

LA ZONE EURO

HISTORIQUE DE L'EURO (5)

L'année 2012

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 2012** ->

Le 1^{er} janvier, **deux anniversaires** sont à fêter mais en réalité ils passent relativement inaperçus.

Le premier est celui des **20 ans de l'ouverture du Marché unique** introduit dans le Traité européen par l'Acte unique de 1986. Mais en réalité, le Marché unique n'est pas achevé. D'ailleurs, en octobre 2009, le Président de la Commission européenne, M. Barruso, avait confié à M. Monti la confection d'un rapport sur la relance du Marché unique. Car il subsiste des barrières commerciales non négligeables comme le montrent plusieurs études et, par conséquent, d'importants progrès sont encore possibles dans l'intégration européenne. Si l'intégration était totale, des chercheurs du CEPII estiment que le PIB de l'UE à 27 croîtrait de 14% en 10 ans et de 11,6% pour ce qui concerne la France (pour davantage d'éléments d'analyse, voir la lettre du CEPII n°316 de décembre 2011). À une époque où la croissance fait cruellement défaut, cette estimation vaut la peine d'être méditée.

Le second anniversaire est celui de **l'euro fiduciaire** qui a 10 ans d'existence. Cet anniversaire n'est pas fêté gaiement parce que la zone euro est en pleine crise et que se pose même de plus en plus la question de sa survie.

En ce début de nouvelle année, plusieurs indicateurs montrent que l'économie américaine va mieux : son taux de croissance s'affermi, la production industrielle connaît un rebond, la création d'emplois redémarre et le climat de confiance des consommateurs s'améliore.

En Europe, la situation est tout autre : la Grèce s'enlise de plus en plus au point que le risque d'être « sortie » de la zone euro par les marchés devient de plus en plus grand. Le nouveau Premier ministre, Lucas Papadémos, est en bute à la fois avec les banques qui n'acceptent pas une décote de 50% de leurs créances sur l'État grec –alors qu'une décote plus importante serait même sans doute nécessaire– et avec les syndicats du secteur privé qui refusent une baisse du salaire minimum.

Sur les marchés d'actions, la première semaine de janvier et de la nouvelle année se termine avec des performances très contrastées, ce qui prouve l'expectative dans laquelle se trouvent les investisseurs : -0,71% pour le CAC40 (à 3137 points), +2,71% pour le DAX30, +1,38% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +2,65% pour le Nasdaq, -0,76% pour le Nikkei. L'euro continue à baisser : il cote 1,2716\$.

Le lundi 9, A. Merkel et N. Sarkozy se retrouvent à Berlin pour se pencher à nouveau en priorité sur le cas grec. Car les décisions prises en octobre 2011 ne sont toujours pas mises en application : les deux chefs d'État pressent l'État grec à signer un accord avec ses créanciers privés pour un échange volontaire des dettes à échéance courte contre des obligations à trente ans dont le montant nominal serait le même, mais avec une décote de 50% de sa dette. Ces négociations entre les autorités grecques et les banquiers ne se passent pas bien. Et la situation politique grecque tendue et la récession qui lamine les efforts budgétaires sont des facteurs de complication supplémentaires.

Le jeudi 12, le Conseil des gouverneurs de la BCE laisse inchangés les taux directeurs. Mais la BCE maintient sa fourniture de liquidités aux banques bien qu'elles les redéposent aussitôt sur leurs comptes à la BCE, au lieu de se prêter entre elles et/ou de financer l'économie réelle et/ou d'acheter des obligations étatiques... D'ailleurs, les banques sont actuellement essentiellement préoccupées par leur recapitalisation qu'elles doivent réaliser sous la pression des autorités européennes dans des délais très brefs (d'ici le 30 juin elles doivent trouver 115 milliards d'euros de capitaux et elles ont jusqu'au 20 janvier pour communiquer le plan de recapitalisation à leurs autorités de tutelle).

Le même jour, l'Espagne et l'Italie lancent avec succès leurs premières émissions d'obligations de la nouvelle année, et à des taux en diminution.

Le vendredi 13... : deux très mauvaises nouvelles pour la zone euro.

• L'agence de notation annonce la dégradation de la note de dettes souveraines de neuf pays de la zone euro, dont la France :

- Pays dont la note est dégradée d'un cran :

la France, de AAA à AA+, avec une perspective négative, ce qui veut dire une possible nouvelle baisse dans "un délai de six à 24 mois ».

l'Autriche, de AAA à AA+

la Slovénie, notée désormais A,

la Slovaquie, notée désormais A+,

Malte, notée désormais A-

- Pays dont la note est dégradée de deux crans :

l'Espagne, notée désormais A

l'Italie, notée désormais BBB+,

le Portugal, noté désormais BB

Chypre, noté désormais BB+ et placé en catégorie spéculative.

En fin de 3^{ème} trimestre 2011, la dette publique française s'élevait à 85,3% du PIB et se décomposait de la manière suivante :

Milliards d'euros et (%) du PIB	3 ^{ème} trimestre 2010	4 ^{ème} trimestre 2010	1 ^{er} trimestre 2011	2 ^{ème} trimestre 2011	3 ^{ème} trimestre 2011
Total administrations publiques	1575,0 (82,1%)	1591,2 (82,3%)	1646,1 (84,5%)	1692,1 (86,2%)	1688,9 (85,3%)
État	1238,1 (64,54%)	1245,0 (64,40%)	1286,5 (66,04%)	1339,1 (68,22%)	1330,7 (67,21%)
Autres Adm. Centrales	16,4 (0,85%)	15,0 (0,78%)	11,9 (0,61%)	10,7 (0,55%)	10,8 (0,55%)
Adm. publiques territoriales	149,5 (7,79%)	160,6 (8,31%)	156,6 (8,04%)	153,8 (7,83%)	152,9 (7,72%)
Adm. de Sécurité sociale	171,0 (8,91%)	170,6 (8,82%)	191,2 (9,81%)	189,0 (9,63%)	194,6 (9,83%)
Fin ^t par dépôts	22,3	23,0	26,4	28,2	31,0
Fin ^t par Titres négociables CT	258,4	238,7	243,8	254,4	266,8
Fin ^t par Titres négociables LT	1083,5	1107,9	1162,9	1212,5	1190,5
Fin ^t par crédits CT	31,8	27,9	26,9	9,9	12,3
Fin ^t par crédits LT	179,0	193,7	186,1	187,4	188,4

Source : INSEE

Remarque : Dans le tableau précédent, et comme c'est l'habitude, la dette publique et ses composantes sont évaluées en pourcentages du PIB. Mais comme l'écrit judicieusement Paul Jorion dans Le Monde du 10 janvier 2012, à propos de la mesure du déficit public, et donc de la dette publique, « pourquoi comparer les pommes de dépenses aux poires du PIB, plutôt que les pommes des dépenses aux pommes des recettes ? » Il conteste en conséquence la façon dont sont exprimées les normes imposées par le PSC (3% du PIB maximum pour le déficit public et 60% du PIB maximum pour la dette publique), ce qui l'amène à critiquer vigoureusement la fameuse « règle d'or » qu'il est question d'inscrire dans la Constitution : « la formule de la règle d'or implique qu'aussitôt que le coupon moyen de la dette souveraine d'une nation dépasse le taux de croissance de son économie, le rapport dette/PIB se dégrade inéluctablement. Or les politiques d'austérité mal avisées des dirigeants européens ont un impact négatif sur la croissance, augmentant le risque de dégradation de la notation de la dette souveraine de leur pays, et provoquant l'effet de ciseaux redouté, puisque d'un côté le taux de croissance baisse tandis que, de leur côté, les taux exigés par le marché des capitaux pour la dette montent. (...) C'est au nom de la règle d'or que l'on malmène la démocratie en Europe et qu'on assassine sa monnaie commune ».

Si les statistiques étaient ainsi établies, en mettant en regard les dépenses et les recettes publiques, on se rendrait compte que durant toute cette période au cours de laquelle les ratios de déficit et de dette publics se sont aggravés, ce ne sont pas les dépenses publiques qui se sont trop alourdies (52,8% du PIB dans les années 1990 et 52,9% dans les années 2000), mais ce sont les recettes publiques qui ont excessivement diminué pour deux raisons : la crise économique qui a suivi la crise financière et la politique fiscale avec des exonérations, des baisses d'impôts et des niches fiscales. Si bien que le remède n'est pas à chercher systématiquement dans la chasse aux dépenses qui ne peut que nuire à la qualité de nos services publics et de notre système social, en sachant qu'il peut être certes nécessaire de réduire ou de contenir les dépenses courantes mais qu'il faut préserver les dépenses favorables à la croissance et aux progrès de la productivité ; le remède est du côté de l'augmentation des recettes, par une politique orientée vers davantage de croissance, conjoncturellement et structurellement, et par une réforme fiscale digne de ce nom, en privilégiant ses leviers redistributifs et en évitant les distorsions et les effets négatifs sur la croissance. De toute façon, diminuer la dette demande du temps, sans doute entre 6 et 8 ans, et à condition que la politique budgétaire mise en œuvre soit crédible grâce à un bon dosage entre les mesures portant sur les dépenses et celles concernant les recettes.

Soulignons que même l'agence S&P qui vient de dégrader 9 dettes souveraines de la zone euro estime qu'« un paquet de réformes ne reposant que sur le seul pilier de l'austérité budgétaire risque de devenir auto-destructeur ». Dans ce même commentaire de sa décision récente, S&P critique l'ensemble des responsables européens de ne pas prendre les décisions qu'impose la situation, sauf la BCE qui a pu éviter, selon S&P, « un effondrement de la confiance des marchés ».

Un autre constat paradoxal : entre rigueur et relance, le choix n'est pas le même de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, c'est aux États-Unis, pays considéré comme le grand représentant du libéralisme économique, que le choix de la relance keynésienne est fait (des études montrent que la relance est plus efficace –via les multiplicateurs– par le soutien et a fortiori l'augmentation des dépenses publiques que par la réduction des recettes publiques), alors que l'Europe, bastion historique de l'interventionnisme, fait celui de la rigueur. Or, à la question : les politiques de consolidation budgétaire sont-elles adaptées à la situation conjoncturelle actuelle, la réponse est non car les économies avancées se situent actuellement toutes en bas du cycle et dans ce contexte, les multiplicateurs budgétaires sont élevés et les effets récessifs des politiques d'austérité seront forts. Plus même, plusieurs travaux, comme ceux de Christina Romer et ceux du FMI, pourtant champion de l'orthodoxie budgétaire, montrent de manière assez robuste que les politiques d'équilibre budgétaire réduisent plutôt l'activité économique (à l'occasion des prévisions trimestrielles du FMI parues en juillet 2012, son chef économiste Olivier Blanchard écrira : « les freins de la consolidation budgétaire sont au maximum de leur puissance. Leurs effets multiplicateurs ont coûté en moyenne 1 à 1,5 point de croissance à court terme dans les pays avancés, et plus que cela dans les pays en crise »). Quand on sait qu'en France les dépenses publiques sont pour 54% des transferts en direction des ménages et pour 24% des salaires versés aux fonctionnaires, on comprend que les réduire aboutit à diminuer les revenus, donc la demande et en définitive aussi la production.

Sur cette question de la valeur des multiplicateurs en fonction de la phase de cycle, il convient de citer l'article qu'ont fait paraître J. Creel, É. Heyer et M. Plane dans la revue de l'OFCE en janvier 2011 et dont on se permet de reproduire la conclusion : « La question de savoir à quel moment mener une politique budgétaire est cruciale. Il en va en effet de l'efficacité même de la stratégie de politique économique mise en place (...). Menée en haut de cycle, une politique budgétaire expansionniste, entamée éventuellement pour des raisons électoralistes, peut être inflationniste et nuire à la compétitivité mais aussi engendrer un fort effet d'éviction et réduire in fine le PIB : tel est le cas d'une politique d'investissement ou d'emploi public. Menées en bas de cycle, ces deux mêmes politiques deviennent efficaces, engendrant une forte augmentation du PIB. Les prescriptions de politique budgétaire qui en découlent – les instruments budgétaires et fiscaux doivent être maniés sans parcimonie, en connaissance de cause de leurs effets négatifs indirects (perte de compétitivité, par exemple) et, surtout, au cours de la phase cyclique adéquate – valent aussi bien pour les politiques expansionnistes que pour les politiques de consolidation budgétaire. Aussi peut-on être inquiet de voir l'ensemble des gouvernements européens renoncer précocement à la relance et entamer une période de forte rigueur budgétaire alors que l'économie européenne reste dans une phase basse de conjoncture. La généralisation de la rigueur dans toute l'Europe portera un sérieux frein à la croissance économique : les multiplicateurs budgétaires sont en effet d'autant plus grands que les politiques budgétaires sont simultanément orientées vers l'expansion ou vers la rigueur. Le gain budgétaire attendu par les politiques d'austérité pourrait être en grande partie rogné par le manque à gagner du côté des recettes fiscales avec la moindre croissance. Ces politiques budgétaires, menées sous la contrainte des marchés financiers, pourraient s'avérer contreproductives. S'il est probable qu'elles ne puissent pas réduire rapidement le déficit public elles pourraient en revanche avoir pour conséquence le déclenchement de la déflation dans la zone euro. Le problème de la soutenabilité de la dette publique en serait alors renforcé ».

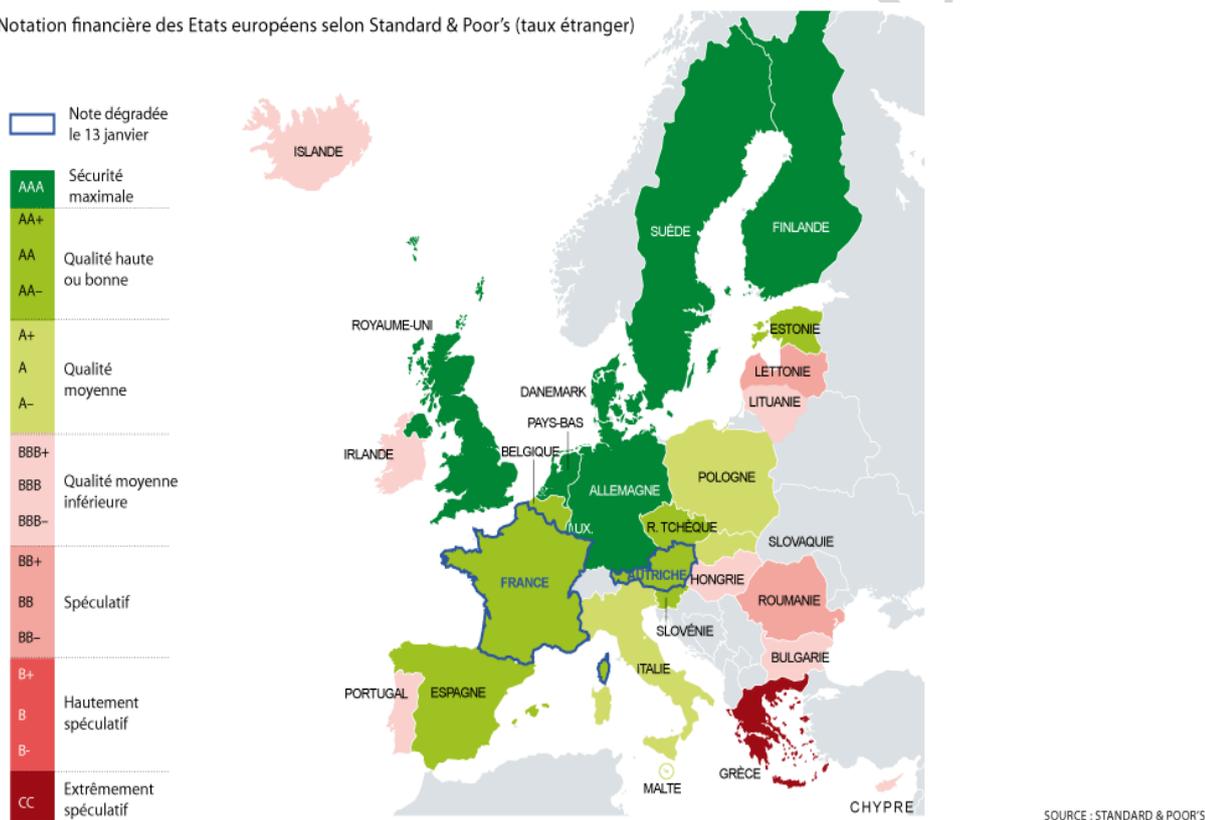
Autrement dit, face à la crise de la zone euro, il serait préférable aujourd'hui de mener une politique bien différente de celle qui est menée et a fortiori de celle qui se dessine pour le moyen et long terme. Surtout que d'après de récents travaux, on aurait dû

perdre davantage d'emplois ces dernières années et l'explication réside vraisemblablement dans une rupture négative dans l'évolution des gains de productivité. Or, si rupture il y a bien, alors il faut en attendre pour l'avenir des conséquences négatives en termes de croissance potentielle et de niveau de vie ; et en termes de chômage si les salaires ne s'ajustent pas facilement à l'évolution de la productivité. Même les marchés sont favorables à toute mesure en faveur de la croissance, d'où leur schizophrénie évoquée plus haut. Comme l'écrit Ch. Wyplosz (*Télos*, 8 novembre 2011), les marchés « espèrent donc une reprise économique et donc que le gouvernement remonte le moral des ménages en réduisant la pression fiscale. Ils sont évidemment inquiets de la montée de la dette publique mais ils comprennent que ce n'est pas l'urgence du moment. Ce qu'ils veulent, ce sont des garanties solides sur la disparition des déficits dès la reprise venue. C'est donc une action à double détente qui est indispensable pour éviter la catastrophe. Relance aujourd'hui, rigueur ensuite, pendant des années, en réalité des décennies ». Il indique par ailleurs que pour la France, l'un des problèmes à traiter en priorité est la situation de son système bancaire.

