clé une programmation de réductions des dépenses publiques (les dépenses de sécurité sociale et de « Medicare » ne devraient pas être touchées) ; mais aucune augmentation d'impôts n'est admise). Cet accord sera entériné le lundi 1^{er} août par la Chambre des Représentants et le mardi 2 août par le Sénat. Dans le domaine de l'efficacité économique, ces mesures laissent les marchés inquiets (sera-t-il suffisant pour éviter le déclassement de la dette américaine ?) et les experts sceptiques (ne va-t-il pas aggraver l'atonie de la croissance et le chômage ?). Dans le domaine de la justice sociale, ces mesures suscitent de la colère : ce sont les ménages les plus modestes qui seront pénalisés puisqu'il n'y a pas d'augmentation de la fiscalité pour les plus riches et qu'il y aura des coupes sombres dans les dépenses sociales.

• Août 2011 ->

Le lundi 1^{er} août, la Commission européenne propose de faciliter l'accès aux fonds régionaux de l'UE à 6 pays particulièrement vulnérables à cause de leur dette publique : la Grèce, le Portugal, l'Irlande, la Roumanie, la Lettonie et la Hongrie.

Le jeudi 4 août, la BCE prend deux décisions : non seulement, et conformément aux attentes, elle ne modifie pas ses taux directeurs, mais surtout elle reprend, après 18 semaines d'interruption, ses achats de titres de dettes publiques « périphériques » à cause des réactions des marchés qui sont redevenus très rapidement nerveux, parce que certains investisseurs sont sceptiques quant à l'efficacité des mesures décidées le mois dernier et que d'autres continuent à « jouer » contre la zone euro. Non seulement les taux d'emprunt à 10 ans se sont mis à nouveau à progresser pour la Grèce (presque 15%) mais le risque de contagion que l'on cherche absolument à éviter devient bien réel : les taux imposés à l'Italie (qui est touchée par une double crise, financière et politique) et à l'Espagne (qui est touchée par une double crise, immobilière et bancaire) sont de plus en plus élevés (entre 6% et 6,50%) et risquent de les faire entrer elles

aussi dans la spirale du sur-endettement (alors que les taux des obligations allemandes sont maintenant négatifs en termes réels). De plus, la BCE prolonge son allocation illimitée de crédits aux banques, à taux fixe et pour des périodes allant jusqu'à 3 mois (le marché interbancaire des pays du Sud est proche de l'asphyxie au point de faire craindre un « credit crunch »), et elle remet en place la fourniture illimitée de liquidités à taux fixe et à 6 mois, procédure que la BCE avait utilisée au lendemain de la chute de Lehman Brothers en 2008.

Toutes ces mesures n'empêchent pas les marchés de continuer à baisser, et même fortement.

Parce qu'ils pensent que les achats de titres publics par la BCE vont se limiter aux petits pays de la zone euro qui sont en difficulté depuis déjà un certain temps et qu'elle aura du mal à faire la même chose pour l'Italie et l'Espagne, qui sont d'une tout autre dimension. C'est précisément là que le bât blesse : pour que la BCE prenne le dessus sur les marchés, il faudrait qu'elle puisse statutairement et qu'elle se résolve à créer autant de monnaie que nécessaire pour éteindre les incendies dès que ceux-ci se déclarent ici ou là dans la zone euro. Une autre solution est envisageable pour faire taire la spéculation outrancière qui sévit actuellement sur les marchés : la création d'euro-obligations (ou « eurobonds »). Sur le plan économique, il y a du pour et du contre. Le « pour » est essentiellement économique puisque cela empêcherait les marchés de fixer des taux différents aux pays selon le risque qu'ils représentent : il y aurait au contraire un taux commun qui permettrait aux pays en difficulté de se financer plus avantageusement (parce qu'il y aurait pour ces obligations communes substitution d'un marché plus vaste et plus liquide aux marchés actuels, encore très fragmentés), d'éviter par conséquent le grossissement de leur dette par l'effet boule de neige et ainsi de ne pas subir le diktat des marchés. Pour reprendre l'image de J. Pisani-Ferry, « émettre des euro-obligations consisterait à remplacer la stratégie des Curiaces par celle des Mousquetaires ». Le côté « contre » est essentiellement politique : comme le taux commun sur le marché des eurobonds a des chances d'être plus élevé que le taux dont bénéficient actuellement des pays comme l'Allemagne, cette solution soulève la question de la solidarité intra-européenne, qui est en définitive la question centrale que pose l'avenir de la zone euro. D'un côté, les pays en difficulté seraient mis sous tutelle et, de l'autre, les pays en bonne santé devraient contribuer au sauvetage des premiers. Comment les peuples des uns et des autres pourraient-ils alors réagir ? En plus de cet aspect politique, il y a un problème technique : la zone euro n'a pas de budget propre et n'a pas le pouvoir de lever l'impôt pour rembourser ces euro-obligations. La solution peut être alors la mise en place d'une agence de la dette commune qui émettrait des obligations avec la garantie conjointe et solidaire de tous les États membres, chacun d'eux étant endetté vis-à-vis de l'agence. Il faut être conscient que cette solution aboutit à faire supporter aux contribuables de tous les pays le coût du sauvetage de l'un d'eux : c'est encourager l'aléa moral, cela entre aussi en contradiction avec le principe européen selon lequel la politique budgétaire – et donc la dette publique – est du ressort de chaque gouvernement, et cela ne peut être en tout état de cause envisagé que si des contreparties sont expressément prévues : il faut réformer le PSC de façon à ce que le contrôle des finances publiques soit non plus a posteriori mais a priori (alors la question devient : qui exercerait un tel contrôle ?).

Note 1 : Deux économistes, l'un français – Jacques Delpha –, l'autre allemand – Jakob von Weizsäcker –, proposent d'aménager la solution des eurobonds pour la rendre plus efficace : leur proposition consiste à décomposer la dette souveraine en deux parties. La première, dite « dette bleue », aurait un montant limité à 60% du PIB, serait constituée d'« obligations seniors », garanties conjointement et solidairement par l'ensemble des États membres ; la seconde, dite « dette rouge », concernerait la partie excédant les 60% et serait constituée d'« obligations juniors » qui ne seraient pas garanties par les autres pays : la responsabilité reste donc entièrement nationale. C'est la dette bleue qui prendrait donc la forme d'eurobonds, émis par une agence de la zone euro. Cette proposition rejoint ce que l'on appelle le « plan Bruegel », du nom du think-tank basé à Bruxelles. Mais le « plan allemand », établi par les 5 sages qui composent le Conseil allemand des experts économiques, propose au contraire de mutualiser les dettes publiques au-delà du seuil de 60% du PIB.

Note 2 : au 1/9/2011, les taux à 10 ans vont de 2,14% pour l'Allemagne à 17,77% pour la Grèce, en passant par 2,87 pour la France, 5,05 pour l'Espagne, 5,15 pour l'Italie, 8,56 pour l'Irlande et 10,14 pour le Portugal.

Par la panique des marchés que cela crée, le manque de vigueur de l'économie américaine (l'échec du Président Obama à persuader ses adversaires de ne pas faire de coupes sombres dans les dépenses alimente même des anticipations d'un retour de la récession), les grosses difficultés de la zone euro (les marchés interprètent même les mesures prises par la BCE comme une confirmation de leurs craintes d'une aggravation de la crise au sein de l'eurozone) et les problèmes que connaît aussi le marché des changes (la surévaluation du yen) commencent à faire naître des doutes sur le dynamisme et la stabilité de toute l'économie mondiale, ce qui pourrait transformer petit à petit l'actuelle crise des dettes publiques occidentale en une nouvelle crise économique et financière mondiale. Les deux principaux créanciers des États-Unis et de l'Europe ne s'y trompent pas : la Chine et le Japon en appellent le vendredi 5 à la coopération internationale. Le marché de l'or non plus : le cours du métal jaune va de record en record (soulignons ici une évolution plutôt positive : alors que l'on était encore il y a peu en droit de craindre une bulle spéculative des matières premières, les prix de celles-ci enregistrent de nettes baisses – le prix du baril de « light sweet » avoisine 82\$ alors qu'il avait atteint presque 114\$ au cours du printemps – ce qui est incontestablement un facteur favorable non seulement pour la

reprise mondiale mais aussi pour les anticipations inflationnistes – ce qui pourrait retarder la hausse des taux directeurs de la BCE).

Les réactions des marchés financiers au cours de la première semaine d'août confirment les lignes précédentes : les baisses que ceux-ci enregistrent démontrent qu'ils sont en pleine « déprime ». Le vendredi, le CAC40 en est à sa dixième baisse consécutive, ce qui ne s'est jamais vu depuis la création de l'indice en 1987. Sur cette semaine, l'indice français cède 10,73% (à 3278 points), le DAX30 baisse de 12,89%, le Footsie de 9,77%, le Dow Jones de 5,75%, le NASDAQ de 6,88% et le Nikkei de 5,42%. L'euro cote 1,4290\$.

Le samedi 6 août, surprise générale et nouvelle de la plus grave importance : l'agence **Standard & Poor's** **abaisse la note à long terme de la dette publique américaine**, la faisant passer de AAA à AA+ (et précise que les perspectives sur cette note sont négatives). Le Président Obama, pensant que la décision de relever le plafond de la dette autorisée avait permis d'éviter ce risque, se montre indigné et accuse l'agence d'avoir fait une erreur statistique de 2 000 milliards de dollars... L'agence de notation S&P, qui est considérée comme la plus importante de toutes, motive sa décision par l'insuffisance du programme voté par le Congrès pour stabiliser la dette américaine sur le moyen terme et par le climat politique entre Républicains et Démocrates.

Les conséquences à attendre de ce déclassement peuvent être nombreuses et graves, à des horizons spatiaux et temporels divers : hausse des taux d'intérêt sur la dette américaine, donc alourdissement du déficit budgétaire et plus grande difficulté à le financer, impact négatif sur le dollar, avec ses conséquences sur l'économie mondiale, notamment celles qui proviendront des réactions des créanciers des États-Unis au premier rang desquels se trouvent la Chine et le Japon. L'économie européenne a tout à redouter de la baisse de la note de la dette américaine par S&P : non seulement la baisse probable du dollar va compliquer encore davantage la tâche de nos exportateurs mais aussi les marchés vont être encore plus nerveux et sourcilleux, si c'est possible, pour participer au financement des États de la zone euro qui sont en difficulté. Il se pourrait que la note mise au FESF subisse à plus ou moins brève échéance le même sort que la note de la dette américaine. En effet, on peut craindre, et à très court terme, que le mouvement de panique qui agite en ce moment les marchés des titres et des devises soit accentué (surtout que le marché des bons du Trésor américains joue un rôle de référence pour beaucoup d'autres transactions) ; et il va y avoir de la part de tous les participants aux marchés une réévaluation généralisée des risques. En somme, on craignait il y a déjà quelques jours l'amorce d'une nouvelle crise mondiale et la décision de S&P ne peut que précipiter davantage les choses. Paradoxalement, on en a voulu hier aux agences de notation de n'avoir pas su –ou voulu– annoncer l'imminence de la crise financière des années 2007-2008, et on va leur en vouloir aujourd'hui d'être à l'origine d'une aggravation de la situation économique mondiale.

Dès le soir de ce samedi 6 août, c'est le branle-bas de combat parmi les « grands de ce monde » : conférence téléphonique du G7.

Puis au cours du dimanche 7 août

- conférence du G20 tôt le matin,
- diffusion vers 20h d'un communiqué commun de la France et de l'Allemagne pour réaffirmer leur engagement de mettre scrupuleusement en œuvre les décisions prises lors du Sommet du 21 juillet,
- réunion téléphonique du Conseil des gouverneurs de la BCE à partir de 18h pour ouvrir, semble-t-il, la porte de sa procédure de rachat d'obligations publiques à l'Italie et à l'Espagne.

Sur ce point, trois remarques, la première est de forme et circonstancielle, et les deux autres sont de fond :

1) le communiqué franco-allemand joue un rôle décisif dans ce changement de position du Conseil des gouverneurs de la BCE entre le jeudi 4 et ce dimanche 7 ;

2) l'achat par la BCE d'obligations publiques a pour but, quand elle devient trop faible et que les taux se tendent donc beaucoup, d'augmenter la demande de ces titres publics de façon à ce que les taux restent raisonnables ;

3) mais ce faisant, la BCE alourdit son bilan d'obligations de qualité de plus en plus discutable et cela peut avoir quatre conséquences : la Banque centrale court le risque de devenir une « bad bank » ; il faudrait peut-être alors la recapitaliser comme cela a déjà été fait à la fin de 2010 ; la BCE ne se comporte plus seulement comme un régulateur monétaire mais aussi comme un investisseur financier ; et il peut y avoir conflit d'objectifs entre ces deux rôles : en tant que régulateur monétaire, la BCE pourrait hésiter à prendre telle ou telle mesure de politique monétaire si cela pouvait nuire à tel ou tel pays dont elle aurait beaucoup de titres publics, pour ne pas aller à l'encontre de ses propres intérêts en tant qu'investisseur ; cela équivaut à une remise en cause du principe de son indépendance. Notons que la BCE a déjà acheté à l'heure qu'il est plus de 70 milliards d'euros d'obligations publiques.

- Vers 23h, les ministres de l'économie et des finances du G7 se retrouvent avec les banquiers centraux, sous la Présidence du ministre français F. Baroin, et élaborent un communiqué où, en reconnaissant que la crise est mondiale, affirment qu'ils interviendront autant que nécessaire.
- Ce même dimanche, la Bourse israélienne suspend les transactions parce que ses indices chutent de plus de 6%.
- Et à nouveau la Chine et le Japon appellent à une meilleure régulation de la part des occidentaux, la première sur un ton beaucoup plus critique que le second.

Certes, les taux à 10 ans imposés à l'Italie et à l'Espagne se détendent un peu et les bons du Trésor américain restent une valeur sûre, mais, à l'évidence, toutes ces prises de position dominicales ne suffisent pas pour rassurer les marchés : dès le lendemain matin, le lundi 8, les places asiatiques baissent de 2% à 4% et le prix de l'or continue sa progression. Puis la BCE intervient bel et bien au profit de l'Espagne et de l'Italie. Cela se traduit alors par un rebond des places européennes, mais de très courte durée, puisque dès la mi-journée elles perdent 2% en moyenne (2,15% pour le CAC40), et l'indice de volatilité enregistre une hausse de près de 10% ! Pendant que Wall Street ouvre en nette baisse, les places européennes terminent la journée sur de fortes baisses par rapport au vendredi de la semaine précédente : -4,68% pour le CAC40 (à 3125 points), -5,02% pour le DAX30, -3,39% pour le Footsie, -2,44% pour le libex35 espagnol, -2,25% pour le FTSE MIB italien, -6% pour le ATHEN ASE grec, -4,38% pour le AEX-Index hollandais,... Wall Street ferme la journée sur de fortes baisses aussi : -5,55% pour le Dow Jones et -6,11% pour le Nasdaq.