Au total, un consensus improbable semble émerger : il ne peut pas y avoir de redressement des finances publiques sans croissance, sans création de richesses. C'est donc une question de chronologie dans les mesures à prendre et de temps qu'il faut laisser au temps ! De plus, les pays de la zone euro ne sont pas du tout dans la même situation : si l'Espagne ne peut pas faire autrement que de s'attaquer tout de suite à l'état de ses finances publiques, la question est beaucoup moins urgente pour l'Italie et elle est même excessive pour l'Allemagne.

Pour finir sur ce point, il faut se poser aussi la question suivante : en supposant qu'une politique de redressement budgétaire s'impose, est-il alors possible d'en réduire l'effet multiplicateur récessif ? Baisser les taux d'intérêt, avoir un taux de change pour l'euro plus faible, faire en sorte que les banques financent davantage l'économie réelle et se lancer courageusement dans les réformes structurelles qui s'imposent sont des voies qui peuvent réduire la valeur des multiplicateurs.

Notation financière des Etats européens selon Standard & Poor's (taux étranger)



Source : Document publié par Le Monde.fr le 13/1/12.

Remarques :

- 1) seuls 13 pays dans le monde ont maintenant la meilleure note auprès des 3 grandes agences de notation.
- 2) S&P justifie la perte du triple A de la France par « l'aggravation des problèmes politiques, financiers et monétaires dans la zone euro à laquelle la France est étroitement liée » et précise que

la note AA+, avec perspective négative « reflète son économie saine, diversifiée et solide dont la main d'œuvre est hautement qualifiée et productive (...) mais avec un endettement relativement élevé des administrations publiques ainsi que des rigidités du marché du travail », tout en reconnaissant que le gouvernement français « traite ces questions par une stratégie de consolidation budgétaire et de réformes structurelles ».

3) Quand la note de la dette d'un État est dégradée, sont automatiquement dégradées aussi les notes de dettes des différents organismes « subsouverains » tels que les collectivités territoriales, les établissements publics et les grosses entreprises où l'État est actionnaire, des emprunteurs comme la CDC, l'UNEDIC, le RFF, la Ville de Paris, etc...

4) Dès l'annonce de la perte du triple A de la France, les autorités françaises, mais également celles d'Allemagne, tentent de minimiser l'importance et l'impact de la décision de S&P. Le commissaire européen aux affaires économiques, O. Rehn, a même « regretté la décision aberrante de S&P ». Car, si les marchés avaient concrètement déjà dégradé la France depuis plusieurs semaines au travers du spread avec l'Allemagne, plusieurs voix s'élèvent pour reconnaître que « la France est sur la bonne voie » pour reprendre les termes du ministre allemand de l'économie. En tout état de cause, il ne faut pas arguer de l'argument selon lequel le déclassement de la dette américaine n'a pas eu de véritable impact pour en déduire que le déclassement de celle de la France n'en aura pas non plus. Les États-Unis ne sont pas la France ! Mais il est très difficile d'anticiper aujourd'hui quelles vont être exactement pour notre pays les conséquences économiques, sociales et politiques de cette dégradation.

Une nouvelle sera donnée le lundi 16 qui apporte de l'eau au moulin de tous ceux qui relativisent la dégradation de la dette publique française par l'agence S&P : les deux autres « grosses » agences, Fitch et Moody's annoncent qu'elles ne suivent pas leur consœur et concurrente et quelles maintiennent leur meilleure note.

5) La nouvelle de la dégradation de la dette souveraine de la France ne surprend personne, même son gouvernement qui a commencé il y a plusieurs jours à relativiser auprès de l'opinion une telle éventualité. Mais surtout, les marchés ont anticipé depuis plusieurs semaines cette dégradation par l'intermédiaire du spread. Il faut savoir que la France était le seul pays d'Europe continentale encore noté AAA avec des déficits jumeaux (déficit public + déficit extérieur).

D'ailleurs, certains experts font remarquer avec ironie que la France était notée AAA depuis sa première évaluation le 25 juin 1975 et qu'elle a enregistré des déficits de manière ininterrompue depuis ... 1974, avec une période de légère réduction du déficit structurel entre 1995 et 2002. Notre pays conserve le triple A chez les deux autres grandes agences, et cela depuis qu'elles l'ont évalué, en 1979 pour Moody's et 1994 pour Fitch. Par contre, la France n'a été en défaut de paiement qu'une seule fois, en 1797, alors que l'Allemagne, par exemple, l'a été deux fois et plus récemment, en 1932 et 1939.

Comme les marchés ont en réalité anticipé depuis déjà quelque temps la dégradation de la dette souveraine française, il ne faut pas craindre une élévation substantielle des taux sur notre dette publique. Heureusement, car le risque d'illiquidité deviendrait réel : l'augmentation d'un point en moyenne de ces taux causerait en effet l'alourdissement cumulatif d'année en année de notre charge d'intérêts : 2 milliards d'euros la 1^{ère} année, 6 milliards la 3^{ème}, 9 milliards la 5^{ème}, 14 milliards la 10^{ème}, ... et par conséquent à chaque fois une aggravation du même montant du déficit. C'est donc l'effet boule de neige assuré, surtout que notre taux de croissance est nettement inférieur au taux d'endettement. Et c'est ainsi que se pose la question de la soutenabilité de la dette.

Rappelons ici **quelques éléments de vocabulaire utiles** :

- Il ne faut pas confondre risque d'illiquidité et risque d'insolvabilité. Il y a risque d'illiquidité quand on ne trouve pas les ressources financières nécessaires au paiement des dettes qui arrivent à échéance, et il y a risque d'insolvabilité quand la valeur des actifs est inférieure à celle du passif.
- Le solde budgétaire peut être décomposé en solde conjoncturel et en solde structurel. Le solde conjoncturel est celui qui résulte des seules opérations budgétaires en liaison avec l'évolution cyclique de l'économie. Et on a solde structurel = solde budgétaire – solde conjoncturel.

- Le solde primaire est le solde budgétaire duquel on retranche les intérêts de la dette. On peut calculer le « solde primaire structurel ». La rigueur budgétaire impose que le solde primaire structurel soit nul ou au moins stable.
- Pour reprendre les définitions habituelles, comme celle du FMI, il y a soutenabilité de la dette publique quand les administrations publiques sont en mesure de rembourser leurs emprunts sans changer fondamentalement leur politique budgétaire et pour un coût de financement sur le marché donné ; ce qui signifie qu'elles peuvent assurer leur solvabilité sans avoir besoin d'ajuster leur politique budgétaire dans l'avenir.
- La condition de soutenabilité de la dette publique résulte du calcul suivant :
 $D(t+1) = D(t) * (1+i) + S(t)$ $D =$ dette ; $i =$ taux d'intérêt nominal ; $S =$ solde primaire
 $Y(t+1) = Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t))$ $Y =$ PIB ; $g =$ taux de croissance réel ; $\pi =$ taux d'inflation
On pose $d(t) = D(t) / Y(t)$, soit la dette exprimée en pourcentage du PIB et $s(t)$ le solde lui aussi exprimé en pourcentage du PIB.

Donc,

$$D(t+1) / Y(t+1) = d(t+1) = [D(t) * (1+i) + S(t)] / [Y(t) * (1 + g(t) + \pi(t))]$$

soit, $d(t+1) = [(1+i) / (1+g+\pi)] * d(t) + s \approx (1+i-g-\pi) * d(t) + s = (1+r-g) * d(t) + s$ en notant r le taux d'intérêt réel.

Le ratio d est stabilisé quand $d(t+1) = d(t)$, ce qui impose la *condition que $r = g$: le taux d'intérêt réel doit être au plus égal au taux de croissance réel.*

Les premiers à avoir énoncé cette condition sont Domar en 1944 et Harrod en 1948.

L'égalité $d(t+1) = (1+r-g) * d(t) + s$ peut aussi s'écrire quand $d(t+1) = d(t)$: $s = d(g-r)$ (1)

ou encore, en réintroduisant le taux d'inflation : $s + id = d * (g + \pi)$ (2)

En fonction de ce dernier calcul (expression 2), si on fixe un ratio limite de la dette publique en pourcentage du PIB à 60%, avec un taux de croissance nominal de 5% ($g = 3\%$ et $\pi = 2\%$), le déficit permis est de $s = 3\%$ du PIB ($- 0,60 \times 0,05 = - 0,03$, soit -3%). C'est ce calcul qui explique les normes de déficit et de dette publics prévues par le traité de Maastricht. La relation (1) exprime quant à elle le niveau que doit respecter le solde primaire en pourcentage du PIB : il doit être excédentaire si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance réel, ce qui a été la situation des économies européennes lors des décennies 1980 et 1990.

- 6) La perte du triple A par la France soulève la question de la notation du FESF. D'ailleurs, la réaction de S&P ne s'est pas fait attendre : elle dégradera d'un cran le FESF (de AAA à AA+) dès le lundi 16.
- 7) La dégradation de deux crans supplémentaires des dettes publiques espagnole et italienne est peut-être plus grave pour les perspectives de la zone euro que la dégradation de la dette publique française.
- 8) Conséquence immédiate de l'annonce de S&P : l'euro chute à moins de 1,27\$.

- La rupture en Grèce des négociations avec les banques. Comme ce pays doit refinancer plus de 14 milliards d'euros en mars, sa situation devient inextricable. C'est une illustration de plus de ce qu'écrit J. Pisani-Ferry (Le réveil des démons, - Fayard) : « en 2008, les États ont sauvé les financiers. En 2011, les financiers mettent les États à genoux ».

En fin de cette deuxième semaine marquée par une vague importante de dégradations de notes de dettes souveraines de la zone euro, les marchés financiers n'ont pas beaucoup réagi : +1,88% pour le CAC40 (à 3196 points), +1,41% pour le DAX30, -0,23% pour le Footsie, +0,50% pour le Dow Jones, +1,36% pour le Nasdaq et +0,13% pour le Nikkei.

L'euro est toujours orienté à la baisse par rapport au dollar (d'où des prix très élevés de l'essence à la pompe...) : il cote 1,2680\$.

Le 18 janvier, le taux des réserves obligatoires de la BCE passe de 2% à 1% : cette modification, très peu commune pour la BCE –c'est la première depuis sa naissance en 1999-, a pour but de réduire le besoin de monnaie centrale des banques commerciales. Cette décision s'ajoute aux mesures non conventionnelles de politique monétaire pour soutenir le système bancaire.

Tout juste une semaine après la rupture des négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers privés (l'IIF –Institut international de la finance-), ces négociations reprennent le 20 janvier mais n'aboutissent toujours pas : les investisseurs institutionnels privés qui détiennent de la dette publique grecque n'acceptent pas de renoncer à 100 milliards d'euros sur un total créances de 350, d'échanger ainsi leurs créances actuelles contre de nouvelles obligations valant moitié moindre, avec une échéance de 30 ans et un taux très bas, comme il le faudrait pour permettre à la Grèce de régler les 14,5 milliards d'euros qu'elle doit régler au plus tard le 20 mars. Le risque d'un défaut désordonné ne cesse de s'accroître.

Sur l'ensemble de cette troisième semaine, les marchés financiers marquent toujours leur insensibilité à la décision de S&P de la semaine précédente : +3,01% pour le CAC40 (à 3321 points), +4,25% pour le DAX30, +1,63% pour le Footsie, +2% pour le Dow Jones, +2,28% pour le Nasdaq et +3,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2931\$.

La dernière semaine du mois commence avec des inquiétudes renforcées sur la situation de la Grèce : en effet, le lundi 23, l'Eurogroupe réuni à Bruxelles fait pression sur le gouvernement grec et sur ses créanciers privés pour que leurs négociations aboutissent dans les tout prochains jours. Deux points sont cependant positifs et facteurs de relative accalmie : la mise au point du MES –Mécanisme européen de stabilité, devant faire suite au FESF- qui disposera d'une capacité de prêts de 500 milliards d'euros, et l'intervention massive de la BCE en faveur du système bancaire que les dettes souveraines mettent en difficulté : le marché monétaire interbancaire se porte mieux et les taux des emprunts publics italiens et espagnols sont orientés à la baisse (mais pas pour le Portugal...).

Le 24 janvier, le FMI fait paraître des rapports sur la situation économique et financière actuelle ainsi que sur les perspectives de cette année qui débute, en révisant à la baisse ses prévisions de croissance : craignant que les politiques de rigueur appliquées par plusieurs pays pour traiter la crise de leurs finances publiques n'aient un coût important en terme de croissance, l'institution internationale demande aux « pays qui ont une certaine marge de manœuvre budgétaire, y compris à certains pays de la zone euro, de revoir le rythme de leur resserrement budgétaire à court terme ».

Explicitons pour ce qui concerne la zone euro : si l'Allemagne prenait l'initiative d'une politique de relance, non seulement par son moteur traditionnel des exportations, mais aussi par celui de la demande intérieure, cela aurait sans doute des effets bénéfiques sur le niveau d'activité de l'ensemble de ses partenaires européens, ce dont elle tirerait elle-même avantage mais surtout ce qui faciliterait le redressement des pays européens en difficulté. D'ailleurs, nous entrons dans une période où se multiplient les critiques adressées à l'Allemagne pour la politique qu'elle mène depuis une dizaine d'années. Entre autres, dans un entretien donné au journal Le Monde (29-30 janvier 2012), M. Aglietta, demande à ce pays d'« abandonner son néomercantilisme et assumer un leadership sur la zone euro qui implique de prendre en compte les intérêts de ses partenaires », faute de quoi on court collectivement à la déflation. Pour lui, la règle d'or est d'abord mauvaise en soi parce que rigide, et ensuite la seule règle d'or qui vaille est « de ne pas chercher à réduire précipitamment l'endettement de l'Etat tant que le secteur privé ne peut soutenir l'économie ».

Dans le même quotidien (Le Monde du 31 janvier), le Prix Nobel d'économie Paul Krugman est net : « l'Allemagne croît que la rectitude et la discipline budgétaire sont la solution. Elle a tort. Leur histoire les pousse à proposer un mauvais remède ». Et, par ailleurs, il estime que « l'Europe a besoin d'une politique monétaire très agressive. Plus agressive encore que celle des Etats-Unis. Il n'y a pas d'autre moyen de faire les ajustements nécessaires. La BCE devrait racheter plus de dettes d'Etat mais aussi favoriser davantage l'expansion monétaire ». Et à la question de savoir si cela ne risque pas de faire déraiser les prix, il répond sans ambages : « l'inflation n'est pas le problème, c'est la solution ».

Le 25, le comité monétaire de la Fed révèle qu'il n'envisage pas d'augmenter le taux directeur d'ici fin 2014 et le Président B. Bernanke se dit prêt à réutiliser la « planche à billets ». Tout cela est à la fois une bonne nouvelle parce que la reprise a besoin durablement d'une politique monétaire accommodante, mais aussi une preuve sur le point de vue assez pessimiste qu'a la Fed sur l'évolution de la conjoncture économique. Dans l'immédiat, cette annonce, qui pousse à la patience, redonne une certaine confiance aux marchés de capitaux et de devises. Par ailleurs, et pour la première fois, la Fed reconnaît officiellement qu'elle se donne 2% comme seuil maximum d'inflation, ce qui correspond également à l'objectif de la BCE.

Le 26, lors du Forum de Davos, le Premier ministre britannique Cameron a beaucoup de succès. Il évoque les différents dispositifs qui seraient en mesure de traiter la crise de la zone euro, en plus des interventions

de la BCE : une intégration économique plus poussée, un système de transferts budgétaires, des émissions d'euro-obligations. Et il conclut : « ce n'est pas que l'Europe n'a pas tous ces dispositifs, c'est qu'elle n'en a aucun ».

Conformément à ce qui vient d'être indiqué à propos de la réaction des marchés face à la déclaration de la Fed et aussi d'ailleurs d'une certaine amélioration de la conjoncture américaine, la fin de la dernière semaine de janvier se termine sur des performances stabilisées pour les différents indices boursiers : - 0,08% pour le CAC40 (à 3319 points), +1,68% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, +1,07% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3220\$.

Le lundi 30 janvier, la réunion du Conseil européen à Bruxelles aboutit à l'adoption d'un *pacte de « discipline budgétaire »*, qui devrait être signé le 1^{er} mars par 25 pays, le Royaume-Uni et la Tchéquie ne s'y associant pas. En cela, l'Allemagne l'a emporté sur les réticences de plusieurs États membres comme la France à propos de la perte relative de souveraineté que ce pacte suppose, mais elle a essuyé un refus assez unanime concernant son souhait de mettre la Grèce sous tutelle : elle menace d'interrompre son aide à ce pays si elle n'obtient pas un droit de regard sur ses mesures économiques. Le Conseil demande aussi à l'Eurogroupe de finir d'ici mi-février, de mettre au point le second plan d'aide qu'il faut assurer à la Grèce.

• Février 2012 ->

La première semaine de ce mois de février est, comme celles de janvier, marquée par la crise grecque : pression de la « troïka » sur les responsables grecs pour qu'ils prennent les mesures qu'on leur impose pour pouvoir recevoir l'aide promise, en particulier une baisse des salaires du secteur privé, la suppression de 150 000 emplois dans le secteur public et des réductions drastiques dans les budgets de la défense et de la santé, ce qui entraîne une grève générale avec comme mot d'ordre : « Ça suffit, on ne peut plus » ; une téléconférence entre les membres de l'Eurogroupe ; la poursuite des négociations entre le gouvernement grec et les créanciers privés du pays, appelés à renoncer à environ 70% de leurs créances ; accentuation des pressions de ces créanciers sur la BCE pour qu'elle les aide en arguant du fait que si la Grèce remboursait tout ou partie de sa dette, la BCE ferait en définitive une « bonne affaire » puisqu'elle récupérerait plus que ce qu'elle a payé lors de ses rachats de titres dont le prix était compris entre 70 et 88% de leur valeur d'origine.

Malgré ces facteurs d'inquiétude entourant la situation de la Grèce, les bourses mondiales enregistrent de bonnes performances sur cette première semaine : +3,29% pour le CAC40 (à 3428 points), +3,91% pour le DAX30, +2,92% pour le Footsie, +1,59% pour le Dow Jones, +3,16% pour le Nasdaq et -0,11% pour le Nikkei. Les marchés sont en effet –au moins provisoirement- rassurés par l'aide qu'apporte la BCE au système bancaire de la zone euro et par l'amélioration de la situation de l'emploi aux États-Unis. L'euro cote 1,3158\$.

Remarques :

- *Lors de cette première semaine de février, on apprend aussi que la France a enregistré un déficit extérieur record pour 2011 : 69,59 milliards d'euros contre 51,52 en 2010. Ce résultat confirme la dégradation de la compétitivité française, spécialement par rapport à l'Allemagne (notons que l'Italie a de son côté un excédent extérieur du même ordre de grandeur que le montant du déficit français). D'ailleurs, cela se traduit sur le plan boursier : alors que le CAC40 et le DAX30 ont été créés à peu près à la même période, le 31/12/1987 pour le CAC et le 1/7/1988 pour le DAX, et avec sensiblement la même valeur de référence de 1000 points, le DAX30 en est aujourd'hui à 6767 points contre 3428 pour le CAC40. Le DAX30 est dopé par les valeurs des entreprises exportatrices et le CAC40 est plombé par les valeurs bancaires.*
- *Certes, la BCE aide visiblement beaucoup plus les banques que les États mais en aidant les banques elle aide tout de même aussi les États puisque les banques forment le gros du bataillon des financeurs des États. Au total, c'est bien la BCE qui est au cœur de la solution de la crise de la zone euro, sans même parler de son « arme nucléaire ».*
- *De même que l'on est en droit de se demander si les potions amères imposées aux pays européens en difficulté, par souci de discipline budgétaire, n'aggravent pas leur situation, de même il faut se demander si les normes prudentielles imposées aux banques (Bâle III), aux assureurs (Solvabilité 2) et aux fonds d'investissement (UCITS 4) ne poussent pas ces institutions financières à adopter des stratégies trop prudentes pour financer comme il faut les économies et de leurs États. Ainsi, l'orthodoxie peut être totalement contre-productive.*

- ***De manière plus générale, on est en droit de se demander si, dans cette crise, après avoir fait au début et trop peu et trop tard (pour s'attaquer à la crise grecque), on ne va pas aujourd'hui et trop vite et trop fort (pour rétablir l'équilibre des finances publiques)! Ainsi se succèdent deux comportements opposés mais également suicidaires ; et à chaque fois dans un contexte où domine un manque caractérisé de solidarité entre les États membres.***

Le début de la deuxième semaine de février est marquée comme la précédente par la crise grecque qui exaspère de plus en plus les Européens parce que les autorités grecques, marquées par des dissensions entre les différents partis au pouvoir, ne font pas les efforts demandés ou beaucoup trop timidement et lentement ; et elles font de plus une sorte de chantage à la faillite.

Le jeudi 9, une nette évolution se dessine : les autorités grecques acceptent les conditions imposées à leur pays pour leurs créanciers internationaux : réduction de 22% du salaire minimum – de 780€ mensuels à 586-, de 15% des retraites, de 35% des salaires des fonctionnaires, diminution du montant des indemnités de licenciement, augmentation des taxes sur les carburants, cigarettes et alcools, de 20% des taux de TVA ; abaissement du seuil d'imposition de 12 000 euros à 5 000 euros ; profonde réforme des retraites ; libéralisation de 150 métiers. Autrement dit, un programme de très grande d'austérité... qui pourrait tuer le malade (le taux de chômage est d'ores et déjà de plus de 20%). D'importantes manifestations populaires ont lieu en Grèce, ce qui fragilise la coalition qui est au pouvoir. De son côté, l'Eurogroupe étudie l'accord de remise de dettes de 100 milliards d'euros conclu entre la Grèce et ses créanciers privés pour savoir s'il a des chances de ramener le taux de dette publique de la Grèce de plus de 160% aujourd'hui à 120% en 2020. En effet, ces créanciers acceptent d'annuler 100 milliards de dettes en échangeant leurs titres contre de nouveaux titres à 30 ans, avec un taux moyen de 3,6%. Quant à la BCE, elle ferait un geste supplémentaire : elle transférerait au FESF les titres grecs qu'elle a rachetés mais au prix auquel elle les a acquis, soit à 85%-90% de leur valeur nominale, ce qui ferait profiter la Grèce d'une réduction de sa dette de la différence, soit entre 5 et 7 milliards d'euros (de plus, la BCE lancera à la fin du mois une seconde opération de prêts sur 3 ans aux banques, en acceptant en contrepartie des créances de moindre qualité). Reste donc encore en suspens la nouvelle tranche d'aide de 130 milliards d'euros (rappelons que la première était de 110, dont 20 versés par le FMI, 14,7 par l'Allemagne, 11,1 par la France et 27,2 par d'autres prêts bilatéraux européens, le reste correspondant justement aux rachats de dettes par la BCE).

La deuxième semaine se termine négativement sur les places boursières : «-1,60% pour le CAC40 (à 3373 points), -1,09% pour le DAX30, -0,82% pour le Footsie, -0,47% pour le Dow Jones, -0,06% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei.

Le dimanche 12, pendant que les députés votent le nouveau plan d'austérité, la capitale grecque connaît une véritable journée d'émeutes. Ce climat social et politique met la Grèce dans une position insoutenable, sans compter qu'il y a des experts qui prétendent que le plan est insuffisant et qu'il y en a d'autres qui redoutent qu'il soit infaisable. Les uns et les autres sont malgré tout sur un point : le problème essentiel de l'économie grecque est de redresser sa compétitivité, ce qui passe par une puissante stratégie d'industrialisation. En cela, d'autres économies européennes ressemblent au cas grec, dangereusement.

Le mardi 14, trois événements sont à signaler :

- la Commission européenne fait jouer son « mécanisme d'alerte » pour signaler les graves déséquilibres macroéconomiques dont souffrent 12 États membres de l'UE, en dehors de ceux qui sont sous surveillance internationale, et parmi lesquels se trouvent la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et la Hongrie, la situation des trois derniers exigeant selon la Commission un traitement « pressant » ;
- l'agence de notation Moody's dégrade six États de la zone euro (Italie est à A2, l'Espagne à A1, le Portugal, la Slovénie, la Slovaquie, Malte) et met la France en « perspective négative » ;
- l'Eurogroupe se réunit pour en principe décider du second plan d'aide à la Grèce mais son Président J.-C. Juncker décide de reporter la décision, tant sont fortes les dissensions entre des « faucons » -les pays qui ont encore le triple A- tels que l'Allemagne qui sont pratiquement favorables à un défaut de la Grèce parce qu'ils sont convaincus que la Grèce ne pourra jamais

remplir les conditions de son redressement –un rapport de la troïka estime que le poids de la dette grecque représentera en 2020 129% du PIB au lieu des 120% fixés-, et les « colombes » tels que la France qui sont persuadés qu'un défaut de la Grèce aurait des conséquences dramatiques non seulement pour la Grèce mais aussi pour toute l'Europe, surtout à cause des risques de contagion (l'économiste Werner Hoyer, nouveau Président de la BEI, la Banque européenne d'investissement, et ancien membre du gouvernement d'A. Merkel, considère que « si nous perdons ce pays, ce serait un recul de plusieurs décennies pour l'esprit d'unification européen »). Ces dissensions et ces atermoiements –l'Allemagne semble même faire chaque jour un peu plus de surenchère en matière de conditions imposées à la Grèce- alourdissent considérablement la facture européenne à la fois politique, sociale et bien sûr financière de la crise grecque.

Le mercredi 15, le Premier ministre italien Mario Monti fait paraître un excellent article dans le journal Le Monde où il dénonce le déficit de démocratie en Europe. « La tyrannie du court terme, l'excès de l'endettement, public ou privé, le clientélisme ont abouti à un désastre que les populations paient cher. Nul ne peut prétendre que la démocratie nationale irait bien tandis que "l'Europe" irait mal. (...) L'exigence de démocratie, de participation, de transparence est irrésistible ».

Sur les places boursières, la troisième semaine se termine par des évolutions positives dans la mesure où les investisseurs tablent sur un accord sur le cas grec lors de la réunion de l'Eurogroupe le lundi qui suit : +1,97% pour le CAC40 (à 3440 points), +2,32% pour le DAX30, +0,90% pour le Footsie, +1,16% pour le Dow Jones, +1,65% pour le Nasdaq et +4,88% pour le Nikkei. L'euro coté 1,3140\$.

Mardi 21 février : c'est finalement au petit matin de ce mardi, après un véritable marathon (rappelons que c'est la Grèce qui a inventé ce sport...), qu'un accord intervient entre les ministres de l'Eurogroupe sur le second plan d'aide à la Grèce pour lui éviter le défaut de paiement le 20 mars.

Toutes les parties prenantes acceptent de faire des efforts supplémentaires :

- les créanciers privés renoncent non plus à 50% mais à 53,5% de leurs créances, soit à 107 milliards d'euros ; compte tenu d'un taux d'intérêt abaissé à 3,65% pour les nouveaux titres d'une durée qui sera comprise entre 11 et 30 ans, la perte des créanciers privés va s'élever en réalité à au moins 70% ;
- le SEBC renonce aux plus-values qu'il pourrait faire sur les titres publics grecs qu'il a rachetés ;
- les pouvoirs publics grecs sont obligés d'accepter, pour le service de la dette, l'ouverture d'un compte sous le contrôle de la « troïka » (vu l'importance du rôle de la « troïka », certains estiment que le fonctionnement de la zone euro et, de manière plus générale de l'UE, menace la souveraineté des États-nations et donc la démocratie). Cet accord laisse toutefois encore dans l'ombre certaines modalités précises du second plan d'aide, en particulier la réévaluation de son montant initialement fixé à 130 milliards d'euros, de façon à permettre à la Grèce de respecter son engagement d'un ratio de dette publique de 120% en 2020.

Après cet accord, les pays « faucons » restent très dubitatifs et très décidés à ne pas aller au-delà. Ainsi, le ministre des finances des Pays-Bas déclare (Le Monde du 23 février) : « Il y a beaucoup de conditions à remplir avant le feu vert final. Tout est dans la main des Grecs eux-mêmes. Une des plus grandes déceptions des deux dernières années, c'est que la Grèce a déraillé à plusieurs reprises, en dépit du soutien international. Elle n'a pas rempli ses obligations. (...) Même les mesures les moins difficiles, comme les privatisations, n'ont pas été menées. (...) Les deux plans d'aide représentent 240 milliards d'euros. Nous n'avons pas besoin de plus. C'est le maximum que nous pouvons engager ».

C'est également ce mardi 21 février que l'Assemblée nationale française adopte la création du Mécanisme européen de stabilité (MES) qui doit, à partir de 2013, et dans le cadre du Pacte budgétaire européen, remplacer à la fois le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité financière (notons que la Gauche n'a pas voté favorablement, ce qui est considéré comme une « bourde historique » par certains).

Le 22 février, 12 premiers ministres européens de premier envoient aux instances de l'UE une lettre pour demander une relance de la croissance, en prévision du Conseil européen de tout début mars.

On reprend ci-dessous la traduction de cette lettre proposée par Henri Lepage, de l'Institut Turgot (<http://blog.turgot.org/index.php/tag/Réglémentations>) :

« Nous nous réunissons à Bruxelles en un moment particulièrement crucial pour l'avenir des économies européennes. La

croissance est en panne. Le chômage augmente. Citoyens et entreprises sont confrontés aux pires conditions jamais rencontrées depuis des années. Alors que la situation de nos principaux concurrents mondiaux ne cesse de s'améliorer après les heures noires de la crise que le monde vient de connaître, l'instabilité des marchés financiers et le poids des dettes souveraines continuent d'entraver la reprise économique en Europe.

Fondamentalement, l'Europe dispose de nombreux atouts économiques. Mais la crise que nous connaissons est aussi une crise de la croissance. Il est essentiel que chacun d'entre nous s'efforce de remettre de l'ordre dans ses finances nationales. Sans ces efforts nous ne réussirons jamais à retrouver les conditions d'une croissance économique forte et durable. Mais il nous faut aussi moderniser nos structures économiques, améliorer notre compétitivité, et corriger les déséquilibres macroéconomiques. Il nous faut ramener la confiance, chez nos concitoyens, dans les entreprises, sur les marchés financiers, en la capacité de l'Europe de retrouver à l'avenir une croissance forte et soutenable, et ainsi de maintenir son rang dans les échanges et sur les marchés mondiaux.

Nous en avons parlé lors de notre dernière rencontre. Il est bon d'en reparler de nouveau aujourd'hui. Partant des conclusions sur lesquelles nous étions arrivés, le moment est venu de faire preuve d'un véritable leadership et de prendre les décisions courageuses qui permettront d'arriver aux résultats que nos peuples attendent. Nous saluons les efforts déjà accomplis tant aux niveaux nationaux qu'au niveau européen pour répondre à ce défi, et nous espérons que cette nouvelle réunion nous permettra de réaliser de nouveaux progrès en focalisant nos efforts pour relancer la croissance autour de huit grandes priorités clairement exprimées.

En premier lieu, il nous faut continuer à progresser dans la réalisation et l'achèvement du marché unique en renforçant la gouvernance ainsi que l'application effective de ses dispositions. Le rapport de la Commission destiné au Conseil européen du mois de juin devrait donner une liste claire et détaillée d'actions à entreprendre pour réaliser ce double objectif.

En commençant par le secteur des services. Ceux-ci représentent d'ores et déjà près des quatre cinquièmes de l'activité économique, et pourtant il reste encore beaucoup à faire pour que ce marché soit aussi ouvert qu'il le faudrait à la concurrence. Il est urgent d'agir, tant au niveau national qu'européen, pour éliminer les restrictions et les obstacles qui continuent d'entraver la concurrence et l'accès aux marchés, ainsi que pour améliorer la mise en oeuvre effective du principe de reconnaissance mutuelle au sein du marché unique. Nous comptons sur la Commission pour nous donner les résultats de ses investigations sur la façon dont chaque secteur s'acquitte de ces obligations, et pour remplir les obligations d'information qui lui sont fixées par la directive sur les services pour ce qui concerne les efforts d'ouverture du marché des services, ainsi que pour proposer des mesures législatives additionnelles nécessaires à l'achèvement du marché interne des services, si besoin est.