Le mardi 9, après des départs souvent orientés à la baisse, les marchés se ressaisissent en fin de journée : Nikkei +1,25%, CAC40 : +1,63%, DAX30 : -0,30%, Footsie : +0,52%, Dow Jones : +3,98%, Nasdaq : +5,29%. Cette progression en cours de journée s'explique sans doute par la déclaration faite par le Comité de politique monétaire de la FED : la Banque centrale américaine compte laisser jusqu'à mi-2013 son taux de refinancement à son niveau actuel, donc proche de 0%, et utiliser tous les moyens dont elle dispose pour soutenir une croissance qu'elle constate être plus faible qu'elle ne l'avait prévue et éviter une aggravation du chômage qui reste élevé.

Sur les places financières asiatiques, le mercredi 10 commence par un mouvement positif de reprise mais sans que cela soit pour autant un fort rebond (d'ailleurs, les investisseurs et les observateurs se demandent si ce rebond est purement technique ou s'il annonce effectivement que le fond a été atteint ; la preuve est que l'or est toujours extrêmement recherché, au point de battre un nouveau record historique en cotant presque 1758 \$ l'once, contre moins de 700 avant le déclenchement de la crise des subprimes au cours de l'été 2007...) : +1,05% pour le Nikkei.

Mais sur les places européennes, la suite de la journée renoue avec une tendance nettement baissière, d'une part à cause de rumeurs de dégradation de la note de la dette française et de leur effet délétère sur les valeurs bancaires (est-ce un effet contreproductif de la réunion en matinée à l'Élysée du Président de la République, du Premier ministre, des ministres des affaires étrangères et des affaires européennes, des ministres de l'économie et du budget et du Gouverneur de la Banque de France, réunion qui ne s'est pas tenue plus tôt précisément pour ne pas affoler les marchés et à l'issue de laquelle il est décidé d'accélérer le calendrier en d'annonçant dès le 24 août des « décisions définitives » pour réduire plus vite le déficit, avec un point d'étape le 17 août ?) ; d'autre part à cause d'une ouverture de Wall Street sous le signe d'une nette baisse. Les trois grandes agences de notation (S&P, Moody's et Fitch) démentent alors vigoureusement ces rumeurs mais cela n'empêche pas les marchés de plonger : c'est à cause du « trading algorithmique » et du « flash trading » que pratiquent les « high frequency traders », c'est-à-dire en réalité des « robots traders » ; d'où un « flash crash » ! Tout comme la société tout entière semble devenir de plus en plus violente, les marchés sont eux aussi plus violents qu'auparavant : comme dans certains films de science fiction, les robots traders sont des machines infernales ; elles spéculent à outrance et créent des chocs de volatilité parce qu'elles en vivent. Le CAC40 perd 5,45% (à 3003 points, soit une perte de plus de 25% depuis le 1^{er} juillet), le DAX30 5,13% et le Footsie 3,05%. Il est certain que les rumeurs sont fausses. Y aurait-il donc de la fumée sans feu ? Des auteurs aussi réputés que J. Attali (Le Monde du 11 août) et Ch. Wyplosz (Le Monde du 12 août) expriment souvent brutalement leurs inquiétudes sur la situation économique, financière, sociale et politique de la France. Le second considère que « le point de non-retour n'est pas encore franchi, mais les prémices sont là. Une fois le point de non-retour franchi, le gouvernement ne peut plus rien faire pour empêcher le rouleau compresseur d'avancer (...) Les marchés ne sont ni fous ni méchants. Ils détiennent une grosse part de la dette publique de la France, quelque 1 700 milliards d'euros, soit 85% de notre PIB, et ils sont effrayés de perdre une partie de leurs patrimoines (...) La France est

impardonnable. Nos budgets sont en déficit chaque année depuis 1974 ». Là, il rejoint le premier, J. Attali : « le maître à penser des États n'est ni Keynes ni Schumpeter, c'est Madoff et sa capacité à construire des pyramides de dettes ». Dans un très bel article paru dans Le Monde des 14-15 août 2011, Gérard Bœur montre que l'endettement public et la question de sa réduction concernent les économies occidentales depuis le Moyen-Âge ; et que l'on retrouve en quelque sorte aujourd'hui les mêmes stratégies de désendettement qu'hier.

L'euro baisse et cote 1,4208\$.

La fin de la journée se conclut à Wall Street par une baisse de 4,62% pour le Dow Jones et de 4,09% pour le Nasdaq.

Le jeudi 11 est marqué par une certaine reprise des marchés financiers dès le milieu de journée (Nikkei : - 0,63%, CAC40 : +2,89%, à 3 090 points, SAX30 : +3,28%, Footsie : +3,11%, Dow Jones : +2,48%, Nasdaq : +2,92%. L'euro cote 1,4143\$.



Source : Yahoo.

En soirée de ce jeudi, 4 pays européens –la France, l'Italie, l'Espagne et la Belgique- décident d'interdire temporairement les ventes à découvert sur les valeurs financières (la Grèce les avait interdites en début de semaine). En France, cette décision est une application d'un article du code monétaire et financier qui date du 23/10/2010 selon lequel « en cas de circonstances exceptionnelles menaçant la stabilité du système financier, le président de l'Autorité des marchés financiers ou son représentant peut prendre des dispositions restreignant les conditions de négociation des instruments financiers, pour une durée n'excédant pas quinze jours ».

Une fois de plus, on est dans un dilemme : nécessité de prendre des mesures de régulation exceptionnelles, même temporaires, pour limiter au maximum les effets déstabilisants et même destructeurs de la spéculation ; mais ce faisant, on convainc les marchés que la situation est grave ; d'où un cercle vicieux et la mise en place d'un mécanisme d'anticipations autoréalisatrices.

La vente à découvert ou vente à terme (short selling) existe depuis plusieurs siècles parce qu'elle joue un rôle important dans les opérations de couverture puisqu'elle permet de lutter contre l'incertitude et les aléas de l'avenir, comme cela existe depuis longtemps dans les domaines de l'agriculture et du transport au long cours. Mais elle est un instrument financier qui est souvent à l'origine aussi d'un comportement spéculatif, d'où leur participation active à « l'économie-casino » : quand ils anticipent la baisse du cours de certains titres (et/ou qu'ils veulent « jouer » contre eux), les investisseurs font massivement des ventes à découvert de ces titres (ventes ainsi appelées parce que les investisseurs ne détiennent pas ces titres) pour provoquer une baisse de leurs cours la plus importante possible, de façon à pouvoir les racheter plus tard moins cher, d'où d'importantes plus-values pour eux - sans même parler de l'effet de levier - mais une volatilité des marchés et une vulnérabilité des sociétés concernées. On pourrait dire que la vente à découvert est de l'agiotage à l'envers (l'agiotage, qui vient de l'italien agio, différence, consiste à conserver des biens, des devises ou des valeurs mobilières dont on anticipe la hausse du prix pour retirer des plus-values de leur vente). Les ventes à

découvert se font essentiellement sur des marchés de gré à gré, donc non réglementés. C'est en pratiquant en 1992 d'importantes et juteuses opérations de vente à découvert sur la livre sterling que George Soros s'est fait connaître. Il y a « vente à découvert nu(e) » quand la vente est faite sans avoir de provision préalable par des achats de titres ou par un emprunt.

Interdire la vente à découvert peut avoir un effet pervers : en limitant la spéculation à la baisse, elle peut favoriser excessivement la surévaluation des titres concernés. Et beaucoup d'experts estiment d'une part que la vente à découvert est plutôt une conséquence d'une baisse originelle du cours de tel ou tel titre plutôt que son fait générateur ; et que d'autre part les interdictions sont difficiles à mettre en œuvre et que les entreprises financières peuvent les contourner d'une manière ou d'une autre.

Le vendredi 12, la Commission européenne considère que l'UE est près de créer un cadre harmonisé sur les ventes à découvert. La Grande-Bretagne n'y est pas favorable mais l'Allemagne s'en félicite...

Sur les marchés financiers, la journée de ce vendredi 12 commence à Tokyo par une baisse de 0,20% du Nikkei, mais se prolonge positivement sur les places européennes et américaines : +4,02% pour le CAC40 (à 3214 points), +3,24% pour le DAX30, +4% pour le Footsie, +1,13% pour le Dow Jones et +0,61% pour le Nasdaq.

Au total, pour cette deuxième semaine d'août, pratiquement tous les indices boursiers enregistrent des baisses : -1,7% pour le CAC40 (à 3082 points), -3,82% pour le DAX30, +1,39% pour le Footsie, -1,53% pour le Dow Jones, -0,96% pour le Nasdaq, -3,11% pour le Nikkei. Et l'euro cote 1,4244\$.

Le mardi 16 août, la chancelière allemande retrouve à l'Élysée le Président français pour étudier la situation européenne. À l'issue de leur réunion, ils font un certain nombre de propositions dans une lettre qu'ils adressent au Président du Conseil européen : la constitution d'un gouvernement européen, réunissant deux fois par an, sous la direction du Président du Conseil européen, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro, l'inscription de la « règle d'or » de l'équilibre budgétaire dans les Constitutions de tous les États membres de la zone euro, l'adoption dès 2013 en France et en Allemagne d'une assiette et d'un tarif identiques pour l'impôt sur les sociétés et la relance du projet d'une taxe sur les transactions financières. Par contre, l'Allemagne reste opposée à la solution des euro-obligations. Pour ce qui concerna la France, son gouvernement rejoint la position allemande car il estime que cette solution renchérirait sa dette, avec pour conséquences la nécessité d'adopter une discipline budgétaire encore plus dure et de faire courir le risque d'un déclassement par les agences de notation.

Remarque : la « règle d'or » semble recueillir l'assentiment de responsables gouvernementaux de plus en plus nombreux. Mais il faut se poser la question de savoir s'il s'agit d'une solution miracle pour réaliser le rééquilibrage des finances publiques. En plus des difficultés de mise au point et de mise en œuvre d'une telle règle, deux arguments montrent que les bienfaits attendus doivent être pour le moins relativisés : d'abord, cette mesure ne peut rien contre les causes d'une crise de surendettement privé, et ensuite et surtout, elle entre totalement en contradiction avec la vocation de la politique budgétaire qui est d'être contra-cyclique : si l'évolution conjoncturelle exige une politique de soutien ou de relance de l'activité, soit on contourne la règle et alors elle n'est pas utile, soit on l'applique strictement et alors elle développe des effets pervers.

Sur les places financières, la deuxième semaine d'août enregistre des très fortes baisses, dues essentiellement aux mauvaises performances des valeurs bancaires et aux mauvais indicateurs de l'économie américaine : -7,35% pour le CAC40, -8,64% pour le DAX30, -5,25% pour le Footsie, -4,01% pour le Dow Jones, -6,62% pour le Nasdaq et -2,73% pour le Nikkei. L'or dépasse 1820 \$ l'once (il dépassera 1915\$ le 23/8), l'euro cote 1,4395\$. Le yen et le franc suisse profitent de cette panique boursière pour jouer le rôle de valeurs refuges ; et le diamant en devient une aussi, à son tour... Par ailleurs, le programme de rachat de titres publics par la BCE lancé en mai 2010 et qui doit durer jusqu'à la totale ratification de l'accord du 21 juillet selon lequel le relais doit être pris par le FESF, dépasse maintenant les 110 milliards d'euros.

Le mercredi 24, l'agence Moody's dégrade d'un cran (à Aa3) la note de la dette souveraine du Japon, qui atteint 200% du PIB. Les conséquences économiques du séisme du 11 mars font également partie de l'explication ; les turbulences politiques sans doute aussi.

Pour éviter en quelque sorte à la France la même punition à un moment où les prévisions de croissance sont orientées à la baisse, le gouvernement français annonce ce même mercredi 24 un plan supplémentaire de réduction du déficit avec un alourdissement des impôts et des taxes pour les ménages et pour les entreprises, mais spécialement pour les classes moyennes supérieures (1 milliard cette année et 11 milliards l'année prochaine). Il faut reconnaître que ce plan est courageux en cette période déjà pré-électorale mais la question essentielle que se posent les experts économistes est de savoir s'il suffira.

Dans son édition du 25 août, le quotidien « Le Monde » fait paraître un article de Gérard Lafay (professeur émérite d'économie à l'université Panthéon-Assas) et de Philippe Villin (conseiller stratégique et financier, et ancien directeur du « Figaro »), dont le sous-titre est « il faut reconnaître l'échec de l'euro et revenir aux monnaies nationales ». Les auteurs font trois commentaires de l'histoire récente de la zone euro.

D'abord, ils se félicitent du refus —jusqu'à maintenant— de l'Allemagne d'adopter la solution des eurobonds, et de l'alignement récent de la France sur cette position : « Depuis que la crise de 'euro a commencé —avec l'émergence, en 2010, de la crise des dettes souveraines d'Europe du Sud— et ayant découvert un peu tard qu'elles avaient mis la charrue avant les bœufs en créant une monnaie unique sans fédéralisme, les élites politiques et technocratiques tentent d'imposer —sans votations— des mécanismes de solidarité financière qui conduiraient à une union politique de facto à travers une " Europe des dettes " » (Contradictoirement, on pourrait soutenir que laisser aux peuples la possibilité de s'exprimer sur ce type de sujet peut avoir un effet contreproductif et pervers : cela est d'ailleurs démontré par la réaction du gouvernement finlandais. Avant même la signature de l'accord du 21 juillet, le gouvernement finlandais, obligé de tenir compte du succès aux élections législatives des eurosceptiques, exige de la Grèce le versement d'une caution. Si d'autres pays suivaient l'exemple finlandais, la Grèce pourrait devoir payer un montant voisin de l'aide qui lui est accordée ! En définitive, le sauvetage de la Grèce —et au-delà celui de la zone euro— par la mise en œuvre de l'accord du 21 juillet reste suspendu aux ratifications qui ne seront pas finies avant fin octobre et qui seront soumises aux aléas des climats et calendriers politiques dans les 17 pays).

Ensuite, ils critiquent les politiques budgétaire et monétaire menées jusqu'ici en Europe qui sont suicidaires à leurs yeux ; la politique de rigueur budgétaire parce que, dans le contexte actuel d'un euro surévalué, elle fait courir le risque de déflation ; et la politique monétaire parce qu'elle est trop décalée par rapport à celle de la Fed et qu'elle contrarie le redressement des pays de l'Europe du Centre et du Sud. Il est vrai que les résultats de la zone euro sont très pâles : la croissance est en berne et le chômage ne baisse pas : sa moyenne est de 10%, avec d'ailleurs de forts écarts (l'Autriche affiche un taux de 3,7% -7,8% pour les 15-24 ans— tandis que l'Espagne en est à 21,2% -46,2%—, la France se situant un tout petit peu en dessous de la moyenne pour le taux global de chômage (9,9%) et un peu au-dessus pour le chômage des jeunes (23,4% pour une moyenne de 20,5)).

Enfin, ils estiment que les marchés financiers, convaincus de la nocivité et de l'inefficacité de ces politiques, « vont continuer à massacrer joyeusement les Bourses européennes en général et les valeurs bancaires en particulier ». Ce faisant, « ils anticipent les pertes plus ou moins importantes, selon les pays et les banques ».