En second lieu, nous devons accentuer nos efforts pour la création d'un véritable marché numérique européen dès 2015. L'économie numérique se développe très rapidement, mais les échanges transfrontaliers restent relativement limités et la créativité y est étouffée par un entrelat complexe de régimes nationaux de droits d'auteur. Il faut agir au niveau de l'Union européenne pour offrir aux consommateurs et aux entreprises les moyens de commercer online en toute confiance, en simplifiant les procédures de licence, en modernisant les systèmes de copyright, en mettant en place des mécanismes de résolution en ligne des conflits transfrontaliers, et en modifiant le cadre européen de signature numérique. Sans pour autant rouvrir le dossier de la directive sur le commerce par internet, nous devrions tirer avantage des récentes propositions de la Commission pour mettre en place un système qui équilibre les intérêts des consommateurs, ceux des entreprises et des détenteurs de droits, et stimule l'innovation, l'activité créatrice, et donc la croissance. Il nous faut aussi poursuivre nos efforts pour construire une infrastructure moderne qui assure une meilleure couverture des besoins en services à large bande, pour développer et élargir l'offre de solutions et de services administratifs en ligne afin de simplifier les procédures de création d'entreprises et de gestion des affaires, ou encore pour faciliter la mobilité des travailleurs.

Troisième point, nous devons tenir notre promesse d'établir un véritable marché unique de l'énergie, efficace et efficient, pour 2014. Tous les États-membres devraient rapidement appliquer intégralement le troisième paquet énergétique européen, en respectant les échéances prévues. L'interconnexion énergétique devrait être renforcée afin d'améliorer la sécurité des approvisionnements. Il est également urgent d'agir, de manière nationale ou collective, pour supprimer les obstacles réglementaires, administratifs et techniques qui freinent l'investissement dans les infrastructures afin de libérer tout le potentiel du marché unique, soutenir la croissance verte et encourager la transition vers une économie pauvre en carbone et efficace énergétiquement. Nous attendons le prochain rapport de la Commission sur le fonctionnement du marché intérieur qui devrait contenir une section évaluant le degré de libéralisation et d'ouverture du marché de l'énergie dans les pays membres. Nous nous engageons également à avancer concrètement vers la mise en place de l'Espace unique de transport européen et la réalisation de l'interconnexion européenne.

Quatrièmement, nous devons réaffirmer notre engagement en faveur de la recherche et de l'innovation en procédant à la mise en place de l'Espace européen de recherche, en créant le meilleur environnement possible pour que les entrepreneurs et les innovateurs commercialisent leurs idées et créent des emplois, en mettant l'innovation au cœur de la stratégie européenne de recherche et de développement. Il nous faut aussi agir de manière décisive pour améliorer les possibilités d'investissement des start-ups innovantes, des sociétés à croissance rapide et des petites entreprises, en créant un régime communautaire efficace de capital risque qui permette aux fonds de venture capital d'opérer sur une base réellement européenne, en évaluant la possibilité d'un projet européen de capital risque s'appuyant sur le Fonds européen d'investissement et d'autres institutions financières en coopération avec les opérateurs nationaux, et en donnant le feu vert à un nouveau programme communautaire fondé sur le modèle du programme de recherche en faveur de l'innovation dans les petites entreprises (SBIR) afin de stimuler un usage plus efficace des procédures d'achats publics avant commercialisation au profit des entreprises innovantes et spécialisées dans la haute technologie. La plus haute priorité doit aller aux réformes dont l'objet est d'encourager la création d'un système de protection de la propriété intellectuelle qui soit efficace et favorable aux entreprises.

Cinq : il nous faut absolument agir pour assurer et conserver une économie mondiale véritablement ouverte. Cette année, il est prévu que nous signions des accords de libre-échange avec l'Inde, le Canada, les pays limitrophes de l'Est européen, et un certain nombre de partenaires membres de l'Association des nations du sud-est asiatique (ASEAN). Il nous faut aussi renforcer nos relations commerciales avec les pays voisins du sud. Un nouvel élan devrait être donné aux négociations commerciales en cours avec ces partenaires stratégiques que sont le Mercosur et le Japon – les négociations avec le Japon devant être lancées avant l'été, pour autant que l'on enregistre des progrès satisfaisants sur l'étendue et l'ambition du projet d'accord de libre-échange. Les accords en cours de négociation ou en projet pourraient ajouter près de 90 milliards d'euros au PNB européen.

Mais il faut aller au delà. Nous avons besoin d'une nouvelle impulsion politique pour renforcer l'intégration économique avec les États-Unis, et envisager toutes les options possibles, y compris celle d'un traité de libre-échange; pour renforcer nos relations commerciales et nos investissements en Russie, après son adhésion à l'OMC; mais aussi pour lancer une réflexion stratégique sur l'avenir de nos investissements et de nos relations commerciales avec la Chine, avec le souci d'approfondir nos liens économiques et de renforcer notre engagement en faveur d'un régime commercial multilatéral fondé sur des règles. Reconnaisant les bienfaits que nous apporte l'ouverture des marchés, nous devons continuer nos efforts pour renforcer le système d'échanges multilatéral, y compris en nous fondant sur le programme de Doha pour le développement, agir pour la conclusion d'accords multilatéraux et plurilatéraux dans les grands domaines et secteurs prioritaires, résister aux tentations protectionnistes et rechercher pour nos entreprises un meilleur accès aux marchés des pays tiers. Par dessus tout, dans nos relations commerciales, nous devons rejeter la tentation de recourir à un protectionnisme autodestructeur.

Six, nous devons préserver, et même renforcer notre programme de réduction du poids des réglementations européennes. Nous saluons l'engagement des institutions de réduire le fardeau réglementaire qui pèse sur les petites entreprises mais nous tenons à ce que cette politique progresse plus vite et s'applique plus profondément au cœur de toutes les institutions européennes tout en sauvegardant l'intégrité du marché unique et en respectant les objectifs plus larges de l'Union. Nous devrions évaluer la possibilité de se fixer des objectifs sectoriels plus ambitieux et nous accorder sur de nouvelles mesures susceptibles de délivrer des résultats tangibles à l'industrie. Nous devrions également afficher de manière claire et visible notre intention d'apporter notre soutien aux micro-entreprises et demander à la Commission de préparer un ensemble de mesures détaillées allant dans ce sens, y compris par voie de possibles amendements à la législation existante. Nous demandons enfin à la Commission de présenter chaque année un rapport qui évalue et détaille ce que coûte à l'industrie et aux entreprises l'ensemble des dispositions réglementaires adoptées et mises en place au cours de l'année précédente.

Sept, nous devons agir sur le plan national et collectivement, tout en respectant les compétences nationales, pour favoriser le bon fonctionnement d'un marché du travail qui offre de réelles possibilités d'emploi et, fondamentalement, permette d'atteindre des taux d'emploi plus élevés pour les jeunes, les femmes et les travailleurs âgés. Une attention particulière doit être accordée aux catégories de personnes vulnérables sorties du marché du travail pendant de longues périodes. Il nous faut aussi renforcer la mobilité du travail afin de réaliser l'objectif d'un marché européen du travail plus intégré et plus ouvert, par exemple en faisant avancer le projet de doter les travailleurs migrants de droits à la retraite supplémentaires, tout en respectant le rôle des partenaires sociaux. Nous devrions également nous préoccuper de continuer à réduire le nombre des professions réglementées en Europe, avec l'inscription dans le droit d'un nouveau test de proportionnalité plus sévère. A cette fin, nous demandons à la Commission de réunir sans délai un nouveau forum pour procéder à une évaluation mutuelle des procédures et pratiques nationales pour identifier et éliminer les barrières réglementaires injustifiées, étudier la possibilité d'autres voies que la réglementation pour assurer la garantie de hauts niveaux d'excellence professionnelle, et apprécier les capacités d'alignement des normes et standards aux fins de faciliter la reconnaissance mutuelle des qualifications professionnelles.

Finalemment, nous devons agir pour nous doter d'un secteur financier solide, dynamique et concurrentiel, qui crée des emplois et apporte un ensemble de services essentiels aux citoyens et aux entreprises. Il faut réduire l'engagement implicite de soutien en toutes circonstances aux banques en difficulté qui fausse le fonctionnement du marché unique. C'est aux banques, et non aux contribuables, de supporter les coûts de leurs engagements risqués. Tout en poursuivant l'objectif d'une concurrence globalement équilibrée, nous devons nous engager de manière irrévocable à soutenir la mise en place d'un système international de normes touchant les capitaux, la liquidité et les possibilités d'effet de levier (sans dilution), et garantir que la législation européenne adhère aux règles de Bâle III afin de répondre de manière stable aux besoins de financement de nos économies. Il faut exiger des banques qu'elles mettent le niveau et la composition de leurs actifs capitalistiques en conformité avec les critères internationaux, sans introduire de discrimination entre investisseurs privés ou publics. Nous demandons aussi qu'elles appliquent de manière rigoureuse les principes définis par le G20 pour ce qui concerne les rémunérations dans le secteur bancaire en conformité avec la législation existante de l'Union européenne.

Chacun de nous reconnaît qu'un tel programme exige la prise de difficiles décisions politiques et exige la présence d'un véritable leadership. Mais il s'agit d'enjeux très importants, et de questions au sujet desquelles il y a déjà longtemps que nous aurions dû agir. Si nous agissons de manière courageuse et efficace, et si nous faisons preuve de volonté politique, l'Europe peut retrouver son dynamisme et nous pourrions remettre nos économies sur le chemin de la croissance économique. Nous nous adressons à vous et aux membres du Conseil européen pour vous demander de répondre instamment aux exigences de réforme qui viennent de nos populations, et ainsi de contribuer à restaurer la confiance dans la capacité de l'Europe à retrouver une croissance forte, saine et durable.

Copie de cette lettre est envoyée à tous nos collègues du Conseil européen. »

Les signataires : David Cameron, Premier ministre, Grande Bretagne; Mark Rutte, Premier ministre, Pays-Bas; Mario Monti, Premier ministre, Italie; Andrus Ansip, Premier ministre, Estonie; Valdis Dombrovskis, Premier ministre, Lettonie; Jyrki Katainen, Premier ministre, Finlande; Enda Kenny, Taoiseach, Irlande; Petr Nečas, Premier ministre, République Tchèque; Iveta Radičová, Premier ministre, Slovaquie; Mariano Rajoy, Premier ministre, Espagne; Fredrik Reinfeldt, Premier ministre, Suède; Donald Tusk, Premier ministre, Pologne.

Le mercredi 28, la BCE lance sa deuxième aide massive en direction des banques, annoncée le 8 décembre (voir à cette date) : 529,5 milliards d'euros sont alloués à 800 banques (contre 489 milliards d'euros à 523 banques lors de l'aide de fin décembre – l'augmentation du nombre de banques concernées s'explique essentiellement par le fait que la BCE a abaissé le niveau de qualité des titres qu'elle demande en garantie). Rappelons que ces aides ont essentiellement un triple but : empêcher l'asphyxie du marché interbancaire (qui amènerait les banques en mal de liquidités à faire des ventes d'actifs forcées et à prix cassés, sans parler d'un risque important de cercle vicieux pour de nombreuses banques), et par là rassurer les marchés, et éviter un « crédit crunch ». La réalisation des deux premiers buts est plus commode et plus rapide que celle du troisième, car, même dans l'hypothèse favorable où les banques ne se montreraient pas frileuses, les effets sur l'économie réelle seront de toute façon assez lents à s'exprimer.

Remarques :

- « La BCE se rapproche ainsi des politiques de détente quantitative de la Fed et de la BoE. Elle s'en démarque cependant sur deux points essentiels. Lorsqu'elles achètent des obligations du Trésor américain ou britannique, la Fed et la BoE prennent sur elles le risque d'une dépréciation de ces titres. À quoi s'ajoute le fait que les sommes ainsi injectées dans les circuits financiers sont intégralement disponibles pour le financement du secteur privé. La politique de la BCE, en revanche, consiste à encourager les banques à accroître leur exposition à la dette souveraine, ce qui augmente les risques de crise bancaire en cas de retour de la défiance envers l'un des États de la zone. (...) Par ailleurs, le recyclage attendu des liquidités de la BCE vers la dette souveraine réduit d'autant les ressources pouvant être affectées au financement du secteur privé. (...) [Mais] en l'absence de tout élément capable de stimuler la demande intérieure, on voit mal ce qui pourrait empêcher la décélération, voire la baisse, du crédit se poursuivre, les banques ne pouvant susciter une demande qui n'existe pas. À défaut de prendre le chemin de l'économie réelle, c'est bien sur les marchés que les liquidités en excès des banques vont être placées » (J. Adda, dans « Alternatives économiques » d'avril 2012).
- Alors que pendant toutes les premières années de son existence, la BCE a mené une politique monétaire avec des taux qui étaient relativement trop bas pour les pays qualifiés aujourd'hui de « périphériques », d'où par exemple la formation d'une bulle immobilière en Espagne, et relativement trop élevés au contraire pour des pays comme l'Allemagne et la France, elle adopte depuis la crise grecque une politique de taux et des mesures non conventionnelles qui ont pour but principal de sauver les pays périphériques en difficulté mais qui en même temps font courir à des pays comme l'Allemagne le risque de formation de bulles immobilière et mobilière.

• Mars 2012 ->

Le jeudi 1^{er}, les ministres de l'économie et des finances de la zone euro se félicitent de l'adoption par la Grèce des mesures exigées d'elle pour que le second plan d'aide - de 130 milliards d'euros - soit concrétisé. Il n'empêche que cette aide reste toujours conditionnée à un accord entre la Grèce et ses créanciers privés, dont la date butoir est fixée au jeudi 8 mars, et également à la participation du FMI. En effet, celui-ci demande –depuis déjà longtemps- que soit augmentée la capacité de prêts du MES : les Européens sont de plus en plus acquis à cette idée mais n'en ont pas encore arrêté les modalités.

Le vendredi 2, signature du nouveau pacte budgétaire européen par 25 pays de l'UE (tous les pays sauf le Royaume-Uni et la République tchèque qui s'abstiennent). Son nom officiel est « **Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM** » - TSCG. Le pacte budgétaire (titre III du TSCG) lie vingt-deux États membres de l'UE : dix-neuf États membres de la zone euro ainsi que la Bulgarie, le Danemark et la Roumanie qui ont décidé d'y participer.

On trouve le texte à l'adresse Internet suivante : <http://www.consilium.europa.eu/media/20386/st00tscg26-fr-12.pdf>

L'alinéa 1 du premier article précise l'objectif essentiel poursuivi : « Par le présent traité, les parties contractantes conviennent, en tant qu'États membres de l'Union européenne, de renforcer le pilier économique de l'Union économique et monétaire en adoptant un ensemble de règles destinées à favoriser la discipline budgétaire au moyen d'un pacte budgétaire, à renforcer la coordination de leurs politiques économiques et à améliorer la gouvernance de la zone euro, en soutenant ainsi la réalisation des objectifs

de l'Union européenne en matière de croissance durable, d'emploi, de compétitivité et de cohésion sociale ».

L'article 3 contient l'essentiel de ce nouveau traité :

« Outre leurs obligations au titre du droit de l'Union européenne et sans préjudice de celles-ci, les parties contractantes appliquent les règles énoncées au présent paragraphe :

- a) la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent ;
- b) la règle énoncée au point a) est considérée comme respectée si le solde structurel annuel des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, tel que défini dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du produit intérieur brut aux prix du marché. Les parties contractantes veillent à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif. Le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne, compte tenu des risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de chaque pays. Les progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et le respect de cet objectif font l'objet d'une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément au pacte de stabilité et de croissance révisé ;
- c) les parties contractantes ne peuvent s'écarter temporairement de leur objectif respectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, telles que définies au paragraphe 3, point b) ;
- d) lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme telle que définie au point b) peut être relevée pour atteindre un déficit structurel d'au maximum 1,0 % du produit intérieur brut aux prix du marché ;
- e) un mécanisme de correction est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation. Ce mécanisme comporte l'obligation pour la partie contractante concernée de mettre en œuvre des mesures visant à corriger ces écarts sur une période déterminée ».

Autrement dit, le nouveau pacte budgétaire maintient les fameuses règles du 3 % maximum de déficit public par rapport au PIB et du 60% maximum de dette publique par rapport au PIB mais les complète par les règles de l'équilibre budgétaire (ou excédent) et du 0,5% maximum du PIB pour le déficit public structurel annuel.

Reste donc la phase de la ratification ; phase qui ne s'annonce pas facile dans la mesure où non seulement de nombreux peuples mais même des responsables politiques de premier plan, tels que le Premier ministre italien, contestent la politique d'austérité choisie comme seule voie possible pour sortir de la crise des dettes souveraines. Car, outre les effets délétères qu'a cette politique sur le bien-être des populations, la récession menace et le taux de chômage s'approche des 11%, avec de grandes disparités selon les pays : par exemple, 23,3% pour l'Espagne, 10% pour la France, 9,2% pour l'Italie et 5,2% pour l'Allemagne.

Le hasard veut que ce soit précisément ce même vendredi 2 mars que choisisse le nouveau premier ministre espagnol – Mariano Rajoy- pour annoncer que son pays venait de prendre comme décision souveraine de ne pas viser pour 2012 un déficit de 4,4% comme promis mais de 5,8%. Inutile de dire comment les différents responsables européens ont jugé un tel dérapage. Mais cette décision s'inscrit dans un contexte qui dépasse l'Espagne et montre qu'il y a en quelque sorte une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité qu'imposent les autorités européennes, et que la nécessité de relancer davantage la croissance n'est pas suffisamment prise en compte. La succession de J.-C. Juncker à la tête de l'Eurogroupe fait apparaître une opposition entre les faucons du Nord, intransigeants sur la rigueur et sur l'austérité, et les colombes du Sud, persuadés que les plans d'austérité risquent de tuer la croissance. Sont de plus en plus nombreux, y compris dans les « pays du Nord », ceux qui demandent « un pacte pour

la croissance » pour compléter le pacte de discipline budgétaire. L'Allemagne est de plus en plus pressée de relancer sa consommation intérieure, à la fois de l'intérieur par les syndicats qui veulent que soit mis un terme à la modération salariale et de l'extérieur par les partenaires qui voudraient qu'elle joue un rôle de locomotive.

Remarque : la belle compétitivité actuelle de l'économie allemande s'explique essentiellement par une politique de grande modération salariale menée pendant plusieurs années -l'indice du coût salarial unitaire est actuellement de 108 contre 131 pour la France et 140 pour l'Italie, avec l'indice 100 pour 1999- et actuellement le climat est en train de changer outre-Rhin (cette politique allemande, qui comporte aussi -et surtout- une dimension structurelle, est menée à partir de 2003 sous l'égide du chancelier Schröder ; elle est appelée « l'agenda 2010 » et s'inspire totalement des propositions faites par une commission ad hoc sur « les services modernes pour le marché de l'emploi », appelée « Commission Hartz » ; ce qui explique que les réformes de l'agenda 2010 sont plus souvent appelées « réformes Hartz »). Le ministre actuel allemand de l'économie W. Schäuble se déclare lui-même favorable à une certaine augmentation des salaires, même si elle est plus importante que dans les autres pays européens (magazine Focus le 7 mai). Cette déclaration entre en résonance avec les revendications de plus en plus fortes des syndicats et de l'opposition parlementaire pour une hausse des salaires, ainsi d'ailleurs que pour la mise en place d'un salaire minimum.

Comme les investisseurs ont anticipé le contenu de la décision de la BCE qui les rassure sur le cas grec et sur le risque de contagion, et que les résultats de la conjoncture américaine sont plutôt encourageants, cela les amène à ne pas chercher à prendre leurs bénéfices ; d'où des résultats mitigés sur les marchés financiers en cette fin de première semaine : +0,98% pour le CAC40 (à 3501 points), +0,83% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,04% pour le Dow Jones, +0,42% pour le Nasdaq et +1,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,1774\$.

Le jeudi 8, la BCE maintient ses taux directeurs. Mais son Président note que des tensions inflationnistes apparaissent de plus en plus alors que la croissance reste atone : on peut donc se demander s'il n'y a pas de risque stagflationniste...

Ce même jeudi est la date limite pour **l'accord avec les créanciers privés sur la restructuration de la dette grecque**. En fin de soirée, on apprend que celle-ci est enfin acquise : 83,5% des créanciers privés de la Grèce acceptent d'abandonner volontairement 53,5% de leurs dettes (les anciens titres sont remplacés par des nouveaux dont la valeur faciale est réduite de ce pourcentage, avec de surcroît une maturité plus longue et des taux plus faibles), les autres sont forcés de le faire par les pouvoirs publics grecs au moyen de « clauses d'actions collectives ». Au total, 105 milliards d'euros des 206 de dettes détenues par les créanciers privés sont « effacés ». De nombreuses banques, y compris françaises comme en particulier le Crédit agricole, subissent de ce fait de lourdes pertes. Mais les investisseurs qui s'étaient assurés contre le risque de défaut de la Grèce vont pouvoir maintenant se faire rembourser avec les fameux CDS. Notons au passage que la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème ont échangé en toute discrétion leurs titres de dette grecque contre des titres portant une nouvelle date d'émission pour ne pas avoir à supporter des pertes comme les créanciers privés.

Le cas grec s'éclaircit aussi par le fait que le FMI accepte ce même jeudi de prêter à la Grèce environ 28 milliards d'euros, dont 1,65 sans délai. Ces fonds sont fournis dans le cadre du Mécanisme élargi de crédit -MEDC- qui permet au FMI de consentir des prêts pour au plus 4 ans.

La seconde semaine de mars connaît d'importantes fluctuations sur les marchés financiers, qui se soldent par de légères pertes : -0,39% pour le CAC40 (à 3487 points), -0,59% pour le DAX30, -0,40% pour le Footsie, -0,43% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et +1,56% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3123\$.

Mais en fin de troisième semaine, les Bourses se montrent optimistes suite à l'apport massif de liquidités par la BCE, à la restructuration de la dette grecque et à l'amélioration de la conjoncture américaine : +3,08% pour le CAC40, +4,03% pour le DAX30, +1,33% pour le Footsie, +2,40% pour le Dow Jones, +2,24% pour le Nasdaq et +2,02% pour le Nikkei. D'ailleurs les États profitent en quelque sorte de cet optimisme en accélérant leurs opérations d'emprunts : ils trouvent assez facilement les capitaux dont ils ont besoin et à un coût tout à fait raisonnable. Ainsi, la France a-t-elle d'ores et déjà emprunté 32% de ses besoins pour l'année 2012, l'Italie 20%, l'Espagne 43% et la Belgique 47%. L'euro cote 1,3176\$.

À la fin de la quatrième semaine du mois, les places boursières sont à nouveau pessimistes et les cours boursiers sont orientés à la baisse : -3,30% pour le CAC40 (à 3476 points), -2,27% pour le DAX30, -

1,86% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, +0,41% pour le Nasdaq et -1,17% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3270\$.

Maintenant que la crise grecque semble bien enrayée et que la BCE comble largement les besoins de liquidités des banques, ce pessimisme paraît sans doute excessif. Cependant, des informations négatives viennent à la fois d'Espagne et d'Italie, ce qui peut faire craindre à nouveau un début de contagion. L'Espagne est obligée d'emprunter à des taux approchant 5,5%, contre 5% pour l'Italie, et ... moins de 2% pour l'Allemagne ; parce que le déficit public est plus élevé que celui qui était attendu (8,5% contre 6%) et qu'il y a une forte opposition populaire à toute politique d'austérité. En Italie, la réforme du marché du travail voulue par le Premier ministre M. Monti fait l'objet de critiques y compris au sein de sa propre majorité, d'où sa menace de démissionner.

Le vendredi 30 mars, la réunion de l'Eurogroupe aboutit au renforcement, tant attendu non seulement en Europe mais aussi par les États-Unis et par le FMI, des fonds de sauvetage dont la zone euro dispose pour se porter au secours des pays en difficulté. La force de frappe est ainsi portée à 800 milliards d'euros (500 du MES + 300 déjà engagés par le FESF). Mais on n'est pas allé jusqu'aux 1000 milliards souhaités par beaucoup à cause de l'opposition des « pays du Nord ».

Ce même vendredi 30, le gouvernement espagnol précise son plan d'austérité dans le cadre de la présentation de son budget : plus de 27 milliards d'économies sont prévus.

Sur les places boursières, la fin du mois de mars est un peu mouvementée et se termine de manière inégale : -1,51% pour le CAC40 (à 3424 points), -0,70% pour le DAX30, -1,48% pour le Footsie, +1,00% pour le Dow Jones, +0,77% pour le Nasdaq et +0,72% pour le Nikkei. L'euro cote 1,334\$.

La fin de mois est également mouvementée sur le front des taux de rendement des emprunts de certains pays. Ainsi, ceux de l'Espagne, qui ont dépassé ceux de l'Italie début mars aux alentours de 5%, sont maintenant supérieurs à 5,5% ; et l'écart de ceux de la France par rapport à ceux de l'Allemagne s'élève à 125 pdb (2,90% contre 1,73%), moins d'ailleurs par la hausse des taux français que par la baisse des taux allemands.

- Avril 2012 ->

La fin de la première semaine est marquée très négativement par la situation de l'Espagne, et plus spécialement par les difficultés qu'elle vient de connaître pour placer un emprunt de 2,5 milliards €. Les marchés craignent à nouveau le risque de contagion : -3,04% pour le CAC40 (à 3320 points), -2,47% pour le DAX30, -0,78% pour le Footsie, -1,15% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -3,92% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3098\$.

Le 14, la Banque centrale chinoise annonce le doublement des marges de fluctuation de sa monnaie par rapport au dollar (de 0,5% à 1%). Cette décision est à la fois un début de réponse à la demande américaine pour un rééquilibrage du commerce bilatéral et un petit pas vers l'internationalisation du yuan.

Le lundi 16, lancement par Eurex, la Bourse de dérivés allemande, d'un contrat à terme sur la dette française. Certes, la période n'est pas très bien choisie comme le montrent d'ailleurs les déclarations de certains candidats à l'élection présidentielle qui en profitent pour renouveler leurs critiques contre les milieux financiers ; également parce que cela peut renforcer chez les investisseurs leur crainte actuelle d'une contagion des tensions observées sur les taux espagnols. Mais ce type de produit dérivé existe ailleurs, y compris en Allemagne ; il ne modifie pas fondamentalement les taux et il peut même accroître la liquidité du marché de la dette française.

La fin de la deuxième semaine d'avril enregistre des baisses encore plus fortes qu'à la fin de la première : -3,94% pour le CAC40 (à 3189 points), -2,82% pour le DAX30, -1,26% pour le Footsie, -1,61% pour le Dow Jones, -2,25% pour le Nasdaq et -0,52% pour le Nikkei. Aux causes des baisses de la première semaine (les dettes européennes et plus spécialement la situation espagnole, le report d'une année par l'Italie de l'équilibre de ses finances publiques, le lancement du contrat dérivé sur la dette française par Eurex, la fragilité du couple franco-allemand et les incertitudes proprement françaises) se rajoute le net ralentissement de la croissance chinoise dont le taux diminue pour le 5^{ème} trimestre consécutif et dont l'objectif gouvernemental est fixé à 7,5%, soit un taux le plus faible depuis 23 ans ! Le CDS de la France dépasse les 200 pdb, ce qui est un record depuis 3 mois ; le taux de rendement des emprunts publics à 10 ans est à 3,097% pour la France contre 1,692% pour l'Allemagne. L'euro cote 1,3078\$.

Le vendredi 20, une quarantaine de membres du FMI gonfle de 430 milliards de dollars ses réserves pour lui permettre de se porter au secours des pays en difficulté financière, ce qui double sa capacité de prêt.

En fin de troisième semaine, les places boursières montrent des performances disparates : -0,02% pour le CAC40 (à 3188 points), +2,52% pour le DAX30, +2,33% pour le Footsie, +1,40% pour le Dow Jones, -0,36% pour le Nasdaq et -0,80%. Notons que la Bourse de Madrid subit une très forte baisse, tant les inquiétudes sont fortes à propos de la situation financière de l'Espagne ; et que cela aggrave la crainte de la contagion comme le montre la progression du spread franco-allemand. L'euro cote 1,32\$.

Le mercredi 25, devant la Commission du Parlement européen chargée des affaires économiques et monétaires, le Président de la BCE M. Draghi fait une intervention très remarquée, parce que d'une part elle fait écho à des appels de plus en plus nombreux en faveur d'un amendement important des politiques actuellement mises en œuvre pour répondre à la crise des dettes souveraines qui sévit dans la zone euro et au profond malaise socio-politique que cette crise entraîne, amendement consistant à donner davantage d'importance à tout ce qui peut favoriser la croissance, et parce que d'autre part cette intervention s'imisce subrepticement dans la campagne pour l'élection présidentielle en France. Cette intervention fait grand bruit dans la mesure où en substance M. Draghi ajoute aux objectifs de restauration des équilibres financiers celui de la croissance comme nécessité au redressement économique, en particulier pour lutter contre le chômage. Il propose même un « pacte de croissance » pour compléter le « pacte de discipline budgétaire ». Mais il ne faut pas s'y tromper : le pacte de croissance souhaité par M. Draghi doit s'appuyer non pas sur des mesures de politiques conjoncturelles de type keynésien mais sur des politiques structurelles (flexibiliser des marchés du travail et de biens et services, favoriser l'entrepreneuriat, l'établissement de nouvelles entreprises et la création d'emplois). Car il ne faut pas que ce pacte de croissance entre en contradiction avec le pacte de discipline budgétaire. Cela sera pour l'Allemagne une condition sine qua non d'acceptation de tout amendement du pacte budgétaire (la position du Président de la Bundesbank est encore plus catégorique que celle du gouvernement allemand : pour lui, la croissance n'est pas la priorité et il n'est pas possible de payer des dettes avec d'autres dettes, alors que Madame Merkel accepte l'idée d'un « agenda de croissance » à mettre au point d'ici le Conseil européen de juin).

Si un consensus se forme de plus en plus pour reconnaître la nécessité d'une croissance plus soutenue, les voies proposées pour y parvenir sont bien différentes (voie « libérale », voie « keynésienne » et la troisième voie, celle de la « croissance verte »). Il peut donc être intéressant d'évoquer ici quelques éléments d'appréciation :

- *D'abord, que nous apprennent les principaux modèles de la théorie macroéconomique ? Les néoclassiques monétaristes –se fondant sur le principe d'anticipations adaptatives– considèrent que si à court terme les politiques de relance peuvent avoir une certaine efficacité, elles ne participent qu'à favoriser l'inflation sur le long terme. Les nouveaux économistes classiques (NEC) sont encore plus radicaux : se fondant sur la HAR –hypothèse d'anticipations rationnelles– ils estiment que même à court terme les politiques de relance sont inefficaces, et cela d'autant plus que joue le principe de l'équivalence ricardienne. Par ailleurs, les NEC privilégient les politiques par les règles imposées à des institutions indépendantes du pouvoir politique au détriment des politiques discrétionnaires pour à la fois éviter les mesures électoralistes et/ou partisans (ce qui peut conduire inexorablement à un gonflement des déficits budgétaires et donc de la dette publique et, par conséquent, à un risque majeur de monétisation de cette dette, avec l'effet inflationniste qu'annonce la TQM), et pour assurer la crédibilité des institutions. Ce à quoi les nouveaux économistes keynésiens rétorquent que les politiques économiques peuvent au contraire retrouver toute leur efficacité, précisément grâce à la HAR ! Voir sur ces différents points les différentes lectures de la courbe de Phillips dans notre document sur les modélisations macroéconomiques.*
- *Les économistes « libéraux » ne sont favorables qu'à des politiques structurelles en faveur d'une flexibilisation des marchés pour permettre à ceux-ci de jouer leurs rôles dans les meilleures conditions possibles. La lettre envoyée en février 2012 par 12 premiers ministres européens, dont D. Cameron et M. Monti, donne une bonne représentation de cette thèse libérale au travers des 8 grandes priorités qu'elle privilégie. Voir ici le contenu complet de cette lettre à la date du 22 février. Mais alors se pose la question des délais, dans la mesure où les mesures structurelles nécessitent toujours beaucoup de temps pour révéler leur efficacité.*
- *En ce qui concerne l'efficacité des thérapeutiques keynésiennes de relance de l'activité, il faut d'abord se rappeler que nous sommes actuellement dans la zone de la trappe monétaire –zone où, dans le schéma IS /LM, la courbe LM est quasiment horizontale– : la politique monétaire n'y est d'aucune efficacité (d'où la nécessité pour la BCE de mettre en œuvre des mesures « non conventionnelles ») alors que la politique budgétaire peut être d'une grande efficacité (voir sur*

ce point aussi notre document cité plus haut). Il s'agit alors de savoir concrètement si la valeur estimée des multiplicateurs keynésiens peut légitimer une telle politique. Les réponses que donnent les différentes études empiriques en la matière sont concordantes. D'abord, les multiplicateurs sont plus élevés en période de crise comme actuellement qu'en période normale – plus de 2 contre environ 1 seulement –, et cela grâce en particulier aux anticipations positives que les agents forment à la suite de l'annonce du plan de relance. Les multiplicateurs budgétaires sont donc fortement contra-cycliques ; mais à condition cependant que les injections de dépenses soient limitées dans le temps. Ensuite, dans notre document pré-cité, il apparaît que le multiplicateur est d'autant plus important que l'économie est fermée, d'où l'intérêt de mener une telle politique budgétaire à l'échelle de la zone euro plutôt qu'à celle d'un État (ce point de vue valide l'idée d'un grand emprunt européen pour favoriser les investissements publics et privés – certains parlent même d'un « plan Marshall »), et que le multiplicateur est plus important en cas de dépenses publiques qu'en cas de réduction des impôts. On peut rajouter que toutes les réductions fiscales ne se valent pas : si la réduction des impôts sur la consommation sont favorables à la croissance, celle des impôts sur le capital ou sur le travail peut avoir des effets pervers et peut donc être contreproductive. Car peuvent jouer les paradoxes de l'épargne et du travail. En ce qui concerne le paradoxe de l'épargne, on connaît l'explication keynésienne : quand la conjoncture est mauvaise, les agents ont une tendance naturelle à augmenter leur épargne de précaution, ce qui déprime encore davantage la demande globale, d'où un cercle vicieux. Se rajoute ici un autre argument à partir de la réduction des impôts sur le capital – dont le but affiché est d'accroître le stock de capital et d'élever par conséquent la croissance potentielle : cette réduction incite tout logiquement les ménages à épargner davantage, ce qui contracte la demande globale, et comme la récession s'aggrave alors, l'épargne globale va diminuer en définitive. En ce qui concerne une réduction des impôts sur le travail, la logique voudrait qu'elle ait un effet expansif. Mais, quand on est dans la trappe monétaire et dans une conjoncture dépressive, les entreprises répercutent la réduction des impôts sur le travail sur leurs prix de vente en les diminuant. D'où une augmentation des taux d'intérêt réels puisque les taux nominaux sont par définition à leur niveau plancher, ce qui ne peut avoir que des conséquences aggravantes sur la situation économique. Au bout du compte, alors que l'on voulait favoriser la reprise de l'emploi, on crée du chômage.