En conclusion, les auteurs considèrent que « la seule solution raisonnable consiste à démonter l'euro de manière organisée, aussi vite que possible, avant que tout ne saute. Il faut commencer par le dévaluer massivement, avant d'instaurer un retour ordonné à différentes monnaies nationales ».

Bref, cet article tranche complètement avec celui qu'avait fait paraître J.-H. Lorenzi, Président du Cercle des économistes, dans le même quotidien quelques jours plus tôt (20/8), sous-titré : « ne nous laissons pas aller au catastrophisme ambiant ». Il considère que le rétablissement de notre situation économique et que le sauvetage de la zone euro sont possibles à condition de mener subtilement les politiques indispensables, y compris l'utilisation d'eurobonds, la réduction des dépenses publiques et l'alourdissement de la fiscalité. Mais il reconnaît qu'il faudra vaincre deux difficultés : « la première porte sur le pouvoir d'achat de ces travailleurs souvent non qualifiés aux revenus proches du smic (...) La vraie difficulté est de le maintenir, car se jouent à la fois un problème de consommation globale et le risque de tensions sociales extrêmement fortes. (...) La seconde difficulté, pour laquelle existent des solutions, consiste à bien gérer l'épargne abondante dans notre pays pour maintenir un taux de croissance de la consommation, condition nécessaire à un taux de croissance acceptable. (...) Taux d'épargne un peu plus faible, épargne de long terme pour l'investissement, voilà les conditions pour une trajectoire jouable à la fois pour l'année qui vient et également à plus long terme ». Pour montrer que des atouts existent encore, y compris en France, on peut ajouter à l'argumentation de J.-H. Lorenzi, d'abord que les entreprises françaises ont profité des taux d'intérêt bas pour emprunter sur les marchés et auprès des institutions financières, d'où des flux d'investissements encourageants, ensuite qu'elles ont largement reconstitué leur trésorerie d'exploitation, et enfin que les bénéfices des entreprises du CAC40 vont peut-être croître de 15% en 2011 par rapport à 2010 et s'approcher ainsi de ceux de 2008 qui a été une excellente année. D'ailleurs, en cette fin août, les cours du CAC40 valent encore 8 fois les bénéfices réalisés, certes contre 10 fois mi-février, mais n'est-il pas rationnel pour les investisseurs de revendre les titres des entreprises dont il y a toute raison de craindre une forte diminution des bénéfices ? La panique boursière actuelle n'est pas le fait exclusif des spéculateurs qui alimentent cette panique pour en tirer de substantiels profits : étant donné l'épaisseur des nuages qui bouchent l'horizon, tous les investisseurs, à commencer par les « zinzins », réorganisent leur portefeuille de placements au profit des valeurs refuges (or, franc suisse, ...) et au détriment des titres financiers.

À cause de la panique boursière ambiante, est prolongée l'interdiction des ventes à découvert pour certaines valeurs, notamment bancaires, décidée pour 15 jours le 12 août par l'AMF et par ses consœurs espagnole et italienne, de même que celle décidée par l'autorité grecque le 8 août.

Le vendredi 26, le Président de la Fed n'annonce pas le « QE3 » espéré par certains, tout en s'estimant prêt à mettre en œuvre un nouvel assouplissement quantitatif si le soutien de l'activité le nécessite, et surtout si la politique budgétaire du gouvernement est crédible, notamment en matière de logement.

La dernière semaine pleine du mois d'août se termine sur les marchés actions par des hausses, qui résultent de l'alternance de fortes baisses et de fortes hausses d'un jour à l'autre, ce qui prouve l'indécision des investisseurs : +2,34% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +4,32% pour le Dow Jones, +5,89% pour le Nasdaq et +0,90% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4500\$.

• Septembre 2011 ->

Sur les places boursières, la première semaine du mois se termine certes sur des hausses mais les investisseurs sont déçus par la conjoncture américaine et inquiets sur la situation de la zone euro parce que la Grèce ne parvient pas à s'en sortir (récession et échec de la lutte contre la fraude fiscale) : +1,97% pour le CAC40 (à 3149 points), +0,02% pour le DAX30, +3,14% pour le Footsie, -0,39% pour le Dow Jones, +0,02% pour le Nasdaq et +1,74% pour le Nikkei.

D'ailleurs, dès le lundi suivant, le lundi 5, c'est un véritable vent de panique boursière qui souffle sur les marchés : le CAC40 enregistre une baisse de 4,73% et passe en dessous des 3 000 points. On n'hésite pas à parler de « lundi noir ». Ce sont les valeurs bancaires qui souffrent le plus et le marché monétaire se tend de plus en plus : les établissements financiers entrent à nouveau dans une phase de grande défiance les uns vis-à-vis des autres comme au plus fort de la crise des années 2008-2009. Ce mauvais climat est corroboré par un record atteint par les taux des CDS sur l'Italie et ... la France (« credit default swpas », contrats d'assurance contre les défauts de paiement). Plusieurs économistes en appellent donc à la BCE en souhaitant un retournement de la politique monétaire avec une baisse des taux directeurs.

Le mardi 6, le Nicolas Berggruen Institut fait paraître le rapport établi par son Conseil pour l'avenir de l'Europe dont font notamment partie Tony Blair, Jacques Delors, Felipe Gonzales, Mario Monti et Gerhard Schröder. Le titre du rapport donne d'entrée de jeu le ton : « l'Europe est la solution, pas le problème ». Et suivent cinq propositions : 1) Installer un fonds financier européen à part entière, 2) Recapitaliser efficacement les institutions financières européennes (la très forte baisse des valeurs bancaires montrent que les marchés estiment tout à fait possible la faillite de grands établissements financiers européens), 3) Réaliser une union budgétaire responsable avec un fédéralisme fiscal et un dispositif d'émission d'eurobonds, 4) Résorber la dette de manière ordonnée, 5) Relancer la croissance de moyen et long terme en prenant les mesures budgétaires indispensables et en faisant les réformes structurelles nécessaires, mais en veillant à ne pas compromettre la reprise actuelle qui est fragile à court terme.

Les membres du Conseil pour l'avenir de l'Europe sont décidément bien optimistes, et leur analyse tranche avec les points de vue alarmistes qui sont de plus en plus nombreux à s'exprimer en n'hésitant pas à briser des tabous : ainsi, certains, tels J. Voth, professeur d'économie à Barcelone (Le Monde du 7/9) prétendent que « la mort de l'euro ne sera pas la fin de l'Europe », d'autres, comme le ministre néerlandais des finances, évoquent clairement la sortie de la Grèce de la zone euro (Le Monde du 10/9) : alors qu'on disait hier qu'il fallait sauver la Grèce pour sauver l'euro, on commence à dire aujourd'hui qu'il faut sortir la Grèce pour sauver l'euro.

Il est donc important de poser d'emblée la question juridico-institutionnelle que nous avons déjà évoquée à l'occasion du mois de novembre 2010 : est-il possible pour un État de quitter la zone euro ? En fonction des traités, un État peut demander sa sortie de l'UE (article 50 du Traité de Lisbonne) mais il ne peut pas demander la sortie de la zone euro. Seulement, une sortie de l'UE implique quasi mécaniquement une sortie de la zone euro, tout au moins dans l'état actuel des traités. Et il n'est pas possible pour des États membres d'en exclure un autre : pour assurer sa crédibilité, notamment aux yeux des marchés, la zone euro est conçue comme irréversible et le taux de conversion entre la monnaie nationale et l'euro est irrévocable (art. 140). Par conséquent, si, d'une manière ou d'une autre, la Grèce était évincée de la zone euro, on pourrait craindre que des actions juridiques soient menées pour contester le bien fondé juridique de cette éviction. Indiquons aussi que tout pays entrant dans l'UE a vocation à entrer dans la zone euro à partir du moment où il en remplit les conditions, et à moins d'obtenir des dérogations comme c'est le cas du Royaume-Uni et du Danemark.

Le jeudi 8, lors de la conférence de presse qui suit la réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, et en dehors du fait que les taux directeurs sont maintenus, le Président Trichet insiste sur le contraste qu'il y a entre l'efficacité de la politique monétaire de la BCE en matière de lutte contre l'inflation et de fourniture de liquidités au système bancaire et l'irresponsabilité des gouvernements sur le plan budgétaire.

Le mercredi 7, l'Espagne inscrit dans sa Constitution la « règle d'or budgétaire », à l'instar de l'Allemagne en juin 2009, et que souhaite N. Sarkozy aussi pour la France : en 2012, une limite de 0,4% du PIB doit être mise pour le déficit à partir de 2020.

Le vendredi 9 se rencontrent à Marseille les ministres et les banquiers centraux des 7 pays les plus riches (G7) –en présence de la Directrice générale du FMI-, avant la réunion du G20 du 23. Le sujet principal de préoccupation est la mollesse de la croissance dans un contexte où, comme l'a parfaitement écrit Martin Wolf dans Le Monde du 6, *« les gouvernements qui pourraient dépenser plus s'y refusent, et d'autres qui voudraient dépenser plus ne le peuvent pas »* ; autre façon d'exprimer le dilemme dans lequel se trouve la zone euro selon la situation de ses différents États membres : faut-il appuyer sur l'accélérateur de la croissance ou sur le frein des déficits ? Mais cette réunion du G7-Finances reste en définitive dans les déclarations d'intention, dans le flou et dans l'indécision, voire carrément dans l'incantation.

Le samedi 10, démission du chef économiste de la BCE Jürgen Stark, qui a été naguère l'un des artisans allemands de la construction de la zone euro. Cette démission s'explique de la même façon que le retrait en février dernier d'Axel Weber, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE en tant que gouverneur de la « Buba » : l'un comme l'autre estiment que la BCE ne traite pas la crise de l'euro de manière assez orthodoxe et sont en particulier opposés au rachat de titres publics des pays en difficulté parce qu'ils estiment que cela alourdit dangereusement le bilan de la BCE ; surtout que les pays concernés sont d'un poids de plus en plus important au sein de la zone euro. Ces dissonances au sein même de la BCE montrent que l'on n'est plus à la belle époque de l'unanimité au sein de l'institution, et cela ne peut qu'aggraver les tensions sur les marchés. Le départ prochain du Président Trichet ajoute de l'incertitude et on assiste en plus au développement d'attitudes nationalistes au sein des services de la BCE, les personnels allemands et d'origine nordique prenant de la distance par rapport aux autres. (Notons que J. Stark sera remplacé fin octobre par Jörg Asmussen).

La deuxième semaine du mois se traduit évidemment sur les marchés actions par des baisses très fortes : - 5,52% pour le CAC40 (à 2975 points), -6,29% pour le DAX30, -1,46% pour le Footsie, -2,80% pour le Dow Jones, -0,5% pour le Nasdaq et -2,38% pour le Nikkei (le lundi suivant est comme le précédent un lundi noir, toujours à cause des valeurs bancaires : le CAC40 baisse dans la journée de 4,03% et atteint ce faisant son niveau le plus bas depuis avril 2009). Le marché interbancaire est de plus en plus asphyxié, ce qui exprime le sentiment de défiance qui se développe à nouveau au sein du système bancaire de second rang. Et l'euro recule aussi en cotant 1,3655\$.

Le 14 septembre, trois événements concernent la situation de la Grèce et de la zone euro : d'abord, le ministre des finances de la Pologne (qui assure la présidence tournante de l'UE) estime devant le Parlement européen que l'UE est en danger, ensuite, les BRICS et spécialement la Chine proposent explicitement de venir au secours de la zone euro, notamment en y augmentant leurs investissements, enfin, une visioconférence a lieu entre N. Sarkozy, A. Merkel et G. Papandréou pour faire le point et réaffirmer les engagements du 21 juillet en même temps que le maintien de la Grèce dans la zone euro.

En attendant la fin de semaine, consacrée à une rencontre de deux jours en Pologne des ministres de l'économie et des finances de l'UE, un document établi pour le Comité économique et financier de l'UE insiste sur le risque de « cercle vicieux entre la dette souveraine, le financement des banques et la croissance négative » et considère que « la crise est devenue systémique ». Devant donc la gravité de la situation, les responsables européens –en particulier le Président du Conseil européen et celui de la Commission- semblent décidés à réformer en profondeur la gouvernance de la zone euro. On attend leurs propositions.

Le jeudi 15, interviennent deux événements importants. D'abord, la BCE, la Fed, la BoE, la BoJ et la Banque centrale suisse décident de prêter à 3 mois aux établissements financiers européens les liquidités dont ils peuvent avoir besoin, et ce de manière illimitée. Le but est de détendre le marché interbancaire et donc d'empêcher un quelconque « credit crunch » à une époque où les responsables gouvernementaux sont pris en tenaille entre réduction de la dette et soutien de la croissance. Comme après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire européen s'asphyxie de plus en plus, les banques commerciales

rechignant à se prêter entre elles, d'où des dépôts importants qu'elles font auprès de la BCE. Ensuite, et après de nombreux mois d'atermoiements, un accord intervient entre la présidence (polonaise) des 27 et le Parlement européen sur le durcissement du PSC, qui avait été au contraire adouci en 2005. Ces deux événements, très indépendants l'un de l'autre, ont cependant ceci de commun qu'ils devraient rassurer les marchés. Les indices boursiers montrent bel et bien un franc rebond.

En fin de semaine, la réunion en Pologne de l'Eurogroupe s'est transformée en confrontation avec le Secrétaire au Trésor américain qui avait été convié à y participer par la Pologne, elle-même non membre de la zone euro... En effet, d'un côté on a les États-Unis qui, craignant que la chute éventuelle de la Grèce n'ait un effet systémique non seulement au sein de la zone euro mais aussi sur eux-mêmes, tancent les Européens, lesquels estiment d'un autre côté ne plus avoir de marge de manœuvre.

Sur les marchés financiers, le rebond de jeudi permet de clôturer la semaine sur de belles hausses : +1,90% pour le CAC40 (à 3031 points), +7,39% pour le DAX30, +2,95% pour le Footsie, +4,30% pour le Dow Jones, +6,25% pour le Nasdaq et +1,45% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3799\$, après avoir chuté plus fortement en début de semaine, y compris et surtout par rapport au yen.

Le mardi 20, S&P abaisse la note de la dette souveraine de l'Italie (de A+ à A) à cause non seulement de l'importance de l'endettement public mais aussi du rythme de croissance et du climat politique, et cela à moins d'une semaine après que le Parlement italien ait pourtant décidé un important plan d'austérité pour assainir ses finances publiques (l'Italie a une dette souveraine représentant 120% de son PIB) ; la position de S&P montre le peu de confiance que l'agence a en l'efficacité du plan de rigueur italien. *Cela entraîne d'abord un débat sur le rôle politique des agences de notation : il y a ceux qui condamnent l'immixtion des agences de notation dans les affaires politiques intérieures des pays et il y a ceux qui admettent que le climat politique fasse partie des critères d'évaluation des agences de notation. En tous les cas, la santé de la zone euro n'a pas besoin de cette difficulté supplémentaire, ce qui amène de plus en plus d'experts à briser les tabous évoqués plus haut. Cela amène ensuite à craindre de plus en plus un effet domino exercé par la Grèce sur d'autres membres de la zone euro. On peut d'ailleurs se demander si la mise en défaut de la Grèce en défaut partiel ne serait pas pour les marchés un signe supplémentaire qui ne ferait qu'accentuer cet effet domino : en effet, d'une part, ils pourraient en conclure que les dettes d'autres pays européens pourraient être traitées de la même manière, et, d'autre part, ils pourraient anticiper des sorties en chaîne de la zone euro. Et le risque systémique serait d'autant plus probable que les banques européennes, qui ont déjà à l'heure actuelle perdu entre la moitié et les trois quarts de leur valeur boursière, ne faisaient pas l'objet rapidement d'une recapitalisation, car, si actuellement elles sont encore solvables, leur équilibre financier serait très vite mis à mal si l'effet domino se développait. Mais comme les banques sont naturellement opposées à une telle recapitalisation parce que cela signifie concrètement nationalisation partielle, et qu'elles espèrent que soit fait appel aux contribuables pour rembourser les dettes souveraines, sans contrepartie, ce sont aux pouvoirs publics, donc au politique, de les y contraindre...*

Également le mardi 20, un accord est enfin obtenu entre les États membres et le Parlement sur la gouvernance économique en général et sur la réforme du PSC en particulier. Le « paquet législatif pour la gouvernance économique » sera voté par le Parlement à la fin du mois.

Ce paquet comporte 6 textes :

- Un règlement modifiant la base législative du volet préventif du PSC à partir du nouveau concept de « politique budgétaire prudente », et qui donne à la Commission la possibilité d'adresser un avertissement aux États membres qui s'écarteraient d'une telle politique.
- Un règlement modifiant la base législative du volet correctif du PSC, en donnant plus d'importance à 'évolution de la dette dans la décision d'engager la procédure concernant les déficits excessifs : la limite des 60% du PIB de dette publique est placée sur le même plan que celle du déficit public, de 3% du PIB.
- Un règlement sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire qui prévoit en particulier l'obligation de constituer un dépôt rémunéré en cas de politique budgétaire non prudente et un dépôt non rémunéré en cas de déficit excessif.
- La mise en place d'un mécanisme à « la majorité inversée » pour imposer les sanctions (une sanction sera décidée à moins que le Conseil ne la rejette à la majorité qualifiée).
- Une nouvelle directive du Conseil impose aux pays d'adapter leurs cadres budgétaires aux exigences du PSC.

Le mercredi 21, après 2 jours de discussion, le Comité de politique monétaire de la Fed, le FOMC, annonce de nouvelles mesures pour soutenir le niveau de l'activité économique américaine tout en veillant à contenir

l'inflation (il laisse inchangé son taux directeur). Pour que les taux longs soient orientés à la baisse, plutôt que de décider une troisième QE (« quantitative easing »), la Fed prolonge la maturité moyenne de ses avoirs en valeurs mobilières : elle achètera, d'ici fin 2012, 400 milliards de dollars de titres publics avec des maturités de 6 à 30 ans et vendra une quantité égale de Bons du Trésor d'échéances d'au plus 3 ans (c'est une « opération twist ») ; et le FOMC décide de soutenir aussi le marché immobilier : la Fed achètera des titres adossés à des créances hypothécaires d'organismes de refinancement hypothécaires parapublics comme Fannie Mae et Freddie Mac.

Le même jour, le FMI décide de prolonger de 6 mois son accès aux ressources exceptionnelles que sont les « nouveaux accords d'emprunt » –NAE en Français (New Arrangements to Borrow –NAB en américain).

Le jeudi 22, en marge des assemblées générales du FMI et de la Banque mondiale, se réunissent d'un côté les ministres des finances du G20 et de l'autre ceux des BRICS. Parmi les premiers, ceux qui ne font pas partie de la zone euro font pression sur leurs collègues pour que « le politique » prenne enfin ses responsabilités et prenne urgemment les décisions nécessaires pour sortir des griffes des marchés (sur les places boursières, ce jeudi est un véritable « jeudi noir » : le CAC40 perd 5,25%), pendant que les seconds estiment de plus en plus risqué d'investir dans la zone euro, ce qui ne peut se traduire que par une aggravation de ses perspectives et de la crédibilité en sa monnaie unique (les banques et fonds américains diminuent également leurs placements en Europe). Lequel euro baisse à jusqu'à 1,3501\$.

Le samedi 24, au FMI, face au risque systémique que la situation de la zone euro fait courir à toute l'économie mondiale, les 17 de la zone euro déclarent faire tout le nécessaire pour assurer la stabilité financière de la zone, en admettant qu'ils doivent pour cela aller plus loin que l'accord du 21 juillet. En particulier est de plus en plus avancée l'idée d'accroître les moyens du FESF en lui permettant de demander à la BCE des prêts avec comme garanties les emprunts achetés sur les marchés.

On comprend que sur les marchés actions la fin de la semaine se traduise pas d'importantes baisses : - 7,29% pour le CAC40 (à 2810 point), -6,76% pour le DAX30, -5,62% pour le Footsie, -6,41% pour le Dow Jones, -5,30% pour le Nasdaq et +0,49% pour le Nikkei. L'euro est à 1,3497\$.

Les 26 et 27, les ministres du travail du G20 se réunissent à Paris pour faire inscrire à l'ordre du jour de la réunion du G20 de début novembre à Cannes, sous la présidence française, plusieurs thématiques autour de l'emploi, du travail et de la protection sociale, de façon à donner à la gouvernance mondiale une autre dimension (voir www.g20-g8.com/g8-g20/g20/francais/pour-la-presse/communiqués-de-presse/conclusions-des-ministres-du-travail-et-de-1464.html)

Le jeudi 29, le Bundestag vote à une très confortable majorité l'augmentation du FESF, ce qui constitue une preuve importante de la décision par l'Allemagne d'opter pour la solidarité davantage que pour la rigueur comme elle le faisait jusqu'à maintenant (notons ici que certains, y compris le Président de l'Eurogroupe, relativisent la vertu de rigueur de l'Allemagne en rappelant l'importance de la dette souveraine allemande - 81,7% du PIB cette année- ainsi que les astuces statistiques utilisées pour minimiser le déficit public au sens de Maastricht : voir l'article consacré à ce sujet par Le Monde du 20 novembre).

Sur les places boursières, le mois de septembre se termine sur un net rebond, malgré la persistance des inquiétudes : comme le dit la maxime, « les marchés haussiers naissent dans le pessimisme, se développent dans le scepticisme, atteignent leur maturité dans l'optimisme et meurent dans l'euphorie ». Sur la semaine, le CAC40 gagne +6,12% (à 2982 points), le DAC30 +5,88%, le Footsie +1,22%, le Dow Jones +1,32% et le Nikkei +1,64% ; seul le Nasdaq est en baisse, de 2,73%. L'euro cote 1,3388\$.

Dans un contexte très difficile pour la zone euro, à cause en particulier de la crise des dettes souveraines, et après de très longues tractations, un accord est obtenu entre les États membres et le Parlement sur la gouvernance économique en général et sur la réforme du PSC en particulier. Le « paquet législatif pour la gouvernance économique » est voté par le Parlement en cette fin septembre 2011.

Ce paquet comporte 6 textes, d'où le nom de « six-pack » :

- Un règlement modifiant la base législative du volet préventif du PSC à partir du nouveau concept de « politique budgétaire prudente », et qui donne à la Commission la possibilité d'adresser un avertissement aux États membres qui s'écarteraient d'une telle politique.
- Un règlement modifiant la base législative du volet correctif du PSC, en donnant plus d'importance à l'évolution de la dette dans la décision d'engager la procédure concernant les déficits excessifs : la

limite des 60% du PIB de dette publique est placée sur le même plan que celle du déficit public, de 3% du PIB.

- Un règlement sur la mise en œuvre efficace de la surveillance budgétaire qui prévoit en particulier l'obligation de constituer un dépôt rémunéré en cas de politique budgétaire non prudente et un dépôt non rémunéré en cas de déficit excessif.
- La mise en place d'un mécanisme à « la majorité inversée » pour imposer les sanctions (une sanction sera décidée à moins que le Conseil ne la rejette à la majorité qualifiée).
- Une nouvelle directive du Conseil impose aux pays d'adapter leurs cadres budgétaires aux exigences du PSC.

• Octobre 2011 ->

Le mardi 4 est marqué par deux annonces négatives : l'agence Moddy's dégrade la dette souveraine italienne de 3 crans à A2, et la banque franco-belgo-luxembourgeoise Dexia, qui finance essentiellement les collectivités locales, est au bord de la faillite. Le démantèlement de Dexia semble inexorable : la Belgique approuve la création d'une « bad bank » et la France envisage la reprise d'une partie des activités de Dexia par la CDC et la Banque postale.

Le « choc Dexia » et la menace d'un credit crunch expliquent que le mercredi 5 la chancelière allemande joigne sa voix aux experts comme ceux du FMI et de la BCE qui poussent à une recapitalisation rapide des banques européennes qui présentent un risque systémique. Mais il n'y a pas consensus sur cette recapitalisation, à la fois sur le degré de sa nécessité, sur ses modalités (quelles banques ? pour quels montants ?), et sur ses conséquences, dans la mesure où elle peut avoir des effets pervers sur les finances publiques des États et donc sur leur notation. A. Merkel et N. Sarkozy doivent arrêter leur position en fin de semaine.

Pour J.C. Trichet a lieu le jeudi 6 octobre la dernière réunion du Conseil des gouverneurs : les taux directeurs ne sont pas modifiés mais les mesures non conventionnelles qui avaient été prises en 2008 sont remises au goût du jour : ouverture de l'accès illimité aux liquidités, à taux fixe et pour aussi longtemps que nécessaire, réouverture du guichet de prêts à 1 an et relance du programme d'achats d'obligations sécurisées.

Le vendredi 7, l'agence Fitch baisse les notes des dettes publiques de l'Espagne (de 2 crans, de AA+ à AA-) et de l'Italie (d'un cran, de AA- à A+).

La fin de semaine se termine sur les marchés financiers par des résultats plutôt convenables, vraisemblablement parce que les investisseurs veulent croire en la capacité de décision de responsables politiques pour régler les problèmes de la crise des dettes souveraines et de la solidité des banques : +3,81% pour le CAC40 (à 3096 points), +3,16% pour le DAX30, +4,41% pour le Footsie, +1,74% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq et -1,09% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3378\$.

Le dimanche 9 octobre se tient à Berlin la fort attendue rencontre entre la Chancelière allemande et le Président français sur la crise de la zone euro en général et sur la recapitalisation des banques en particulier. Mais aucun accord ne se dégage sauf sur la nécessité de trouver une solution ! Il y a donc concrètement renvoi à la réunion du G20 qui doit se tenir à Cannes début novembre...

Ce même dimanche se réunit à Bruxelles le Conseil d'administration de Dexia pour entériner la décision de démantèlement prise par les gouvernements français, belge et luxembourgeois : Dexia Banque Belgique va être nationalisée, Dexia Municipal Agency –la branche française- va être reprise par la CDC et la Banque postale.

Le mardi 11, la majorité des députés de Slovaquie rejette le renforcement du FESF : nouveau coup dur pour la zone euro !

Le jeudi 13, l'agence Fitch met en « sous surveillance négative » les notes de long terme de plusieurs banques, dont trois françaises. Pour certains experts, ce type d'information risque de nourrir des anticipations auto-réalisatrices et d'accroître par conséquent de manière cumulative les difficultés de ces banques. Pour d'autres, l'influence des agences de notation est moins déterminante car ils estiment que les agences de notation sont en réalité souvent en retard sur les marchés.

Dans la nuit du 13 au 14, S&P dégrade la note de la dette publique de l'Espagne de AA à AA- à cause des perspectives inquiétantes de croissance, du fort niveau de chômage et d'un mauvais environnement financier.

Lors de la deuxième semaine du mois les indices boursiers enregistrent des hausses qui prouvent que les marchés financiers pensent qu'ils ont été précédemment trop pessimistes : +3,95% pour le CAC40 (à 3218 points), +5,14% pour le DAX30, +3,07% pour le Footsie, +4,88% pour le Dow Jones, +7,60% pour le Nasdaq et +2,65% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3882\$.

Dans la soirée du 17, l'agence Moody's déclare se donner trois mois pour savoir s'il y a toujours une « perspective stable » pour la dette publique française ou au contraire une perspective « négative », ce qui serait alors un premier pas vers la dégradation de la note. Cette nouvelle a l'effet d'un coup de tonnerre non seulement à Paris (qui est d'ailleurs en train de préparer un nouveau train de mesures de rigueur) mais également à Bruxelles car on y craint que cela menace la crédibilité des plans de sauvetage déjà si difficilement mis au point. Cette même agence dégradera le surlendemain la note de la dette espagnole.

Mardi 18, le Président Sarkozy déclare que « notre destin se joue dans les dix jours ». Il multiplie les contacts avec les autorités allemandes mais il ne parvient pas à faire valoir son point de vue quant au renforcement du FESF d'abord, puis à sa transformation en banque ensuite –ce qui permettrait au FESF d'avoir un accès illimité aux ressources de la BCE, ni quant à la résolution de la crise grecque, et pas davantage quant à la question de la recapitalisation des banques. Si bien qu'il est déjà entendu en quelque sorte que le sommet prévu dimanche 23 à Bruxelles ne pourra aboutir (A. Merkel accepte de ne pas le reporter une fois de plus à condition de ne pas traiter du renforcement du FESF) : il faudra une autre réunion au plus tard le mercredi 26... pour qu'une solution soit trouvée, si possible, avant le sommet du G20 à Cannes les 3 et 4 novembre.

Le 19 octobre se tient à Francfort une soirée d'adieux pour le départ de J.-C. Trichet de la Présidence de la BCE. N. Sarkozy et A. Merkel en profite pour se rencontrer à nouveau mais la réunion de solde par un nouvel échec.

Le vendredi 21, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se mettent d'accord, au vu du rapport de la « troïka » -BCE/UE/FMI, sur le principe d'une restructuration de la dette grecque dans laquelle les banques européennes effaceraient entre 50% et 60% de leurs créances sur la Grèce, c'est-à-dire bien davantage que les 21% fixés par l'accord du 21 (si l'allègement de la dette grecque avait été décidé en début d'année, la décote aurait pu être inférieure à 10%...). Ce montant inquiète bien évidemment les banques les plus concernées, à commencer par les institutions financières grecques qui détiennent 15% de la dette publique du pays : un gros effort de recapitalisation va leur être nécessaire. En attendant, l'Europe va verser sa quote-part de la 6^{ème} tranche des 110 milliards d'euros de l'aide décidée pour le sauvetage de la Grèce, soit 5,8 milliards d'euros, mais le FMI n'a pas encore annoncé le versement de la sienne, de 2,2 milliards.

En la fin de cette troisième semaine, sur les marchés actions, les investisseurs sont eux-mêmes perdus, et les cours deviennent extrêmement volatiles : -1,45% pour le CAC40 (à 3171 points), +0,06% pour le DAX30, +0,41% pour le Footsie, +1,41% pour le Dow Jones, -1,14% pour le Nasdaq et -0,79% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3897\$.