Notons pour finir que cette stratégie keynésienne de croissance prend une forte coloration schumpétérienne quand les dépenses publiques concernent plus spécialement des investissements en faveur de la recherche et de l'innovation.

Le propos du Président de la BCE, de même que l'augmentation du nombre de tous ceux qui souhaitent une modification du cap des politiques de lutte contre la crise des dettes publiques (en suggérant au minimum une augmentation du capital de la Banque européenne d'investissement et la mise en place d'eurobonds et en particulier des « project bonds »), s'explique par l'enfoncement dans la crise économique-socio-politique de la Grèce, par une inquiétante aggravation de la situation de l'Espagne (nette récession, taux global de chômage de 24,44% et de 52% pour les jeunes ; mouvements sociaux contre l'austérité du nouveau gouvernement de M. Rajoy) et par une dégradation de l'emploi dans l'ensemble de la zone euro, où le taux de chômage approche maintenant les 11%. D'ailleurs, le lendemain, le jeudi 26, l'agence S&P dégrade la dette publique de l'Espagne de deux crans, de A à BBB+, avec une perspective négative, ce qui constitue la troisième dégradation en un peu plus d'un semestre.

Note : alors que les eurobonds sont des emprunts lancés au niveau de la zone euro pour mutualiser les dettes publiques – et leurs risques –, les project bonds sont des emprunts lancés en commun par plusieurs pays européens pour financer de grands projets d'infrastructures : les dettes que sont les project bonds ont donc pour contrepartie les actifs que constituent ces investissements.

Ajoutons que pour M. Draghi, la responsabilité principale de la BCE reste d'assurer la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro et le traitement des divergences entre les pays est de la responsabilité des gouvernements parce que c'est à eux d'assurer leur propre équilibre macroéconomique. Il n'empêche que de plus en plus de monde se pose la question de savoir ce que sont devenus les 1000 milliards d'euros injectés par la BCE dans le système bancaire européen, avec le souci d'éviter tout « crédit crunch », dans la mesure où le crédit ne repart pas du tout.

Le vendredi 27, publication chez Odile Jacob du livre de Christian Saint-Étienne, qui vient de démissionner du Conseil d'analyse économique pour cause de désaccord avec la politique économique gouvernementale : « Le Joker européen ; la vraie solution pour sortir de la crise ». Il est présenté de la manière suivante : « La construction européenne a longtemps été une promesse. Désormais synonyme de stagnation économique et d'instabilité financière, l'Europe est devenue le « ventre mou » du monde. Il faut d'urgence en construire une autre. Non pas une Europe fermée sur elle-même, plutôt une Europe offensive qui redonne leurs chances à ses États membres et à ses citoyens. La reconquête exige de

concevoir et de mettre en œuvre un modèle associant stabilité monétaire et souveraineté politique. Pas de monnaie solide ni de croissance durable sans un État européen puissant ! La question décisive est alors celle du périmètre. S'il ne peut être imaginé dans le cadre de l'Union européenne ni dans celui de la zone euro, comment construire le "noyau dur" d'une Europe offensive ? C'est en utilisant bien le « joker » européen que nous pourrions sortir de la crise ». Dans ce livre, Ch. Saint-Étienne évoque la croissance anémique liée à une démographie peu dynamique et surtout une zone euro-fragilisée à cause d'une erreur de conception dès le départ faute de gouvernement économique et de budget fédéral. Et pour traiter la crise de l'euro, l'auteur propose plusieurs options qui consistent à définir la zone euro selon des périmètres différents, à 12, à 8 ? Eugène Berg termine de la manière suivante le commentaire qu'il fait de cet ouvrage : « (...) Christian Saint-Étienne n'accorde qu'un faible crédit à la sagesse collective des pays européens, qu'il résume à un collectif d'égoïsmes. L'éclatement de la zone lui paraît infiniment plus probable que la fédéralisation et celle-ci selon lui s'opérera en une nuit. Gageons que celle-ci sera fort longue, même si elle ne pourra jamais devenir une "nuit polaire". Pourtant il semble se consoler à l'idée de la nouvelle Fédération européenne – dont il esquisse avec *maestria* les règles de fonctionnement – pourrait devenir la deuxième zone économique du monde. Pourquoi l'Europe ne succomberait pas à un tel appel enchanteur ? »

Sur les places boursières, la dernière semaine d'avril est marquée par de fortes fluctuations, causées en particulier par la situation espagnole, mais se termine plutôt sur des hausses : +2,44% pour le CAC40 (à 3266 points), +0,76% pour le DAX30, +0,09% pour le Footsie, +1,53% pour le Dow Jones, +2,29% pour le Nasdaq et -0,42% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3254\$.

• Mai 2012 ->

Le jeudi 3, la BCE maintient ses taux. Lors de sa conférence de presse, M. Draghi précise à nouveau que le « pacte de croissance » qu'il propose doit reposer sur une politique structurelle dont le mot-clé est la flexibilisation, spécialement celle du marché du travail.

La fin de la première semaine du mois se traduit par de fortes baisses sur les différentes places boursières à cause du retour en force du problème des dettes souveraines en Europe et des résultats mitigés de l'économie américaine : -3,19% pour le CAC40 (à 3162 points), -3,53% pour le DAX30, -2,11% pour le Footsie, -1,44% pour le Dow Jones, -3,68% pour le Nasdaq et -1,48% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3083 \$.

Le dimanche 6 mai, François Hollande a la majorité au deuxième tour de l'élection présidentielle. Il deviendra le nouveau président de la République française le 15 mai et annoncera ce même jour la composition de son gouvernement. *Comme F. Hollande a défendu lors de sa campagne une relance de la croissance plutôt de type keynésien-schumpétérien alors que l'Allemagne reste très focalisée sur la discipline budgétaire et que la plupart des pays européens sont certes favorables à la croissance (voir la lettre de 12 premiers ministres du 22 février et les déclarations récentes de hauts responsables à commencer par le Président de la BCE), mais en privilégiant des politiques structurelles, il y aura dans les semaines et les mois qui viennent un débat non pas tellement sur la nécessité de la croissance mais essentiellement sur les moyens à utiliser pour la susciter.*

C'est également le 6 mai qu'ont lieu les élections législatives en Grèce : c'est un véritable cataclysme ! En effet, les deux principaux partis perdent leur majorité à ces élections au profit des partis extrémistes et populistes, de droite et de gauche. Non seulement le pays devient donc ingouvernable mais en plus toute la politique de redressement imposée par les partenaires est complètement remise en cause. Comment vont réagir les marchés ? Car la question de la sortie de la Grèce de la zone euro retrouve quelque actualité. Il est de fait que sur l'ensemble de cette semaine les marchés financiers enregistrent plutôt des baisses : -1,02% pour le CAC40 (à 3130 points), +0,28% pour le DAX30, -1,41% pour le Footsie, -1,67% pour le Dow Jones, -0,76% pour le Nasdaq et -4,55% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2917\$.

Le mardi 8, Hans Kundnani fait paraître un article « Germany : what hegemon ? » où il suggère que l'hégémonie économique de l'Allemagne amène ce pays à faire une pause dans la politique d'austérité qu'elle impose à ses partenaires et accepte de jouer un rôle de « consommateur en dernier ressort ».

Notons que F. Hollande, Président élu –mais pas encore investi– rencontre successivement le Président du Conseil européen et celui de l'Eurogroupe, pour évoquer la situation de la zone euro ainsi que la question

de la relance de la croissance. L'investissement a lieu le mardi 15 mai et dès le soir, F. Hollande se rend à Berlin pour y rencontrer la chancelière A. Merkel. Il est ainsi à remarquer qu'alors que la crise européenne et les questions internationales (OTAN, Afghanistan, G8, G20, ...) n'ont pas pratiquement pas été abordées par les deux compétiteurs lors de la campagne présidentielle elles occupent tous les instants du nouveau Président de la République depuis son élection. Lors de la rencontre entre F. Hollande et A. Merkel, au-delà des amabilités d'usage en ce type de circonstances et d'un véritable accord sur le cas grec, en considérant qu'il faut tout faire pour empêcher la Grèce de sortir de la zone euro, l'un et l'autre sont restés sur leur position : le premier en rappelant sa promesse de campagne à propos de la renégociation du pacte budgétaire, la seconde rappelant que celui-ci est signé par 27 responsables européens depuis début mars et même ratifié par plusieurs États membres et qu'il ne s'oppose pas à la croissance. François Hollande veut que tout soit mis sur la table, de part et d'autre, d'ici le Conseil de fin juin, pour trouver une position commune, et évoque d'ores et déjà des politiques structurelles pour ne pas laisser penser que son projet de relance est purement keynésien.

Quand on y regarde de plus près, il apparaît que si la politique d'austérité menée ici et là pour redresser les comptes publics n'a pas donné les résultats attendus, loin s'en faut, une politique de relance semble être également très difficile à mettre en œuvre.

En matière de politique monétaire, la BCE ne peut guère faire davantage : ses taux la met déjà dans la zone de trappe monétaire, d'où l'utilisation massive qu'elle fait des « mesures non conventionnelles », tout en sachant qu'il n'est pas possible d'obliger les banques à se servir des volumineuses liquidités qu'elle leur alloue pour aider les États ; et une monétisation des dettes publiques par achats directs de titres lui est interdite, et de toute façon l'Allemagne s'y oppose de manière farouche. D'une certaine manière, l'Allemagne raisonne à la façon des Classiques, alors que la BCE se rangerait paradoxalement plutôt du côté de Keynes : en effet, l'Allemagne, ordolibéralisme aidant, considère que le financement d'une manière générale, et plus spécialement celui des administrations publiques, doit se faire sur l'épargne préalable, la BCE met en œuvre une politique consistant à assurer le financement à partir de la création monétaire. Notons par ailleurs que l'efficacité des mesures non conventionnelles de politique monétaire dépend de la nature de l'économie financière au sein de laquelle elles s'expriment : elle est plus importante dans les économies financières de marchés de capitaux que dans les économies financières d'endettement où le financement est largement intermédié. Autrement dit, le QE a plus de chances d'être efficace aux États-Unis que dans la zone euro.

En matière de politique budgétaire, ce n'est pas en augmentant le capital de la BEI ni en raclant les fonds de tiroirs de la Commission que l'on sera à la hauteur des besoins. Ne reste alors pratiquement qu'une solution : celle des euro-bonds, dont on a analysé plus haut les scénarios possibles. Mais cette solution reste pour l'instant virtuelle pour deux raisons, quand on comprend que la mutualisation des dettes – l'union des transferts – ne peut se concevoir sans un climat de grande confiance entre les États partenaires quant à leur volonté et à leur capacité de respecter une grande discipline budgétaire : l'Allemagne continue à s'y opposer, craignant par dessus tout le risque de subir un aléa moral et de devenir le prêteur en dernier ressort de toute la zone euro, et le Président François Hollande reste pour l'instant décidé à ne pas ratifier le pacte budgétaire. On peut ajouter deux remarques : si la solution des euro-bonds ne peut se concevoir sans un minimum de confiance, un système davantage intégré que créerait cette solution augmenterait la confiance en la zone euro, et la solution des euro-bonds prendrait sa vraie dimension que si était accepté davantage de fédéralisme : l'union des transferts suppose davantage de transferts de souveraineté.

Un simple constat, statistique celui-ci, mérite d'être fait pour mieux comprendre ce qui oppose la France et l'Allemagne ainsi que les enjeux du devenir du « couple franco-allemand » : le secteur des biens exportables ne représente que 18% du PIB en France contre 30% en Allemagne, et les dépenses publiques pèsent 57% du PIB en France contre 47% en Allemagne. D'un nécessaire rééquilibrage dépend l'autonomie de la France par rapport à l'Allemagne non seulement sur le plan de l'économie mais également sur le plan politique.

La deuxième semaine du mois est marquée par une chute nette sur les différentes places financières : la possibilité d'une sortie de la Grèce de la zone euro est de plus en plus envisagée (un début de panique bancaire se manifeste en Grèce et le ministre de l'économie français sortant, F. Baroin, estime à 50 milliards d'euros le coût pour la France d'une telle sortie et d'autres experts estiment à au moins 500 milliards d'euros la perte pour toute la zone euro) ; l'agence Fitch dégrade de B à CCC les notes de la dette grecque en devises et en euros ; l'agence Moody's dégrade la note de 16 établissements financiers espagnols ; le ministre allemand de l'économie et des finances déclare qu'il n'est pas question de renégocier l'aide financière à la Grèce, rejoignant en cela la position ferme du FMI ; les marchés ne veulent plus prêter à l'Espagne ni à l'Italie et se demandent maintenant quel pays va suivre le même chemin que la Grèce ! Le taux de change de l'euro ne cesse de chuter, et pas seulement par rapport au

dollar : cela est certes une preuve de la gravité de la situation mais cette baisse est aussi un bon soutien à la croissance tant souhaitée (on estime à 0,5-1 point de croissance supplémentaire du PIB le gain que l'on peut tirer d'une baisse de 10% du cours de l'euro).

La fin de la troisième semaine prouve que la situation politico-socio-économique de la Grèce tourne au chaos (peut-on raisonnablement attendre l'émergence d'une solution politique viable des nouvelles élections législatives prévues le 17 juin ?) : les responsables européens bruxellois et ceux de la BCE commencent à étudier sérieusement des scénarios d'urgence au cas où la Grèce serait, de fait, obligée de sortir de la zone euro. Et, à cause non seulement de la situation gravissime de la Grèce mais aussi des inquiétudes de plus en plus grandes concernant les cas espagnol et italien, c'est aussi la bérézina sur les places boursières : -3,89% pour le CAC40 (à 3008 points), -4,69% pour le DAX30, -5,52% pour le Footsie, -3,52% pour le Dow Jones, -5,28% pour le Nasdaq et -3,83% pour le Nikkei. L'euro continue de baisser : il cote 1,2782\$: seul aspect positif, cette baisse est favorable au soutien de l'activité en Europe.

Le mardi 22, l'UE annonce qu'elle pourrait consacrer 230 millions d'euros de fonds non utilisés de son budget au financement d'importantes infrastructures trans-européennes, ce qui serait la première phase du dispositif « project bonds ».