Dans la nuit du 26 au 27, les 17 membres de la zone euro se réunissent pendant 10h à Bruxelles, sans compter les heures de négociation qui se sont déroulées auparavant entre les banquiers d'un côté et A. Merkel, N. Sarkozy, le Président du Conseil européen et la Directrice générale du FMI de l'autre. Car il fallait faire accepter des banques qu'elles effacent 50% de leurs créances sur l'Etat grec, soit un coût pour elles de 100 milliards d'euros (la mesure ne concerne donc que les créances privées ; elle ne vise pas les prêts bilatéraux d'autres pays ni les sommes versées par le FMI, ni les obligations rachetées par la BCE). Cela doit permettre en principe de faire passer la dette publique grecque de 165% du PIB aujourd'hui à 120% d'ici 2020, mais il faut alors que la Grèce adopte les réformes nécessaires pour ne pas continuer à produire de la dette. Cette restructuration de la dette grecque est le seul point important de l'accord conclu à l'issue de cette réunion marathon puisqu'il n'y a aucune avancée sur les autres sujets, en particulier le renforcement du FESF et a fortiori sur sa transformation en banque.

Malgré la minceur de l'accord conclu à Bruxelles, les performances boursières de la fin de cette dernière semaine du mois d'octobre montrent un retour de l'optimisme chez les investisseurs : +5,59% pour le

CAC40 (à 3349 points), +6,28% pour le DAX30, +3,89% pour le Footsie, +3,58% pour le Dow Jones, +3,78% pour le Nasdaq et +4,28% pour le Nikkei. L'euro cote 1,4148\$.

Mais patatras le lundi 31 ! Sans avoir prévu que ce soit, le Premier ministre grec, Georges Papandréou, annonce la tenue, début décembre, d'un référendum sur le plan de sauvetage européen. Cette annonce s'explique par la pression qu'exerce socialement et politiquement le peuple grec sur son gouvernement, mais elle remet totalement en cause ce qui a été décidé la semaine précédente à Bruxelles : elle crée donc un véritable électrochoc dans toutes les capitales européennes et déstabilise complètement les marchés financiers puisque le scénario de la faillite de la Grèce devient envisageable et qu'augmente brutalement la probabilité d'un effet de contagion et du risque d'implosion de la zone euro tout entière. Toutes les places financières plongent, en particulier pour ce qui concerne les valeurs bancaires puisque si faillite de la Grèce il y a, ce sont les banques qui seraient les premières exposées à ce défaut total.

Comme le dit J. Pisani-Ferry, ce référendum constitue une « irruption du politique dans un processus technocratique », ce qui pose la question de la place des peuples dans le fonctionnement de l'UE et de la zone euro, donc de celle de la démocratie dans les processus décisionnels. Ce référendum amène en définitive à chercher non seulement si les mesures décidées par nos technocrates et par nos responsables gouvernementaux, souvent sous l'empire des attentes des marchés, avec le souci prééminent de les satisfaire au mieux, ne sont pas prises au mépris du bien-être économique et social des populations et au contraire en faveur des intérêts financiers des institutions financières et des investisseurs sur les marchés, mais aussi si ces mesures ne s'inscrivent pas dans le cadre d'une pensée économique unique, par rapport à laquelle il serait souhaitable de prendre une distance critique. Car les solutions proposées de sorties de la crise grecque conduisent nécessairement à des politiques économiques et sociales drastiques, avec en particulier une forte et coûteuse « dévaluation interne » -qualifiée parfois de « voie lettone»-, c'est-à-dire une diminution des prix et des salaires pour restaurer la compétitivité (voir deuxième partie). Alors qu'une autre stratégie est tout à fait concevable : une modification du partage de la valeur ajoutée –en faveur du travail, pour alimenter la relance de l'activité par la demande-, une régulation des marchés –pour empêcher les excès actuels de la finance-, et une politique industrielle pour réindustrialiser le Sud et en restaurer la compétitivité. Deux économistes peuvent être convoqués ici pour enrichir notre réflexion en la matière : Keynes et Schumpeter.

• Novembre 2011 ->

Le 1^{er} novembre, l'italien **Mario Draghi devient le nouveau Président de la BCE**. Il est le troisième, après Wim Duisenberg (1998-2003) et Jean-Claude Trichet (2003-2011). Lors d'une intervention à Rome en octobre, il avait déclaré : « seuls les pays qui assument leurs propres responsabilités et qui maintiennent leurs engagements sont des partenaires crédibles » (ce propos concernait non seulement la Grèce mais aussi et surtout son propre pays, surtout que l'Italie connaît maintenant des difficultés de plus en plus grandes pour rembourser sa dette souveraine). Il s'affirme aussi très attaché à la stabilité des prix et à l'équilibre budgétaire. Autant dire que cet italien est « germano-compatible ».

Les 3 et 4 se déroule à Cannes, sous la Présidence française, la réunion du G20.

Juste avant le début de la réunion, le Premier ministre grec rencontre le Président français et la chancelière allemande : cette rencontre, forcément très tendue, aboutit à une annonce faite par G. Papandréou lui-même : « la question (du référendum) ne portera pas simplement sur un programme mais sera de savoir si nous voulons rester dans la zone euro ». Et comme l'ont déclaré N. Sarkozy et A. Merkel, « c'est aux Grecs et à eux seuls de décider s'ils veulent continuer l'aventure avec nous ». En tous les cas, est remis à plus tard le versement des 8 milliards d'euros par les États membres de la zone euro et par le FMI pourtant confirmé le 21 octobre. Le couple franco-allemand avertit la Grèce que cette aide serait annulée si elle ne respectait pas ses engagements. Or, sans cette aide, la Grèce pourrait faire faillite en décembre... La confusion générale est encore accrue par l'opposition au référendum de ministres grecs importants, à commencer par celui des finances, et par la perte de la majorité du gouvernement de G. Papandréou au Parlement. Cela rend possible un vote de défiance demain vendredi et des voix de plus en plus nombreuses demandent des élections anticipées plutôt qu'un référendum.

Bien évidemment, cette confusion se traduit sur les marchés par une forte volatilité des cours.

Pendant que le G20 se réunit à Cannes, ce jeudi 3 novembre, la BCE décide, à l'unanimité et contre toute attente, d'abaisser ses taux directeurs : le taux principal passe de 1,50% à 1,25%. C'est une preuve que la Banque centrale estime que la crise des dettes souveraine est grave et qu'il y a un risque de « récession modérée ».

La décision du tout nouveau Président de la BCE mérite un commentaire parce qu'elle marque un tournant important dans la stratégie monétaire de la BCE. Et ce tournant se fait dans la bonne direction car on peut considérer que J.-C. Trichet a commis au moins deux erreurs, d'une part en relevant les taux directeurs il y a quelques mois, ce qui a « plombé » la situation économique et financière déjà difficile de plusieurs pays du Sud et ce qui est vraiment à l'origine de la « crise des dettes souveraines », et d'autre part en prévoyant des achats trop limités de dettes publiques.

C'est également en soirée de ce jeudi 3 que G. Papandréou fait marche arrière, après la pression exercée sur lui, en remettant en cause l'idée du référendum, laquelle sera officiellement abandonnée le lendemain en matinée.

Lors du G20 est entérinée la proposition faite en juillet par le Comité des régulateurs de Bâle d'obliger les 24 plus grandes banques, considérées comme « systémiques », d'élever le niveau de leurs fonds propres par rapport à leurs engagements des 7% réglementaires à entre 8% et 9,5% ; et on apprend que le FMI met l'Italie sous surveillance en y supervisant la mise en œuvre des réformes. La crise grecque n'est même pas terminée (il est exigé des deux grands partis grecs qu'ils s'engagent par écrit à respecter le plan d'économies et de réformes négocié avec les créanciers) que la situation de l'Italie empire de jour en jour : les taux sur les bons du Trésor italien ne cessent de monter et dépassent maintenant 6,50%, ce qui pousse la BCE à intervenir pour qu'ils ne s'élèvent pas davantage. Cela n'empêchera pas le taux à 10 ans de franchir la barre des 7% quelques jours plus tard, ce qui rapproche le cas de l'Italie de ceux de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande. Cela ne peut que compliquer la situation de la France, dont les taux s'écartent d'ailleurs de plus en plus de ceux de l'Allemagne (le « spread » entre les taux à 10 ans -3,344% contre 1,727%- dépasse 1,6 point de pourcentage contre 0,3 avant l'été, et ira de record en record les jours suivants, même si, il faut le souligner, les taux français restent historiquement bas), comme si les marchés considéraient d'ores et déjà notre pays comme la prochaine cible. Surtout qu'ils savent que la force de frappe du FESF est nettement insuffisante (elle vaut 440 milliards d'euros –et les discussions pour la monter à 1000 n'aboutissent pas– pour une dette grecque de 366, une dette italienne de 1924 et une dette française de 1727) et que *Paris et Berlin ne sont pas d'accord sur le rôle que doit adopter la BCE face à la situation actuelle : Paris et d'autres capitales européennes voudraient que la BCE endosse, comme le font déjà la Fed et la BoE, le rôle de PDR (en créant de la monnaie) mais Berlin s'y oppose : non seulement par peur des risques inflationnistes –que les expériences américaine, anglaise et japonaise ne vérifient cependant pas– mais aussi parce que la BCE courrait des risques à venir au secours de tel ou tel Etat –gonflement excessif de son bilan et devenir une « bad bank »– et, si elle devait être renflouée, elle le serait en particulier par l'Allemagne, sans que celle-ci n'ait son mot à dire. Une solution serait en conséquence la mutualisation des dettes souveraines de tous les États membres pour constituer une dette publique unique européenne, avec la garantie conjointe et solidaire de tous les pays ; mais cela nécessite la révision des traités et une grande confiance entre les pays, donc un réel respect des règles.*

Par ailleurs, la France reste très attachée à sa souveraineté budgétaire. Cette question est très délicate car d'un côté elle concerne la vie démocratique nationale et de l'autre la confiance entre pays que nécessiterait la mutualisation des dettes dont il vient d'être question imposerait que la surveillance des politiques budgétaires ne serait plus a posteriori mais a priori. Notons que cette perspective qu'envisage de plus en plus la Commission rejoint une autre proposition à laquelle celle-ci tient beaucoup, celle de la création d'euro-obligations (eurobonds). La BCE affirme de son côté que le rachat qu'elle fait ces temps-ci d'obligations publiques des pays en difficulté de la zone euro est forcément temporaire : autrement dit, la Banque centrale est toujours sur la ligne allemande qui défend bec et ongles les statuts de la BCE et tout spécialement son indépendance.

Bref, le risque de contagion de la crise de la dette souveraine se précise...

Dans la nuit du 4 au 5 G. Papandréou obtient un vote de confiance au Parlement grec mais se prépare à démissionner, ce qu'il fera le 6 au soir.

Il ne faut donc pas s'étonner si cette première semaine de novembre se termine sur les places boursières par de fortes baisses : -6,72% pour le CAC40 (3124 points), -5,69% pour le DAX30, -3,07% pour le Footsie, -2,03% pour le Dow Jones, -1,86% pour le Nasdaq et -1,40% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3791\$.

Le 7, le Premier ministre français F. Fillon annonce un second plan d'économies budgétaires de 65 milliards d'euros d'ici à 2016, dont près de 19 pour la période de 2012-2013.

L'après-midi du mardi 9, S. Berlusconi perd la majorité à la Chambre des députés et quitte le pouvoir qu'il a occupé pendant près de 10 ans : les taux sur la dette de l'Etat italien se détendent un peu et les marchés repartent à la hausse...

Le 10, nomination du nouveau premier ministre grec : Lucas Papadémos.

Sur les places financières, la deuxième semaine montre une rare volatilité, qui s'est un peu calmé le vendredi 11, d'où des résultats mitigés : +0,83% pour le CAC40 (à 3149 points), +1,52% pour le DAX30,

+0,33% pour le Footsie, +1,42% pour le Dow Jones, -0,28% pour le Nasdaq et -3,26% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3751\$.

Le 13, le Président italien charge Mario Monti, professeur d'économie et ancien commissaire européen, de former un nouveau gouvernement.

Au vu de l'évolution des spreads de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, le site « lepoint.fr » n'hésite pas à titrer en fin de semaine (le 18) que la zone euro est au bord de la dislocation. D'ailleurs, au même moment, l'État espagnol est obligé d'emprunter au taux très élevé de 7%, même si le « ratio « bid to cover », certes en diminution, est à 1,5 (ce ratio est le rapport entre la demande de titres par les investisseurs et l'offre de titres publics).

Également en fin de semaine, deux anciens ministres français des affaires européennes qui se sont succédé à l'occasion d'une alternance politique expriment au quotidien Le Monde deux points de vue convergents : « la dictature des marchés, c'est une plaisanterie. Il s'agit d'une quinzaine de pays surendettés arrivés à un tel degré de dérive qu'ils doivent prendre des mesures » (Alain Lamassoure), et « face aux marchés, les politiques sont faibles car ils n'ont pas respecté les règles sur les déficits et la dette, et, dans la crise, ont toujours décidé trop peu et trop tard » (Elisabeth Guigou). Ce propos rejoint au mot près ce qu'écrit Jean Pisani-Ferry dans l'introduction de son livre « Le réveil des démons » (Fayard) paru ce mois-ci : « l'Europe a été dramatiquement lente à surmonter ses hésitations, à trancher ses différends, à agir. Elle a toujours fait trop peu, trop tard, et elle a ainsi dilapidé son capital de crédibilité. Elle a transformé une crise périphérique en crise existentielle ». Et J. Pisani-Ferry a raison de rappeler la conviction qu'avait Jean Monnet, l'un des pères fondateurs de l'Europe, et que toute l'histoire européenne résumée ici démontre constamment : « l'Europe se fera dans les crises, et sera la somme des solutions apportées à ces crises ».

Le lundi 14, lors du congrès de son parti, chrétien-démocrate, la chancelière Angela Merkel relance le chantier de l'Union politique de l'Europe : « Le devoir de notre génération est de compléter l'Union économique et monétaire et de construire une union politique en Europe, étape par étape [...] Cela ne signifie pas moins d'Europe, cela signifie plus d'Europe ». Elle propose « d'abandonner pas à pas des compétences à l'Europe », d'élire au suffrage universel le Président de la Commission européenne, qui deviendrait le gouvernement économique, d'étendre les pouvoirs du Parlement européen et de permettre la création de partis politiques au niveau de l'UE. Cette proposition n'aura aucune réponse des partenaires européens, à commencer par la France.

Le 16 novembre, l'UE adopte deux règlements destinés à surveiller les politiques économiques des États membres au travers d'un mécanisme de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques excessifs. Le premier règlement met en place un mécanisme d'alerte pour détecter de tels déséquilibres ainsi qu'une procédure spécifique pour les corriger, et le deuxième règlement prévoit les sanctions applicables aux États membres dont la monnaie est l'euro.

La détection des déséquilibres macroéconomiques se fait à partir d'un tableau de bord qui comporte 11 indicateurs. 5 concernent les déséquilibres extérieurs : le solde courant, la position extérieure, l'évolution du taux de change effectif réel, l'évolution des parts de marché à l'exportation, l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux. Les 6 autres concernent les déséquilibres intérieurs : le taux de chômage, la variation des prix du logement, la dette publique, la dette privée, la variation du passif des institutions financières, le flux de crédit au secteur privé. L'alerte est donnée quand l'indicateur dépasse une valeur seuil déterminée, comme 60% du PIB pour la dette publique ou 10% pour le taux de chômage.

Quand un déséquilibre jugé excessif est repéré, le Conseil européen peut adopter une recommandation en demandant à l'État membre concerné de présenter dans un délai donné un plan de mesures correctives. Si le calendrier et les mesures sont jugés insuffisants, un deuxième plan de mesures est demandé et si celui-ci n'est pas non plus satisfaisant, une amende annuelle de 0,1% du PIB peut être infligée.

Le vendredi 18, le Premier ministre britannique se rend à Berlin, via Bruxelles, pour rencontrer la Chancelière : sa position est ambiguë puisque d'un côté il souhaite davantage d'intégration de la zone euro pour qu'il n'y ait pas d'aggravation de la crise, ce qui affaiblirait encore davantage l'économie britannique, et de l'autre il s'oppose à la réforme des traités que la chancelière appelle de ses vœux pour renforcer la dimension fédérale de l'Europe parce qu'il craint un isolement progressif de son pays ; surtout que le tandem franco-allemand fait déjà pression depuis quelque temps pour durcir la régulation

financière, ce qui pourrait nuire à la City de Londres. Mais D. Cameron trouve en N. Sarkozy un allié objectif dans la mesure où le Président français n'est pas très favorable à une réforme des traités, non seulement parce que celle-ci demanderait du temps alors que la crise n'attend pas, mais aussi parce qu'elle mettrait à mal la souveraineté nationale en matière budgétaire.

Malgré la formation d'un gouvernement d'union nationale en Grèce et d'un gouvernement « technique » en Italie (et le déplacement de la « troïka » à Rome comme à Athènes), les marchés boursiers sont de plus en plus inquiets sur l'avenir de la zone euro en cette fin de troisième semaine : -4,84% pour le CAC40 (à 2997 points), -4,24% pour le DAX30, -3,29% pour le Footsie, -2,04% pour le Dow Jones, -3,97% pour le Nasdaq et -1,64% pour le Nikkei. Paradoxalement, le taux de change de l'euro semble échapper à la tempête puisque la monnaie européenne cote 1,3524\$.

Le lundi 21, tout en reconnaissant les efforts budgétaires faits par le gouvernement français, l'agence de notation Moody's considère que la faible croissance du pays fait courir de grands risques à son rééquilibrage financier et qu'il lui sera difficile de financer son modèle social tel quel : elle en conclut implicitement que sa note pourrait être dégradée. Ce qui aggraverait la situation par l'amorce d'un cercle vicieux puisque les marchés réagiraient en élevant leurs taux. Il y a causalité circulaire entre les avis des agences de notation et le niveau des taux des marchés : les agences de notation prennent leurs décisions en tenant notamment compte de l'évolution des « spreads » et les taux des marchés réagissent mécaniquement aux annonces des agences. De son côté, l'agence S&P vient de réviser sa méthodologie de notation pour la rendre plus rigoureuse et va l'appliquer systématiquement aux banques dites « systémiques », parmi lesquelles se trouvent en bonne place des banques européennes...

Le mercredi 23, l'État allemand rencontre pour la première fois des difficultés pour se procurer sur les marchés les 6 milliards € qu'il souhaitait emprunter : il n'a pu lever que 3,6 milliards. C'est paradoxal quand on sait que l'État allemand est celui qui en Europe bénéficie de la plus grande confiance auprès des marchés, mais il semble que le taux proposé ne soit pas justement assez rémunérateur et/ou que les investisseurs estiment que les incertitudes qui commencent à planer sur la santé de l'économie allemande justifieraient une prime de risque. Comme souvent dans ces cas-là, c'est la Banque centrale qui va acheter les obligations non vendues pour les revendre plus tard au meilleur prix. On ne peut pas s'empêcher de remarquer que la Banque centrale allemande est contrainte d'utiliser un procédé qui alimente actuellement la polémique quant à savoir s'il faut que la BCE soit un PDR...

Également le 23, la Commission européenne publie un « Livre vert sur la faisabilité de l'introduction d'obligations de stabilité », c'est-à-dire sur la « faisabilité de l'émission commune d'obligations souveraines », c'est-à-dire encore, et de manière plus simple, sur la faisabilité d'euro-obligations. Après avoir listé d'un côté les avantages attendus et de l'autre les conditions requises pour leur mise en œuvre, de façon à éviter tout aléa moral (risque qui est l'argument majeur de l'Allemagne pour s'opposer aux euro-bonds) et à assurer la cohérence avec le traité de l'UE (la France voit dans les euro-bonds non pas une réponse à court terme à la crise actuelle mais l'occasion d'une avancée supplémentaire dans le processus d'intégration et de convergence des États membres à moyen et long termes), ce livre vert examine les trois options principales.

- D'abord, la solution maximale où la substitution est complète entre l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale, avec des garanties conjointes et solidaires. Les avantages en sont un soutien important aux pays les moins bien notés et une bonne liquidité du marché mais les inconvénients principaux sont le risque d'aléa moral et la nécessité de modifier le traité (abrogation de l'article 125 sur le « no bail out »), ce qui peut demander du temps.
- Ensuite, la solution médiane où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale est partielle, avec des garanties conjointes et solidaires. Il y a donc deux manières de couvrir le besoin de financement, avec la distinction des euro-obligations appelées « obligations bleues » et des obligations nationales appelées « obligations rouges ». Le problème essentiel que soulève cette solution est la détermination du critère de partage entre les une et les autres. Une solution serait d'appliquer le critère de 60% du PIB fixé par le traité : l'émission des obligations bleues concernerait la dette inférieure à ce plafond et celle des obligations rouges vaudrait pour la dette dépassant le plafond. Une solution plus « dure », proposée par le Conseil allemand des experts économiques, serait de ne fournir des « fonds de rédemption » aux pays dont le taux

d'endettement dépasse les fameux 60% qu'à concurrence de 40% de leur PIB. Le principal avantage de cette solution médiane est l'équilibre qu'elle crée entre les avantages concédés aux pays les moins bien notés et la défense de la discipline budgétaire. Ses inconvénients sont la différence de taux, un risque de tension entre les pays bien notés et ceux qui ne le sont pas et la nécessité de modifier le traité comme dans le cas de la solution maximale.

- Enfin, la solution minimale où la substitution de l'émission d'euro-obligations à l'émission nationale est partielle aussi mais avec des garanties solidaires et non conjointes. Le partage entre euro-obligations et obligations nationales peut se faire selon la même méthode que dans la solution médiane. Mais, contrairement à la solution médiane, les pays conservent la responsabilité de leur part respective de l'émission des euro-obligations et de celle des obligations nationales : ainsi, chaque pays ne serait responsable que de sa propre dette, et en rien de celle des autres. Cette solution a l'avantage de ne pas exiger une modification du traité puisque, étant certes un premier pas vers la mutualisation des dettes souveraines, elle est en réalité très proche de la situation actuelle, d'où une mise en œuvre rapide ; elle présente aussi l'avantage d'inciter fortement à la discipline budgétaire. Mais elle pose la question de la nature de la garantie sous-jacente aux euro-obligations. « En l'absence d'un rehaussement de crédit quel qu'il soit, la qualité du crédit d'une obligation de stabilité soutenue par des garanties solidaires mais non conjointes, pourrait tout au plus revêtir la qualité moyenne (pondérée) du crédit des États membres de la zone euro. Elle pourrait même être déterminée par la qualité du crédit de l'État membre le moins bien noté, à moins qu'elle ne bénéficie d'une priorité crédible par rapport aux émissions nationales dans le cas de tous les États membres. Ceci réduirait l'acceptation de l'instrument par les investisseurs et les États membres les mieux notés et compromettrait les avantages des obligations de stabilité, notamment leur stabilité en périodes de tensions financières ».

Le jeudi 24 se réunissent à Strasbourg N. Sarkozy, A. Merkel et M. Monti : loin de parvenir à un accord, ils expriment plutôt leurs divergences.

Le vendredi 25, l'agence S&P dégrade la note de la dette belge de AA+ à AA, avec une perspective « négative » à cause tout à la fois des problèmes politiques (fragilité du gouvernement), économiques (faiblesse de la croissance) et financiers (difficulté de financement sur les marchés).

La dernière semaine de novembre se termine mal sur les places financières, tant les nouvelles et les perspectives sont mauvaises, que ce soit aux États-Unis, au Japon et en Europe : -4,67% pour le CAC40 (à 2857 points), -5,30% pour le DAX30, -3,70% pour le Footsie, -4,78% pour le Dow Jones, -5,09% pour le Nasdaq et -3,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3239\$. Ces mauvaises performances boursières s'expliquent non seulement par l'actuelle aggravation de la situation financière de la zone euro et la montée d'un stress interbancaire semblable à celui qui a suivi la faillite de Lehman-Brothers mais aussi par les sombres prévisions qui sont faites maintenant concernant l'évolution de la croissance européenne pour les années qui viennent : l'inquiétude majeure est que l'Europe soit confrontée à la même situation que le Japon durant la décennie 1990 ; comme l'avaient déjà bien montré P. Artus et M.-P. Virard dans leur ouvrage paru l'année dernière : « Pourquoi il faut partager les revenus ».

Le dimanche 27 et le lundi 28, des organes de presse allemands prétendent que l'Allemagne et la France seraient d'accord pour constituer en quelque sorte une mini-zone euro regroupant les 6 pays les moins touchés par la crise, ceux qui bénéficient encore d'un AAA, avec la possibilité pour eux d'émettre des obligations communes –des « obligations d'élite » : on se rapprocherait ainsi des solutions de la mutualisation des dettes publiques et des « eurobonds » tant décriées par ailleurs.

Dans la nuit du dimanche 27 au lundi 28, l'agence Moody's menace tous les pays de la zone euro, y compris l'Allemagne, d'une dégradation de la notation financière de leurs dettes souveraines.

Le 28, le ministre polonais des affaires étrangères, Radek Sikorski, prononce à Berlin un discours très important, au point que l'on peut considérer qu'il est une étape importante dans l'émergence d'un couple germano-polonais comme avait été créé le couple franco-allemand avec De Gaulle et Adenauer. Ce nouveau couple supplantera-t-il le premier dans la construction de l'Europe qui vient ?

Le 30 novembre, annonce par 6 grandes banques centrales (BCE, Fed, BoE, BoJ, Banque du Canada, Banque de la Suisse) qu'elles vont intervenir de manière concertée pour soulager le système bancaire mondial du stress interbancaire dont il souffre de plus en plus et pour éviter par conséquent toute

raréfaction du crédit. Le malaise des banques européennes se propage en effet à toutes les grandes banques mondiales, ce qui explique que les banques de la zone euro ne parviennent plus à se financer en dollars. C'est pour fournir des dollars aux banques européennes que les Banques centrales interviennent ; elles l'avaient déjà fait dans le cadre de la crise de 2007-2008 et, dernièrement, à la mi-septembre.

Le même jour, la Banque centrale chinoise baisse son taux des réserves obligatoires, ce qui signifie qu'elle ouvre quelque peu le robinet du crédit pour remédier à la perte de dynamisme de la croissance.

Ces deux nouvelles emballent les marchés qui enregistrent dans la journée de fortes hausses.

• Décembre 2011 ->

Le jeudi 1^{er} décembre, le Président Sarkozy fait un discours à Toulon, là où il était déjà intervenu le 25 septembre 2008, quelques jours seulement après la faillite de Lehman Brothers, pour demander une réforme profonde du capitalisme. Cette fois-ci, il a fait une analyse argumentée de la crise actuelle mais n'a pas pu avancer sérieusement des solutions, étant donné que l'accord avec l'Allemagne n'est toujours pas conclu. D'ailleurs, le lendemain, A. Merkel annonce aux députés allemands que cet accord n'est pas loin. Il n'empêche qu'elle maintient sa position en faveur d'une réforme des traités devant permettre « une union budgétaire avec des règles strictes, au moins pour la zone euro », et son opposition à une modification des statuts de la BCE. Or, il se trouve que, le 1^{er} décembre, M. Draghi avait précisément laissé penser lors de sa première rencontre avec les députés européens que, tout en réaffirmant que les interventions actuelles de la BCE dans le traitement de la crise des dettes souveraines sont temporaires, la BCE pourrait se montrer plus souple mais à la condition expresse que les États-membres mettent au point un nouveau pacte budgétaire et aillent vers « une intégration économique plus complète ».

Est-ce à dire que la BCE acceptera à plus ou moins brève échéance d'acheter pratiquement sans limite des obligations étatiques des pays en difficulté ; cette création monétaire, qui ferait d'elle un PDR, serait l'arme absolue contre la spéculation des marchés.

Signalons que lors du déjeuner qu'il prend avec le Président français le 2 décembre le premier ministre britannique David Cameron manifeste son opposition à la proposition allemande de réformer les traités pour réaliser une union budgétaire, pour vraisemblablement ne pas avoir à affronter les eurosceptiques de son pays.

En marge des ces diverses déclarations, il faut noter que le spread entre les taux à 10 ans allemand et français se réduit pour atteindre 100 points de base contre plus du double en novembre (le taux français est le 1/12 de 3,070% contre 2,178% pour le taux allemand).