Le mercredi 23, deux faits sont à noter. Le premier est la tenue du Conseil européen, au cours duquel est avancée l'idée d'une « Union bancaire européenne » pour que les missions de supervision ne soient plus de la responsabilité unique des banques centrales nationales mais d'une instance européenne. Le second fait est que, pour se financer sur les marchés, l'Allemagne lance un emprunt obligataire sur 2 ans à un taux de 0% ! Ce qui signifie que la rémunération des investisseurs va être négative en termes réels ! Mais les obligations vont malgré tout trouver preneurs auprès des investisseurs institutionnels parce que ceux-ci sont de toute façon tenus de placer les fonds qu'on leur confie. Et cela signifie pour le reste de l'Europe que ces investisseurs ont de plus en plus de doutes sur la santé de la zone euro et qu'ils anticipent peut-être même sur une évolution de type « déflation à la japonaise ». Notons que les taux français évoluent à la baisse, contrairement à ce que certains pronostiquaient pour l'après-élection présidentielle. Cette évolution favorable s'explique à la fois par le taux nul annoncé par l'Allemagne et par l'aggravation de la situation en Grèce et en Espagne, le tout faisant des emprunts français des placements plus rémunérateurs que ceux de l'Allemagne et plus sûrs que ceux des pays du Sud. Si bien que l'État français emprunte aujourd'hui à des taux qu'il n'a pas connus depuis la fin des années 1970 et que la charge de sa dette n'a pas fort heureusement explosé malgré l'alourdissement de celle-ci : elle représente 2,8 % du PIB contre 3,6% en 1996.

Il est remarquable que durant cette fin de mois de mai deux questions se posent de plus en plus ouvertement, y compris dans les sphères officielles des gouvernements des États membres et des instances européennes : celle de la sortie de la Grèce de la zone euro -question du « Grexit »- et celle de l'aggravation de la situation espagnole.

Concernant la première, des travaux sont menés ici et là pour évaluer le coût financier du Grexit. Le coût serait maximal pour la Grèce (selon certains calculs, il y aurait une dévaluation de la drachme de 50% à 60%, une inflation de 30% chaque année et une récession de 15% au moins), et c'est l'ensemble des contribuables européens qui seraient sollicités, à moins que la BCE n'accepte de faire fonctionner la planche à billets. Mais une autre solution serait possible pour la Grèce, en réponse aux menaces de refus de l'aider sous prétexte qu'elle ne satisfait pas aux conditions draconiennes qu'on lui impose : c'est de répudier sa dette et/ou d'émettre par sa Banque centrale tous les euros nécessaires à la couverture de ses besoins de financement.

Concernant la question de la situation économique et financière de l'Espagne, il apparaît de plus en plus probable qu'une aide financière lui soit indispensable. En effet, certaines régions sont pratiquement en faillite (l'agence Fitch abaissera le jeudi 31 les notes de 8 régions, notamment la Catalogne, qui est la plus importante du pays, et que l'agence Moody's classe dans la catégorie des « obligations pourries »); et de plus en plus de banques espagnoles appellent au secours l'État pour qu'il les recapitalise : c'est ainsi que la banque Bankia, qui est le résultat de la fusion de 7 caisses d'épargne régionales, après une première demande le 9 mai d'apports de fonds publics à la hauteur de 4,5 milliards, en fait à présent une nouvelle pour un montant de 19 milliards ! Ces demandes de recapitalisation qui se multiplient (la Banque centrale d'Espagne estime à 184 milliards d'euros le montant des « actifs problématiques » accumulés par les banques commerciales et on chiffre à 100 milliards d'euros le coût de la recapitalisation des banques espagnoles) ont des conséquences très négatives : non seulement l'État doit pour y répondre se financer sur les marchés à des taux à 10 ans qui avoisinent 6,5%, ce qui aggrave mécaniquement la situation de ses finances publiques, mais aussi les difficultés de son système bancaire font beaucoup perdre de crédibilité en la possibilité pour le gouvernement de redresser la situation alors que pourtant de gros efforts ont déjà été faits. C'est sans doute pour préserver au maximum cette confiance qui se dissout que le premier ministre dit sur tous les tons –pour

l'instant- que l'Espagne ne fera appel à aucune aide extérieure (et c'est aussi pour éviter les plans d'austérité qui seraient imposés en contrepartie de l'aide accordée). On peut d'ailleurs faire à ce propos de l'aide à l'Espagne deux remarques liées : d'abord, si l'Espagne est obligée de faire appel à la solidarité européenne, c'est en définitive une façon de la mettre sous tutelle de l'Europe, donc de créer un certain fédéralisme de fait, et ensuite, pour reprendre un raisonnement tenu notamment par Christian Saint-Étienne lors de l'émission « C dans l'air » du 6 juin, la BCE, qui aurait pu faire le nécessaire pour aider l'Espagne dès le début de sa crise bancaire, a laissé « pourrir » la situation pour forcer en quelque sorte les responsables gouvernementaux des États membres de la zone euro à définir clairement l'orientation qu'ils comptent donner pour l'avenir à la construction de la zone euro et les amener aussi à reconnaître qu'il faut renforcer ses pouvoirs.

Cela dit, il est de plus en plus évident que les marchés n'hésiteront plus longtemps à désigner clairement le pays européen qui va suivre la Grèce dans la tourmente...

La fin de cette dernière semaine du mois de mai se termine bizarrement sur les places boursières dans la mesure où en définitive les performances ne sont pas mauvaises mais les indices ont connu de fortes fluctuations en cours de semaine, prisonniers qu'ils sont peut-être encore plus que d'habitude des moindres événements et déclarations : +1,33% pour le CAC40 (à 3048 points), +1,10% pour le DAX30, +1,59% pour le Footsie, +0,69% pour le Dow Jones, +2,11% pour le Nasdaq et -0,36% pour le Nikkei. Par contre, l'euro continue à baisser : 1,2517\$, avec toujours l'interprétation ambivalente qu'il faut faire de cette baisse. Car d'un côté, la baisse de la monnaie unique est la marque de la crise de la zone euro et a pour conséquence une augmentation du prix des matières premières et des ressources énergétiques, ce qui pénalise encore plus les pays en difficulté. Mais de l'autre, cela donne une bouffée d'oxygène aux exportations européennes. Il convient de noter sur ce point que c'est l'Allemagne qui en profite le plus puisque c'est elle qui est non seulement la championne européenne de la compétitivité mais surtout c'est elle dont les exportations hors zone euro sont relativement les plus importantes : elles représentent plus du quart du PIB contre moins de 12% pour la France.

À cause du gonflement de la contestation de son action dans le traitement du cas de la banque Bankia, le Gouverneur de la Banque d'Espagne annonce le mardi 29 son départ ; cela ne manque pas d'aggraver le contexte financier espagnol.

Le mercredi 30, la Commission européenne fait paraître une sorte de rapport sur la situation française : elle liste les différents handicaps dont souffre d'après elle l'économie française, en particulier en matière de compétitivité et de finances publiques, et elle recommande pour les surmonter des réformes structurelles.

Ce même jour, la Commission approfondit l'idée d'une « Union bancaire européenne » parce que la situation financière et bancaire des « pays du Sud » est très inquiétante. Il s'agirait pour cette instance à l'échelle européenne 1) de superviser l'ensemble des banques, 2) d'avoir une seule réglementation pour toutes les banques, 3) de résoudre les crises bancaires et 4) de protéger les déposants. Mais, outre les désaccords entre les États membres (certains comme la France souhaitent que l'Union bancaire soit un point de départ, parce qu'elle serait un facteur créateur de confiance, alors que d'autres comme l'Allemagne considèrent qu'elle ne peut être qu'un point d'arrivée, parce qu'ils estiment au contraire que sa mise place nécessite au préalable un minimum de confiance), et sans parler des résistances des régulateurs nationaux, la mise en place d'une telle Union bancaire nécessiterait des ressources communes, ce qui imposerait d'une certaine façon un progrès important en matière de fédéralisme budgétaire. Il faudrait décider également de la nature de l'instance qui serait chargée de piloter ainsi l'Union bancaire, bien que la BCE soit a priori la mieux placée pour jouer ce rôle, surtout qu'il n'y a pas en Europe de Ministère fédéral de l'économie et de finances (rappelons que dans plusieurs pays ce type d'instance est en effet rattaché au ministère et non à la banque centrale ; notons aussi que la mise en place d'une telle instance d'Union bancaire signifierait la disparition de l'actuelle Autorité bancaire européenne –ABE- dont l'efficacité a été très critiquée, notamment en matière de tests de résistance bancaire). Enfin, une telle réforme prendrait de toute façon beaucoup de temps, ce qui imposerait sans doute, vu l'urgence de la situation, de prévoir rapidement au moins la fédéralisation de la protection des déposants.

Comme l'écrit Anne Michel (Le Monde du 1^{er} juin), « L'union bancaire défendue par le commissaire européen au marché intérieur Michel Barnier, procède d'une idée simple : puisque les banques et les États se contaminent les uns les autres –les crises des dettes souveraines entraînant des crises bancaires, et inversement, comme le montrent les cas irlandais, grec, et désormais, espagnol- la solution aux maux de la zone euro passe par la décorrélation de leurs bilans. En clair, il faut couper le lien entre les banques

(qui détiennent des dettes souveraines) et l'État (qui les renfloue en cas de faillite), en transférant à un niveau supérieur, celui de l'Europe, la responsabilité de leur contrôle et, le cas échéant, de leur renflouement ».

L'union bancaire européenne n'est que l'une des quatre thématiques que le Conseil européen pourrait mettre dorénavant à l'ordre du jour de ses prochaines réunions, les trois autres étant l'Union budgétaire, l'Union politique et les politiques économiques.

Le jeudi 31, l'Irlande ratifie le pacte budgétaire européen. Ce résultat était d'autant plus attendu que ce pays avait voté initialement « non » aux traités de Nice et de Lisbonne, et que se développe un peu partout en Europe une contestation des plans d'austérité au profit d'une politique de relance de la croissance.

La fin du mois de mai se caractérise sur les places boursières par de mauvais résultats qui montrent que les investisseurs sont frappés non seulement par la gravité de la situation européenne mais aussi par une rechute de l'économie des États-Unis : -3,20% pour le CAC40 (à 2950 points), -4,57% pour le DAX30, -1,71% pour le Footsie, -2,70% pour le Dow Jones, -3,17% pour le Nasdaq, -1,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2435\$.

• Juin 2012 ->

Le 1^{er} du mois est annoncé par Eurostat un bien triste record : dans la zone euro, le taux de chômage a atteint en avril le taux de 11% (et de 10,3% dans l'UE).

Le 6, le ministère allemand de l'économie divulgue un document établi par la Chancellerie à l'intention de l'opposition pour les prochaines discussions qu'A. Merkel doit avoir avec elle. Ce document est consacré à « plus de croissance en Europe », mais il y est clairement affirmé que cela ne peut se faire qu'en réduisant les dettes publiques et qu'en faisant des réformes structurelles, et qu'en ces matières seuls les États membres sont responsables directement. Ce texte entre en contradiction avec la stratégie dessinée par le nouveau Président français et son gouvernement. Et dans un entretien télévisé le 7, A. Merkel fait un pas supplémentaire : comme la mise en œuvre de l'euro a déjà divisé l'espace européen en deux, elle considère que ce serait possible de subdiviser la zone euro elle-même en deux pour réaliser, avec les pays qui le veulent et le peuvent, en plus de l'union monétaire une union budgétaire ; et à terme, une union politique : « nous avons besoin avant tout d'une union politique. Nous devons, pas à pas, abandonner des compétences à l'Europe ».

Le jeudi 7, l'agence Fitch dégrade la dette souveraine de l'Espagne de 3 crans, de A à BBB, ce qui la place à 2 crans seulement de la catégorie « spéculative ». Plusieurs facteurs négatifs motivent une telle décision : le coût prévisionnel de la recapitalisation bancaire (entre 60 et 100 milliards d'euros), la récession qui perdure et la forte probabilité d'un recours à une aide extérieure.

Ce même jeudi 7, la Banque centrale chinoise révisé à la baisse, pour la première fois depuis 2008, ses taux directeurs d'un quart de point. Cet assouplissement monétaire s'explique essentiellement par la nécessité de soutenir une croissance qui souffre de plus en plus de la situation de la zone euro, qui est le premier partenaire commercial de la Chine. Signalons que l'Inde et le Brésil sont eux aussi confrontés à un ralentissement de leur activité. L'atonie de l'économie européenne a des conséquences de plus en plus manifestes sur la croissance mondiale, et cela inquiète toutes les économies, qu'il s'agisse de celles des pays émergents ou de celle des États-Unis.

Le week-end des 8, 9 et 10 juin est remarquable à deux titres pour la zone euro.

D'abord, l'Espagne se résout à accepter l'aide dont elle a indiscutablement besoin : l'enveloppe décidée par ses partenaires européens est de 100 milliards d'euros maximum. L'Espagne est le quatrième pays de la zone euro à être ainsi secouru, après la Grèce, l'Irlande et le Portugal. Certes, cette aide vise a priori le sauvetage du système bancaire espagnol, mais il est prévisible que l'État espagnol lui-même en aura besoin à plus ou moins brève échéance (les marchés ne s'y tromperont pas puisque dès le 18 les taux d'emprunt à 10 ans s'envoleront à plus de 7,2%, ce qui est jugé critique sur le long terme). En attendant, l'Espagne obtient cette aide, sans avoir à mettre en place un plan d'austérité en contrepartie, comme ce fut le cas pour les autres pays (il n'empêche que le FMI déclarera le 15 que l'Espagne doit appliquer un plan de réformes « clair et cohérent »). Alors se posent plusieurs questions : d'abord, évidemment, celle du « deux poids, deux mesures », c'est le cas de le dire (les petits payant davantage que les plus gros) ; la

question de savoir si la « force de frappe » des fonds d'urgence européens y suffira in fine ; et la question du sort de l'Italie, pays qui suit l'Espagne sur la liste (l'Italie a une dette publique qui représentera plus de 123 % du PIB à la fin de cette année, ce qui la place en 2^{ème} position dans la zone euro après la Grèce) : d'ailleurs, à peine le cas des banques espagnoles est-il traité que se tendront les taux d'emprunt sur la dette publique italienne en dépassant le seuil des 6% dès le début de la semaine suivante ! Se rajoute une question qui démontre que l'économie se teinte souvent de morale, et de manière ambivalente : comme l'écrit A. Michel (Le Monde du 14 juin), « cent milliards d'euros, c'est l'équivalent, en France, de 7,5 milliards d'années de SMIC –ou de 190 000 salariés payés au SMIC pendant 40 ans. (...) Demander aux citoyens européens d'aider les banques espagnoles, qui ont spéculé, depuis la fin des années 1990, (...) n'est pas le moindre des crève-cœur. (...) Et pourtant. L'aide aux banques espagnoles est nécessaire. Laisser tomber les caisses d'épargne, qui ont alimenté la bulle immobilière jusqu'à son éclatement, en 2008, reviendrait à laisser tomber les Espagnols et à les plonger dans une situation de grande pauvreté, à la façon des Grecs ».

Ensuite, d'après des informations données par l'hebdomadaire allemand « Der Spiegel », il semble que les principaux responsables européens – le Président de la Commission européenne J.-M. Barroso, le Président du Conseil européen H. Van Rompuy, le Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker et le Président de la BCE M. Draghi - mettent au point un projet d'Union budgétaire pour faire sortir la zone euro de l'ornière dans laquelle elle s'embourbe actuellement. Selon ce projet, les États membres ne seraient en mesure de décider de manière autonome des dépenses budgétaires que dans la mesure où celles-ci seraient couvertes par des recettes, et devraient signaler à l'Eurogroupe tout dépassement éventuel : ils ne pourraient donc plus émettre de nouvelles dettes indépendamment les uns des autres.

C'est d'ailleurs dans l'espoir de ces évolutions favorables que les marchés ont terminé la semaine sur des performances positives : +3,43% pour le CAC40 (à 3052 points), +1,33% pour le DAX30, -3,22% pour le Footsie, +3,59% pour le Dow Jones, +4,04% pour le Nasdaq et +0,23% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2517\$.

Le mardi 12 juin, l'Agence française du Trésor lance un emprunt – OAT- à 50 ans et à un taux actuariel de 3,27% ! Et c'est un succès (la demande est plus du double de l'offre). Même des pays comme l'Allemagne n'osent pas une telle opération.

Ce succès s'explique par le fait que la France réunit deux facteurs particulièrement favorables aux yeux des investisseurs : une population qui a une bonne démographie et une population qui accepte des taux de prélèvements obligatoires élevés depuis longtemps.

Le mercredi 13 juin, l'agence Moddy's abaisse de 3 crans la dette publique espagnole, considérant que le plan d'aide aux banques ne suffira pas et que les finances publiques espagnoles vont se dégrader. En ce qui concerne les banques espagnoles, leur situation reste critique : ne trouvant pas sur le marché interbancaire le refinancement dont elles ont besoin, elles sont obligées de solliciter directement la BCE et leur dette auprès d'elle ne cesse de s'accroître.