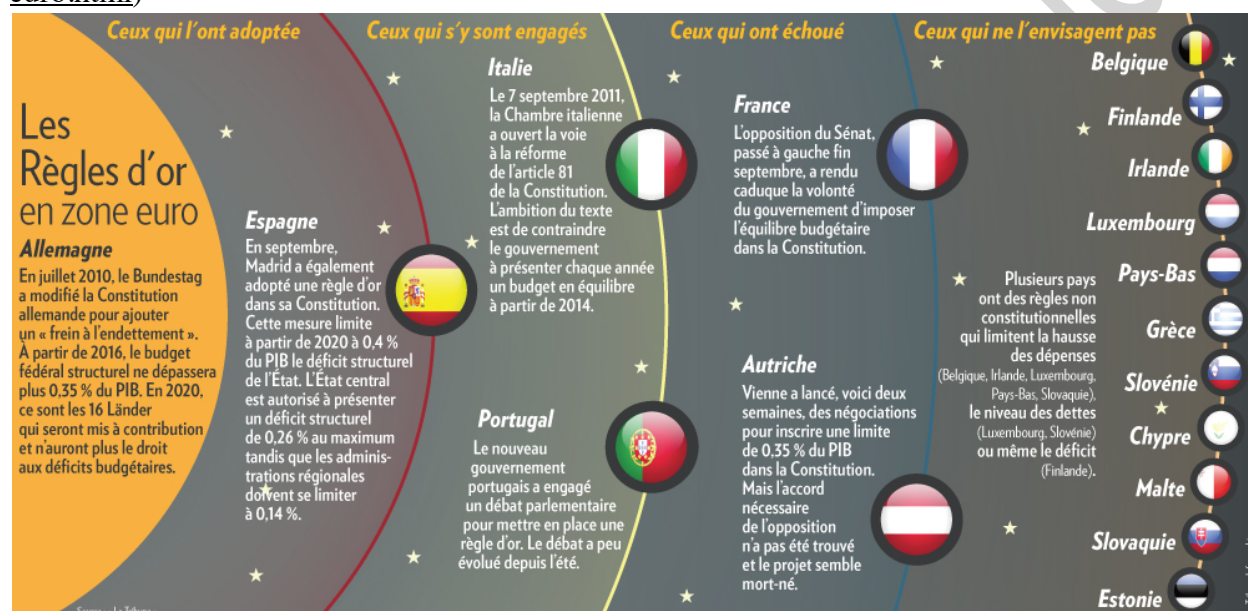
Malgré quelques dissonances dans les déclarations des principaux décideurs concernés par la crise de l'euro, la tonalité générale est jugée très positive par les marchés, spécialement depuis la décision prise par les grandes banques centrales d'intervenir de manière concertée : la première semaine de décembre est marquée par de fortes progressions des cours : +10,78% pour le CAC40 (à 3165 points), +10,70% pour le DAX30, +7,51% pour le Footsie, +7,01% pour le Dow Jones, +7,59% pour le Nasdaq et +5,93% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3392\$.

Le lundi 5, A. Merkel et N. Sarkozy ont un déjeuner de travail à l'Élysée pour préparer le Sommet européen de la fin de la semaine à Bruxelles. Il en ressort un début d'accord. Les deux dirigeants se sont mis d'accord sur une réforme du traité, mais comme N. Sarkozy pense que des pays pourront s'y opposer (en particulier les Anglais), si cela ne peut se faire à 27, cela pourrait se faire alors à 17. Notons que le Président du Conseil européen n'est pas favorable à une quelconque réforme du traité, surtout à 17, ce qui, selon lui, mettrait forcément à mal la cohésion de l'UE. Il préfère que l'on développe les « coopérations renforcées » ; ce qui est également l'avis exprimé dans l'article de G. Klossa et de M. Joao Rodrigues, paru dans Le Monde du 8 décembre. Par contre, le Président de l'Eurogroupe est favorable à une telle réforme du traité, même à 17, mais à la condition qu'elle soit rapide (voir l'entretien qu'il accordé au journal Le Monde dans l'édition du 9 décembre). Cette réforme du traité aurait essentiellement pour but de rendre automatiques les sanctions contre les États qui dépasseraient la norme de 3% du PIB pour leur déficit budgétaire. De plus, si N. Sarkozy s'est rallié à l'idée de la règle d'or, il n'a pas accepté celle de confier le contrôle des budgets nationaux par la Cour de Justice du Luxembourg, pour laisser ce pouvoir de contrôle aux Cours ou Conseils constitutionnels nationaux. Et A. Merkel reste opposée aux euro-obligations. Les deux dirigeants sont d'accord pour que les banques privées ne participent plus au

sauvetage des pays en difficulté, dont la dette serait dorénavant restructurée uniquement selon les règles du FMI, pour que le Mécanisme européen de stabilité (le MES, successeur annoncé pour 2012 du FESF) voie ses fonds débloqués non plus à l'unanimité mais à la majorité qualifiée (85%) et ils souhaitent que des réunions des Chefs d'État ou de gouvernement aient lieu chaque mois tant que dure la crise. Ils sont d'accord aussi pour ne pas renforcer les pouvoirs du Parlement européen. Mais ils ne disent rien sur l'élargissement éventuel du rôle de la BCE : est-ce à dire qu'ils la laissent jouer de fait un rôle de PDR vis-à-vis des pays les plus en difficulté ?

Le hasard (?) veut que ce soit ce même lundi que l'agence S&P place en « surveillance négative » 15 pays sur les 17 que compte la zone euro, c'est-à-dire tous ses États membres, y compris les 6 qui ont AAA, mais sauf la Grèce et Chypre... dont la dette est déjà très dégradée. L'agence estime que « les tensions systémiques dans la zone ont augmenté ces dernières semaines jusqu'au point de faire pression à la baisse sur le degré de solvabilité de la zone euro dans son ensemble ». Et elle attend de pied ferme les résultats du Sommet européen des 8 et 9, spécialement en matière de gouvernance.

Note : Concernant la « règle d'or » budgétaire, on ne peut pas dire que les différents pays de la zone euro soient sur la même longueur d'onde comme le montre très bien le tableau suivant, proposé par « La Tribune » : (www.latribune.fr/actualites/economie/international/infographie-les-regles-d-or-en-zone-euro.html)



Jeudi 8, comme tous les premiers jeudis de chaque mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunit. Plusieurs décisions importantes sont prises ; toutes traduisent le souci principal de la BCE : éviter un « credit crunch ».

Et d'abord, une nouvelle baisse des taux directeurs (le Refi passe à 1%).

Ensuite, le soutien pratiquement inconditionnel aux banques commerciales de la zone euro, comme le précise l'extrait suivant de la conférence de presse faite par le Président de la BCE : « Dans le cadre de ses efforts continus pour soutenir la situation de liquidité des banques de la zone euro, et à la suite de l'action coordonnée annoncée par les banques centrales le 30 novembre 2011, visant à fournir de la liquidité au système financier mondial, le Conseil des gouverneurs a également décidé ce jour l'adoption de nouvelles mesures non conventionnelles. Ces mesures doivent permettre un meilleur accès du secteur bancaire à la liquidité et faciliter le fonctionnement du marché monétaire de la zone euro. Elles devraient favoriser l'octroi de crédits aux ménages et aux sociétés non financières. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a décidé :

Premièrement, d'effectuer deux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de 36 mois et assorties d'une option de remboursement anticipé après un an. Ces opérations seront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Le taux de ces opérations sera égal à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant leur durée respective. Les intérêts seront versés à l'échéance de chacune des opérations. L'adjudication de la première opération interviendra le 21 décembre 2011 ; elle remplacera l'opération principale de refinancement d'une durée de 12 mois annoncée le 6 octobre 2011.

Deuxièmement, d'accroître la disponibilité des garanties en abaissant le seuil de notation pour certains titres adossés à des actifs (ABS). Outre les ABS déjà éligibles aux opérations de l'Eurosystème, les ABS ayant une deuxième meilleure notation

d'au moins « simple A » dans l'échelle de notation harmonisée de l'Eurosystème au moment de l'émission, et à toute date ultérieure, et dont les actifs sous-jacents comprennent des prêts hypothécaires et des prêts aux petites et moyennes entreprises, seront éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème. En outre, les banques centrales nationales seront autorisées, à titre temporaire, à accepter en garantie des créances privées performantes supplémentaires (à savoir des prêts bancaires) respectant des critères d'éligibilité spécifiques. La responsabilité de l'acceptation de ces créances privées incombera à la banque centrale nationale autorisant leur utilisation. Ces mesures prendront effet dès la publication des actes juridiques concernés.

Troisièmement, de réduire le taux des réserves, qui est actuellement de 2 %, à 1 %. Cette mesure libérera des garanties et soutiendra l'activité du marché monétaire. En raison de la politique pratiquée par la BCE consistant à servir la totalité des soumissions dans ses opérations principales de refinancement et de la façon dont les banques font usage de cette option, le système des réserves obligatoires n'a plus autant de nécessité que dans des circonstances normales pour orienter les conditions du marché monétaire. Cette mesure prendra effet à compter de la période de constitution commençant le 18 janvier 2012.

Quatrièmement, de cesser temporairement, à compter de la période de constitution débutant le 14 décembre 2011, d'effectuer des opérations de réglage fin le dernier jour de chaque période de constitution. Il s'agit d'une mesure technique destinée à soutenir l'activité du marché monétaire. (...) Comme souligné à plusieurs reprises, toutes les mesures non conventionnelles sont, par construction, de nature temporaire ».

Par contre, et contrairement aux prévisions ou aux souhaits de beaucoup, la BCE ne prévoit pas d'aider plus significativement les pays en difficulté en leur achetant davantage des obligations publiques. Elle réaffirme la nécessité d'un nouveau pacte budgétaire et de réformes structurelles :

« tous les gouvernements de la zone euro doivent, de toute urgence, faire le maximum afin de favoriser la soutenabilité budgétaire dans l'ensemble de la zone. Un nouveau pacte budgétaire, comprenant à la fois une réaffirmation fondamentale des règles budgétaires et les engagements budgétaires déjà pris par les gouvernements de la zone euro, constitue la condition préalable la plus importante pour restaurer le fonctionnement normal des marchés financiers. Les responsables politiques doivent corriger les déficits excessifs et tendre vers des budgets équilibrés au cours des années à venir, en déterminant et en mettant en œuvre les mesures d'ajustement nécessaires. Cette évolution favorisera la confiance du grand public quant à la solidité des actions entreprises, renforçant ainsi le climat économique général.

Pour accompagner l'assainissement budgétaire, le Conseil des gouverneurs a appelé à maintes reprises à des réformes structurelles audacieuses et ambitieuses. Menés de pair, l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles renforceraient la confiance, les perspectives de croissance et la création d'emplois. Des réformes fondamentales doivent être immédiatement mises en œuvre afin de permettre aux pays de la zone euro d'améliorer leur compétitivité, d'accroître la flexibilité de leurs économies et de rehausser leur croissance potentielle de long terme. Les réformes du marché du travail doivent s'attacher à éliminer les rigidités et à accentuer la flexibilité des salaires. Les réformes des marchés de produits doivent viser à l'ouverture complète de ces marchés à une concurrence accrue ».

Les 8 et 9 décembre se tient à Bruxelles un Sommet européen souvent considéré comme celui de la dernière chance pour sauver la zone euro. L'un des faits importants est que le Royaume-Uni se désolidarise des décisions prises, ce qui fait titrer Le monde du 10 : d'un côté, « L'Europe à 27, c'est fini » et de l'autre, « La zone euro court-circuite le Royaume-Uni » : en effet, les 17 n'ont pas pu faire autrement que de décider de négocier entre eux un traité intergouvernemental, et cela pour essentiellement y inscrire noir sur blanc un nouveau pacte budgétaire. Si, mis à part le R.-U, tous les pays de l'UE mais hors zone euro s'y rallient, on aura à faire à une nouvelle Europe à 26 au lieu de 27. Cela confirme l'objectif qu'ont les Britanniques depuis le tout début de l'histoire européenne : seule l'Europe-grand marché les intéresse, pas l'Europe monétaire et encore moins l'Europe politique. Le gouvernement de D. Cameron est le gouvernement le plus euro-sceptique que le R.-U. a connu. Seulement, à se désolidariser ainsi et à s'isoler de cette manière, leurs propres intérêts, c'est-à-dire ceux de la City, peuvent en subir négativement des conséquences étant donné que l'UE à 26 pourra prendre des décisions sur la régulation financière qui leur soient contraires. Cela explique que des milieux d'affaires britanniques expriment des réserves sur la position de leur gouvernement. Quand Le Monde écrit « l'Europe à 27 c'est fini », on peut se demander si le sauvetage de la zone euro ne conduit pas à la mort de l'Union européenne ou tout au moins à une transformation profonde de son fonctionnement et à un changement considérable de sa trajectoire.

Voici le texte de la déclaration finale :

« L'Union européenne et la zone euro ont consenti beaucoup d'efforts au cours des dix-huit derniers mois pour améliorer la gouvernance économique et adopter de nouvelles mesures en réponse à la crise de la dette souveraine. Néanmoins, les tensions sur les marchés de la zone euro se sont intensifiées, et nous devons redoubler d'efforts pour relever les défis actuels. Aujourd'hui, nous sommes convenus de progresser sur la voie d'une union économique plus forte. Pour ce faire, nous devons agir dans deux directions :

- *un nouveau pacte budgétaire et une coordination accrue des politiques économiques;*
- *le développement de nos instruments de stabilisation pour faire face aux problèmes à court terme.*

Une architecture renforcée pour l'Union économique et monétaire

1. La stabilité et l'intégrité de l'Union économique et monétaire et de l'Union européenne dans son ensemble requièrent la mise en œuvre rapide et déterminée des mesures déjà arrêtées, ainsi que d'autres évolutions qualitatives vers une réelle "union de stabilité budgétaire" au sein de la zone euro. À côté de la monnaie unique, il est indispensable de disposer d'un pilier économique solide s'appuyant sur une gouvernance renforcée pour favoriser la discipline budgétaire et une plus grande intégration dans le marché intérieur, ainsi qu'une croissance plus forte, une compétitivité accrue et la cohésion sociale. Pour atteindre cet objectif, nous prendrons pour base et renforcerons ce qui a été réalisé au cours de ces dix-huit derniers mois : le Pacte de stabilité et de croissance renforcé, la mise en œuvre du semestre européen débutant ce mois-ci, la nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques et le pacte pour l'euro plus.

2. Ayant à l'esprit cet objectif primordial et fermement déterminés à surmonter ensemble les difficultés que nous connaissons actuellement, nous nous sommes mis d'accord aujourd'hui sur un nouveau "pacte budgétaire" et sur une coordination nettement renforcée des politiques économiques dans des domaines d'intérêt commun.

3. Cela nécessitera un nouveau contrat entre les États membres de la zone euro prenant la forme de règles communes et ambitieuses traduisant dans un nouveau cadre juridique leur ferme détermination politique.

Un nouveau pacte budgétaire

4. Nous nous engageons à mettre en place une nouvelle **règle budgétaire**, comportant les éléments suivants :

- Les budgets des administrations publiques sont à l'équilibre ou en excédent; ce principe est réputé respecté si, d'une manière générale, le déficit structurel annuel n'excède pas 0,5 % du PIB nominal.

- Cette règle sera également introduite dans les systèmes juridiques nationaux des États membres au niveau constitutionnel ou équivalent. La règle prévoira un mécanisme de correction automatique qui sera déclenché si un écart est constaté. Ce mécanisme sera mis au point par chaque État membre sur la base de principes proposés par la Commission. Nous reconnaissons la compétence de la Cour de justice pour vérifier la transposition de cette règle au niveau national.

- Les États membres progressent vers leur niveau de référence spécifique selon un calendrier proposé par la Commission.

- Les États membres qui font l'objet d'une procédure pour déficit excessif soumettent à la Commission et au Conseil, pour approbation, un programme de partenariat économique détaillant les réformes structurelles nécessaires pour assurer une correction véritablement durable des déficits excessifs. La mise en œuvre du programme, et les plans budgétaires annuels compatibles avec celui-ci, seront surveillés par la Commission et le Conseil.

- Un mécanisme sera mis en place afin que les États membres puissent donner à l'avance des indications sur leurs plans nationaux d'émission de dette.

5. Les **règles régissant la procédure pour déficit excessif (article 126 du TFUE) seront renforcées dans les États membres de la zone euro**. Dès que la Commission aura établi qu'un État membre enfreint la règle du plafond des 3 %, il y aura des conséquences automatiques, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. Des mesures et des sanctions, proposées ou recommandées par la Commission, seront adoptées, à moins que les États membres de la zone euro ne s'y opposent à la majorité qualifiée. La spécification du critère d'endettement en termes de référence numérique pour la réduction de la dette (règle du 1/20e) pour les États membres dont la dette publique dépasse 60 % doit être intégrée dans les nouvelles dispositions.

6. **Nous examinerons rapidement les nouvelles règles proposées par la Commission le 23 novembre 2011** concernant i) le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et la correction du déficit excessif dans les États membres de la zone euro et ii) le renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États membres connaissant ou risquant de connaître de graves difficultés en ce qui concerne leur stabilité financière dans la zone euro. Nous engageons le Conseil et le Parlement européen à examiner rapidement ces réglementations de sorte qu'elles soient en vigueur pour le prochain cycle budgétaire. Conformément à ce nouveau cadre juridique, la Commission examinera en particulier les principaux paramètres de la position budgétaire dans les projets de plans budgétaires et, au besoin, adoptera un avis sur ces plans. Si la Commission constate un non-respect grave du Pacte de stabilité et de croissance, elle demandera un projet de plan budgétaire révisé.

7. Pour le plus long terme, nous continuerons à rechercher la manière d'approfondir encore l'intégration budgétaire de façon à mieux refléter notre degré d'interdépendance. Ces questions feront partie du rapport qui sera présenté en mars 2012 par le président du Conseil européen en coopération avec le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe. Ces derniers rendront également compte des relations entre l'UE et la zone euro.

Renforcement de la coordination des politiques et de la gouvernance

8. Nous sommes convenus de recourir plus activement à une coopération renforcée sur les questions qui sont essentielles au bon fonctionnement de la zone euro, sans porter atteinte au marché intérieur.

9. Nous sommes déterminés à œuvrer en faveur d'une politique économique commune. Une procédure sera mise en place afin que toutes les grandes réformes de politique économique envisagées par les États membres de la zone euro soient débattues et coordonnées au niveau de la zone euro, en vue de définir une méthode d'évaluation des meilleures pratiques.

10. La gouvernance de la zone euro sera renforcée ainsi qu'il a été convenu lors du sommet de la zone euro du 26 octobre. En particulier, les sommets ordinaires de la zone euro se tiendront au moins deux fois par an.

Renforcement des outils de stabilisation

11. Les réformes à long terme telles que celles qui sont exposées plus haut doivent s'accompagner d'une action immédiate visant à répondre énergiquement aux tensions que connaissent actuellement les marchés.

12. L'effet de levier du Fonds européen de stabilité financière (FESF) sera rapidement activé au moyen des deux options concrètes approuvées par l'Eurogroupe le 29 novembre. Nous nous félicitons que la BCE soit disposée à intervenir comme agent du FESF dans le cadre de ses opérations de marché.

13. Nous convenons **d'accélérer l'entrée en vigueur du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité (MES)**.

Ce traité entrera en vigueur dès que les États membres représentant 90 % des engagements en capital l'auront ratifié. Notre objectif commun est que le MES entre en vigueur en juillet 2012.

14. S'agissant des **ressources financières**, nous convenons de ce qui suit :

- le FESF demeurera actif dans le financement de programmes qui ont été lancés jusqu'à la mi-2013, comme prévu dans l'accord-cadre ; il continuera d'assurer le financement des programmes en cours en fonction des nécessités ;
- nous réévaluerons en mars 2012 le caractère adéquat du plafond global du FESF/MES fixé à 500 milliards d'euros (670 milliards de dollars américains) ;
- lors de la phase initiale de mobilisation du capital versé, nous sommes disposés à accélérer les versements de capital afin de maintenir un ratio minimal de 15 % entre le capital versé et l'encours des émissions du MES et de garantir une capacité de financement effective combinée de 500 milliards d'euros ;
- les États membres de la zone euro et les autres États membres envisageront, et confirmeront dans un délai de dix jours, la mobilisation de ressources supplémentaires pour le FMI d'un montant pouvant aller jusqu'à 200 milliards d'euros (270 milliards de dollars américains), sous la forme de prêts bilatéraux, afin que le FMI dispose de ressources suffisantes pour faire face à la crise. Nous espérons que des contributions parallèles seront apportées par la communauté internationale.

15. Nous marquons notre accord sur les **ajustements suivants du traité instituant le MES, dans le but de le rendre plus efficace** :

- s'agissant de la **participation du secteur privé**, nous respecterons à la lettre les principes et pratiques bien établis du FMI. Cela apparaîtra sans ambiguïté dans le préambule du traité. Nous réaffirmons clairement le caractère unique et exceptionnel des décisions prises le 21 juillet et les 26 et 27 octobre concernant la Grèce ; des clauses d'action collective normalisées et identiques seront prévues, de façon à préserver la liquidité du marché, dans les conditions dont seront assorties toutes les nouvelles obligations d'État libellées en euros ;
- pour que le MES soit en mesure de prendre les décisions nécessaires quelles que soient les circonstances, **les règles de vote au sein du MES seront modifiées pour y intégrer une procédure d'urgence**. La règle prévoyant une prise de décision d'un commun accord sera remplacée par une majorité qualifiée de 85 % au cas où la Commission et la BCE concluraient qu'une décision urgente liée à une aide financière est nécessaire si la viabilité financière et économique de la zone euro est menacée (Sous réserve de confirmation du parlement finlandais).

16. Nous nous félicitons des mesures prises par l'Italie ; nous nous réjouissons par ailleurs de la détermination du nouveau gouvernement grec, et des partis qui lui apportent leur soutien, à mettre en œuvre intégralement son programme, ainsi que des progrès importants accomplis par l'Irlande et le Portugal dans la mise en œuvre de leurs programmes.

Certaines des mesures décrites plus haut peuvent faire l'objet de décisions relevant du droit dérivé. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro estiment que les autres mesures devraient figurer dans le droit primaire. En l'absence d'unanimité parmi les États membres de l'UE, ils ont décidé de les adopter au moyen d'un accord international à signer en mars ou à une date antérieure. L'objectif demeure d'intégrer ces dispositions dans les traités de l'Union le plus rapidement possible. Les chefs d'État ou de gouvernement de la Bulgarie, du Danemark, de la Hongrie, de la Lettonie, de la Lituanie, de la Pologne, de la République tchèque, de la Roumanie et de la Suède ont évoqué la possibilité de prendre part à ce processus après consultation de leurs parlements le cas échéant ».

Le projet de traité intergouvernemental, préparé par la Commission, et qui doit être signé d'ici mars 2012, sera présenté aux 26 membres dès le vendredi 16 et les négociations démarreront le mardi 20.

Ce texte soulève en particulier deux questions :

- 1) *Sur le plan juridique, un accord intergouvernemental entre un certain nombre d'États membres peut-il impliquer les institutions européennes, notamment la BCE et le Parlement européen, qui, par définition « appartiennent » aux 27 ?*
- 2) *Sur le plan économico-financier, le carcan budgétaire prévu pour les politiques budgétaires nationales fait rapidement l'objet de deux critiques : d'abord, ce carcan peut aussi bien être considéré soit comme non conforme aux traités actuels soit au contraire comme inutile dans le cadre de ces mêmes traités, et ensuite, rien n'est prévu corrélativement en matière de politique européenne en faveur de la croissance économique. Finalement, la question est de savoir si un PSC éventuellement révisé mais surtout effectivement appliqué ne serait pas suffisant.*

Après des États, des collectivités locales et des banques, S&P met le vendredi 9 sous surveillance négative plusieurs compagnies d'assurances européennes, dont, pour la France, Axa, CNP et CCR.

D'ailleurs, les performances des marchés financiers en fin de semaine sont mitigés : +0,23% pour le CAC40 (à 3172 points), -1,55% pour le DAX30, -0,42% pour le Footsie, +1,37% pour le Dow Jones, +0,76% pour le Nasdaq et -1,24% pour le Nikkei.

Ces résultats mitigés reflètent la schizophrénie intrinsèque des marchés puisque d'un côté ils exigent l'assainissement des finances publiques par l'adoption de plans de rigueur mais, d'un autre côté, ils attendent en même temps des perspectives de croissance économique.

L'euro baisse en cotant 1,3387\$. La monnaie unique commence à subir les conséquences de la crise de la zone euro : elle va continuer à baisser puisqu'elle passera sous 1,30\$ le 15 ; ce qui présente, comme d'habitude, des avantages (pour tirer l'activité par les exportations) et des inconvénients (en nourrissant

l'inflation importée).

Le graphique suivant résume l'évolution du taux de change EUR-USD depuis le lancement de l'euro :



Le vendredi 16, l'agence Moody's dégrade de deux crans la note de la dette belge, avec une perspective négative. Elle est notée Aa3, ce qui est la quatrième meilleure note, alors que la Belgique a la troisième meilleure note chez S&P et la deuxième chez Fitch ; laquelle agence Fitch dégrade de « stable » à « négative » la perspective de la note des emprunts publics français. Aux trois phénomènes marquants de la période actuelle –contagion de la crise de dettes souveraines, grande fragilité du système bancaire et faiblesse de la croissance économique- se rajoute en ce moment le fait que « tout le monde » attend, résigné, une dégradation prochaine de la note de la dette souveraine française. Ce triste tableau général explique les fortes baisses sur les marchés en cette fin de deuxième semaine de décembre : -6,31% pour le CAC40 (à 2972 points), -4,76% pour le DAX30, -2,57% pour le Footsie, -2,61% pour le Dow Jones, -3,46% pour le Nasdaq et -1,58% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3046\$. Même le cours de l'or est en train de baisser ces jours-ci. Des experts considèrent que le métal jaune perd son statut de valeur refuge et qu'il rejoint les autres matières premières, marquées par des cours très volatiles et par la constitution périodique de bulles spéculatives.

Dans son édition du 19 décembre, le Financial Times publie un entretien que lui a accordé Mario Draghi, dans lequel le Président de la BCE évoque ouvertement l'hypothèse de l'écèlement de la zone euro pour insister sur les dangers pour un pays de la quitter et où il réaffirme son opposition à la monétisation des dettes souveraines des pays en difficulté, parce que cela mettrait dangereusement à mal la crédibilité de la Banque centrale. Ce même 19 décembre, c'est dans son rapport semestriel sur la stabilité financière que la BCE fait part de ses très vives inquiétudes sur la situation de plusieurs grandes banques de la zone euro : l'indicateur de risque systémique, qui avait atteint 15% lors de la crise des subprimes, est aujourd'hui à 25% !

C'est ce même 19 décembre que les États membres de l'UE décident d'abonder les ressources du FMI pour être en mesure d'aider l'Espagne et l'Italie si besoin est. Mais au lieu des 200 milliards d'euros attendus, l'enveloppe n'est que de 150 milliards à cause du refus du R.-U de participer (il y a également le refus des É.-U).

Le mercredi 21, face aux difficultés de liquidité des banques et au blocage du marché interbancaire et pour éviter les risques de déstabilisation du système bancaire et de « credit crunch » qui peuvent en

découler, la BCE décide de se porter à leur secours en leur proposant des prêts sur 3 ans à 1%. Cette offre aura un très grand succès. D'autant plus grand que les banques vont utiliser ces liquidités abondantes mises à leur disposition par la BCE pour effectuer en réalité des dépôts auprès de cette dernière au lieu de s'en servir pour réamorcer le marché interbancaire.

On voit ainsi la BCE se comporter en PDR vis-à-vis des banques, alors qu'elle continue à refuser de jouer ce rôle en faveur des États.

Cela pose trois questions.

D'abord, en fonction du constat évoqué précédemment, on est en droit de se demander si la stratégie de sauvetage des banques n'est pas détournée de son vrai but : les banques font en effet faire un aller-retour aux liquidités fournies par la BCE, ce qui montre qu'elles visent en priorité la sécurité puisqu'elles y perdent dans cette opération la différence entre le taux auxquels elles empruntent (1%) et le taux de la « facilité de dépôt » (0,25%).

Ensuite, la question du comportement opportuniste que peut adopter, en termes d'aléa moral, celui qui sait qu'il a un PDR : on constate que, jouant pour les uns et ne jouant pas pour les autres le rôle de PDR, les comportements opportunistes ne sont pas fondamentalement différents.

Enfin, la question de l'indépendance de la BCE : ce principe n'est-il pas un obstacle au règlement de la crise des dettes souveraines ?

On vient de le voir avec les déclarations du Président de la BCE, que la question de la désintégration de la zone euro n'est plus un tabou. Certains disent même que de grandes entreprises s'y préparent. Il y a plus : dans son édition des 24-25 et 26 décembre, Le Monde publie un article d'un collectif d'économistes qui propose rien moins qu'un « démontage concerté de l'euro ». Le principal intérêt de cet article est d'insister sur l'hétérogénéité de la zone euro en matière de comptes extérieurs (avec des pays en gros déficits parce que insuffisamment compétitifs –Grèce, Portugal, Espagne, Irlande-, des pays en déficits à cause essentiellement d'IDE à l'étranger importants –France, Italie-, et des pays excédentaires –Pays-Bas, Belgique, Luxembourg, et bien sûr Allemagne). Dans une telle configuration, le sort de l'euro semble scellé : une « explosion incontrôlable » est inévitable selon les auteurs. Alors, il vaut mieux prévenir que guérir en mettant en place « une concertation européenne en vue d'aboutir au démontage nécessaire de l'euro ». Et, pour ce faire, les auteurs préconisent plusieurs mesures que nous résumons de la manière suivante : 1) le remplacement de l'euro par les monnaies nationales, 1 pour 1 ; 2) la fixation d'un commun accord des taux de change entre les monnaies nationales en tenant compte des écarts d'inflation et de l'état des comptes extérieurs des différents pays ; 3) les dévaluations-réévaluations qui s'avèreront nécessaires seront déterminées par rapport à une unité commune de compte qui ressemblerait à l'ancien ECU ; 4) le maintien des prix tels qu'ils sont avant le « démontage » pour l'ensemble des biens et services et des actifs immobiliers, financiers et bancaires ; 5) les banques centrales perdent leur statut d'indépendance ; 6) les taux de change sont soumis à un flottement contrôlé, avec éventuellement la mise en place d'un nouveau « SME » ; 7) il est souhaitable que l'opération de « démontage » de l'euro se fasse quand celui-ci est plutôt bas par rapport aux autres monnaies ; 8) et il faudrait que le financement monétaire des dettes souveraines soit à nouveau possible.

Notons que d'autres auteurs préconisent de changer le statut de l'euro en faisant qu'il ne soit plus la monnaie unique mais une monnaie commune : il y aurait donc là aussi un retour des monnaies nationales (euro-franc, euro-mark, etc) ; chacune ne serait convertible qu'en euro selon un taux de change fixe mais ajustable périodiquement et c'est la BCE qui assurerait la convertibilité de l'euro en devises. Cela redonnerait aux États membres la souveraineté monétaire et, grâce à la possible révision des taux de change internes, un levier d'ajustement macroéconomique qui manque cruellement aujourd'hui.