Le jeudi 14, le Président se rend à Rome pour préparer la rencontre à quatre du 22 (avec en plus A. Merkel et M. Rajoy) qui doit elle-même préparer la réunion du Conseil européen des 28 et 29 : il y a un large accord entre le président du Conseil italien M. Monti et F. Hollande, en particulier sur la nécessité de relancer la croissance. Le hasard veut que le même jour l'agence américaine Egan-Jones dégrade de 2 crans la note de la dette publique française en la faisant passer de A (il y avait eu une baisse de AAA à A en juillet 2011), à BBB+, avec une perspective négative, parce que cette agence estime que la tendance des finances publiques françaises est « désastreuse et que le pire est encore à venir ».

La fin de la troisième semaine se termine sur les marchés par des résultats en demi teinte parce que les investisseurs ont été rassurés –peu de temps- sur le sort des banques espagnoles mais surtout ils sont en attente des résultats des élections législatives en Grèce et ils sont inquiets de la tournure que prennent les relations franco-allemandes (toute la semaine a été émaillée par des petites phrases peu aimables entre les responsables de part et d'autre du Rhin) : +1,18% pour le CAC40 (à 3088 points), +1,61% pour le DAX30, +0,80% pour le Footsie, +1,70% pour le Dow Jones, +0,50% pour le Nasdaq et +1,30% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2638\$.

Les querelles franco-allemandes - qui traduisent aussi l'opposition plus ou moins sourde entre les pays du Nord (de l'Europe) et les pays du Sud (de l'Europe) - révèlent un vrai débat sur les scénarios de sortie de crise pour la zone euro ; avec d'un côté

une politique de relance avec malgré tout la restauration de l'équilibre budgétaire et de l'autre la défense de la politique actuellement menée, celle du mariage de l'austérité budgétaire et des réformes structurelles. Mais, selon Martin Wolf, éditorialiste au Financial Times (voir Le Monde du 20 juin), les deux scénarios ont peu de chances de réussir. Il écarte aussi deux scénarios alternatifs, celui de l'union fédérale, parce que c'est pour l'instant inaccessible, et celui de l'union de transferts parce qu'il est politiquement irréalisable et économiquement contestable (les pays les plus pauvres ne sont pas appelés durablement à n'enregistrer que des déficits). Il propose alors de combiner deux formes d'union : une union d'assurance et une union d'ajustement. L'union d'assurance apporterait un soutien « temporaire et ciblé aux pays frappés par des crises graves ». L'union d'ajustement fournirait « un ajustement symétrique face aux changements de circonstances, parmi lesquelles les fluctuations du financement ».

De son côté, Daniel Cohen (Le Monde du 23 juin) analyse ces querelles franco-allemandes comme le résultat d'un « dialogue de sourds » : « les Français veulent renforcer l'union économique, les Allemands veulent un accord préalable sur l'union politique. Personne ne semble comprendre ce que l'autre veut dire. Les Allemands entendent les propositions françaises comme une nouvelle édition du slogan "L'Allemagne paiera" (...) Les Français interprètent l'intégration politique à l'allemande comme un droit de regard et d'ingérence sur leur système de protection sociale ».

En ce qui nous concerne, nous voyons dans cette opposition entre la France et l'Allemagne la réaffirmation de principes qui structurent les positions de chacun des deux pays depuis longtemps. En France, on a toujours été réticent à tout abandon de souveraineté qui signifierait en clair qu'on donnerait la possibilité de censurer les politiques voulues par le peuple français à des organismes dont la légitimité démocratique est sujette à caution, ou, ce qui serait encore plus inacceptable, à un pays étranger sous prétexte qu'il détient le leadership économique. Et la conception française de la construction européenne est plutôt de type intergouvernemental. En Allemagne, on est depuis pratiquement le premier quart du 20^{ème} siècle fidèle à l'ordolibéralisme : voir ce qui est écrit ici pour le mois de septembre 1958 ; et la conception de la construction européenne est plutôt de type fédéral.

Le dimanche 17 juin ont lieu des élections législatives à la fois en France (2^{ème} tour) qui donnent la majorité absolue au Parti socialiste, et en Grèce qui voit la victoire de la Nouvelle Démocratie, parti conservateur plutôt favorable aux plans de redressement et qui va devoir composer une coalition gouvernementale avec le parti socialiste.

Les 18 et 19 se tient au Mexique une réunion du G20, peu fructueuse selon l'avis général...

Le 22, réunion à Rome, des dirigeants de la France (F. Hollande), de l'Allemagne (A. Merkel), de l'Espagne (M. Rajoy) et de l'Italie (M. Monti). La France semble se ranger à l'avis de l'Allemagne sur les euro-bonds en les considérant comme un point d'arrivée plutôt qu'un point de départ ; également sur la mutualisation de la dette en reconnaissant que cela prendra beaucoup d'années.

Il semble donc que l'Allemagne ne sera pas prête à changer profondément de stratégie lors du sommet européen de la fin du mois. Certes, elle accepte d'ores et déjà des mesures pour aller dans le sens souhaité par le Président français sur la relance de la croissance mais elles ne font que réaménager des dispositifs existants – mobilisation des fonds structurels pour un montant de 55 milliards, recapitalisation de la BEI à hauteur de 10 milliards (avec possibilité de lever 60 milliards -ce qui est de la dette supplémentaire) et lancement de project-bonds pour 4,5 milliards d'euros- et c'est pour pouvoir d'autant mieux imposer le pacte budgétaire (plan total de 120 à 130 milliards).

Lors de l'avant-dernière semaine du mois, il y a un calme plat sur les marchés financiers : +0,11% pour le CAC40 (à 3091 points), +0,54% pour le DAX30, +0,64% pour le Footsie, -0,99% pour le Dow Jones, +0,68% pour le Nasdaq, +2,67% pour le Nikkei. Remarque : d'après l'étude d'un cabinet d'expertise et de conseil financier, le prix des actions des entreprises du CAC40 reflète aujourd'hui leur « valeur à la casse », c'est-à-dire ce que ces entreprises recevraient si elles étaient obligées de revendre immédiatement les actifs réels qu'elles possèdent à leur valeur comptable.

L'euro cote 1,2570\$.

Le lundi 25, deux faits marquent la vie économique européenne.

D'abord, Chypre demande de l'aide : elle est ainsi le cinquième pays européen à le faire après la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne. La situation de Chypre est très inquiétante au point que certains pensent même qu'il pourrait s'agir du premier pays à demander sa sortie de la zone euro... Cette situation est assez spécifique. D'abord, le système bancaire chypriote est surdimensionné et les banques sont malades des dettes grecques qu'elles ont accumulées. De plus, le bilan des banques est très déséquilibré dans la mesure où la part qu'y occupent les dépôts bancaires est très excessive, avec en particulier beaucoup de dépôts venant de pays étrangers, en particulier de Russie et d'Ukraine, parce que Chypre est de fait un paradis fiscal. Ensuite, Chypre souffre de l'éclatement de la bulle immobilière qui s'était gonflée en liaison avec l'importante activité touristique de l'île. Enfin, étant donné ces difficultés et la

mauvaise situation économique générale que celles-ci entraînent, les investisseurs sont particulièrement méfiants, ce qui rend problématique le financement de Chypre sur les marchés.

Ensuite, les responsables des instances européennes (H. Van Rampuy, J.M. Barroso, J.-C. Juncker et M. Draghi) publient un rapport préparatoire au Sommet européen des 28 et 29 (écrit sous la signature unique de H. Van Rampuy, avec pour titre « Vers une véritable union économique et monétaire » (voir le texte à l'adresse : www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131278.pdf). Parce qu'ils tiennent compte de la position allemande contre la mutualisation des dettes souveraines et la mise en place rapide des euro-bonds, et de la position française contre davantage d'intégration politique, ils font de la seule union bancaire leur priorité.

Le mercredi 27, F. Hollande reçoit A. Merkel pour préparer le sommet des deux jours suivants et tenter de rapprocher les points de vue français et allemand.

Les jeudi 28 et vendredi 29 a lieu le tant attendu Conseil européen à Bruxelles.

Pour nous, deux problèmes sont posés aux dirigeants européens. Il y a bien entendu le problème d'actualité urgente, qui n'est d'ailleurs plus tellement celui de la Grèce mais bien davantage celui de l'Espagne et de l'Italie, dont les taux d'emprunt sont montés depuis plusieurs semaines à des taux intenable. Mais il y a aussi, plus profondément, le problème de la crise de la zone euro tout entière à laquelle il faut fournir –enfin– une réponse crédible et durable.

Deux documents importants sont publiés :

D'abord, les conclusions du Sommet :
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131408.pdf

Ensuite, la déclaration commune faite à l'issue du Sommet :
www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131360.pdf



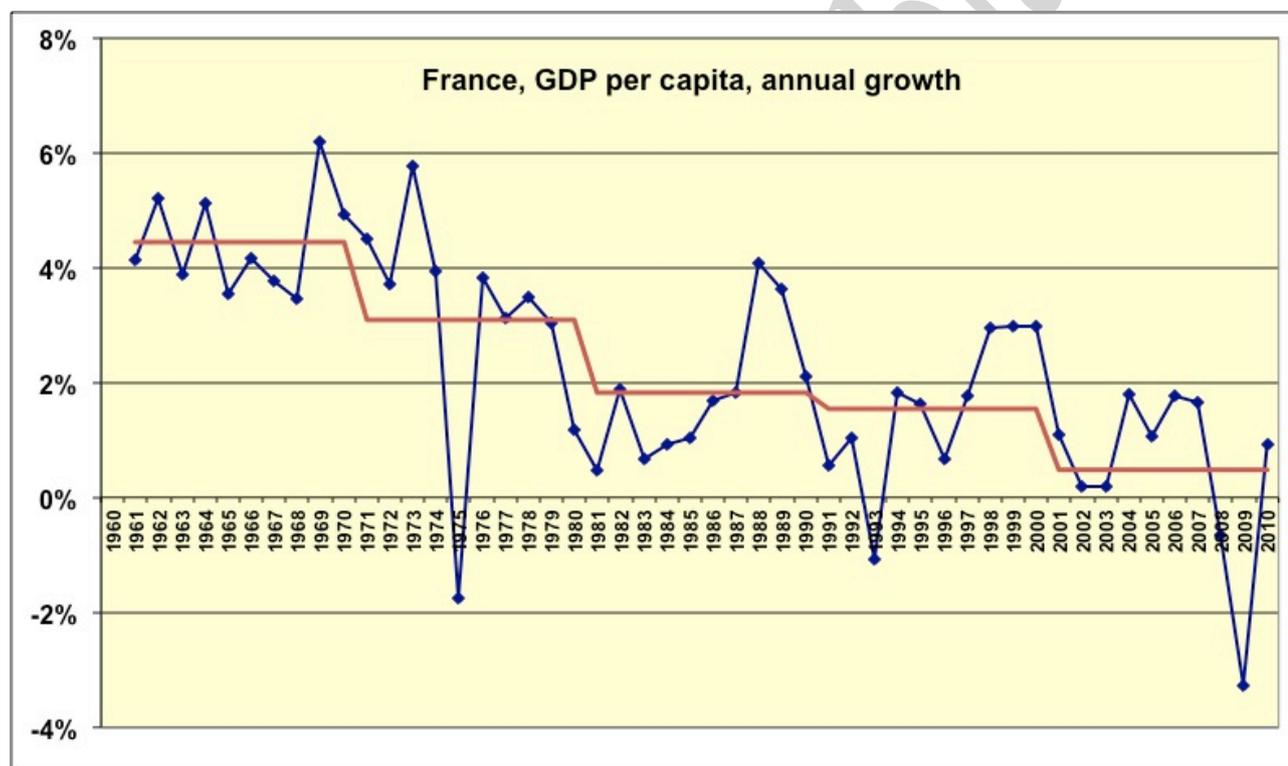
Dès la fin du Sommet au petit matin du vendredi (après le repas à 27 du jeudi soir, M. Rajoy l'Espagnol et M. Monti l'Italien demandent la tenue immédiate d'un sommet limité aux États membres de la zone

euro, sommet qui se termine à l'aube par un compromis obtenu de haute lutte), les marchés boursiers mondiaux connaissent tout de suite au cours du vendredi de remarquables progressions ; comme les Bourses connaissent leur plus belle séance de l'année, certains parlent d'euphorie. On constate aussi que les taux d'emprunt exigés de l'Espagne et de l'Italie se détendent aussitôt. Cela semble donc démontrer que le Sommet est un grand succès... et que le « forcing » réalisé par l'Espagne et l'Italie a réussi.

Les résultats de ce sommet, qui a des chances d'être considéré comme historique, peuvent être résumés en six points principaux :

- Premièrement, il y a l'adoption d'un plan de relance de 120 milliards comme annoncé plus haut, résultante de plusieurs mesures (recapitalisation de la BEI, déblocage de fonds structurels, « project-bonds »).

La question de la croissance est cruciale. Non seulement sur le plan pratique –comment concrètement la « relancer » ?- mais aussi –et d'abord- sur les plans de la théorie économique (quel contenu donner à la croissance, quels en sont les ressorts, les avantages et les coûts ?) et de l'écologie politique : en quoi la croissance tant recherchée est-elle vraiment nécessaire et est-on sûr que le processus de « destruction-créatrice » sur lequel elles repose ne devient pas négatif ? Voir sur ces questions en particulier le blog de Jean-Marc Jancovici (www.manicore.com), où on trouve notamment le graphique suivant, celui de la croissance annuelle du PIB par habitant en France, qui montre que de toute façon il est illusoire d'espérer le retour d'une croissance suffisante pour résoudre à elle seule tous nos problèmes, à commencer par celui du chômage :



Note : la courbe rouge représente l'évolution de la moyenne par décennie (Source : Banque mondiale, 2012).

- Deuxièmement, il y a accord de principe sur le pacte de stabilité budgétaire. Avec le 1^{er} point et celui-ci, on aboutit bien à un réaménagement du pacte de discipline budgétaire initial en lui adjoignant un « volet croissance », appelé « Pacte pour la croissance et l'emploi ».

- Troisièmement, les FESF/MES vont pouvoir recapitaliser les banques européennes directement, sans passer par les États, et donc sans peser sur les dettes souveraines ; mais cette aide est soumise à des conditions pas encore très précisées.

- Quatrièmement, ces fonds de secours vont pouvoir aussi acheter de la dette souveraine sur les marchés, de façon à y faire baisser les taux d'intérêt pour que ceux-ci n'aggravent pas la situation financière des États en difficulté mais qui font cependant des efforts pour la redresser. Notons que sur les 700 milliards

d'euros dont ces fonds disposent, 200 ont déjà été utilisés pour venir en aide à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal. Or, il n'est pas actuellement prévu d'augmenter l'enveloppe globale.

- Cinquièmement, il y a lancement de l'Union bancaire européenne avec, plus rapidement qu'on ne pouvait l'imaginer, une supervision bancaire centralisée par la BCE.

Signalons que le projet d'union bancaire soulève en Allemagne même une grosse controverse entre des dizaines d'économistes : il y a ceux qui défendent le projet en l'estimant très cohérent avec l'union monétaire et le grand marché unique ; et il y a ceux qui, au contraire, estiment que l'union bancaire peut nuire gravement à des économies en bonne santé comme celle de l'Allemagne. Dans l'appel que ceux-ci ont lancé, on peut lire : « les dettes des banques sont presque trois fois plus grandes que les dettes des États et se montent dans les cinq pays en crise à plusieurs milliards d'euros. Les contribuables des pays européens encore solides ne peuvent pas prendre la responsabilité de garantir ces dettes ».

- Sixièmement, création d'un brevet unique européen, dans le but de réduire le coût des inventions.

Par contre, on constate que le Sommet n'a pas traité de la question de la mutualisation des dettes et des euro-bonds, et pas davantage de celle de l'intégration politique...

Pour Mario Draghi, interrogé par Le Monde (édition des 22-23 juillet), « le sommet a été un succès. Pour la première fois, me semble-t-il, un message clair a été donné : sortir de la crise avec plus d'Europe. En mettant en place une feuille de route pour créer une union à quatre composantes : financière, fiscale, économique et politique. Avec des outils concrets : une union financière, un superviseur bancaire, des fonds de secours à même de recapitaliser les banques quand cette supervision sera en place. Et un calendrier de mise en œuvre ». Et le Président de la BCE en profite pour rappeler que « notre mandat n'est pas de résoudre les problèmes financiers des États mais d'assurer la stabilité des prix et de contribuer à la stabilité du système financier en toute indépendance », tout en affirmant par ailleurs que « notre mandat est de maintenir la stabilité des prix pour éviter une inflation trop élevée mais aussi une baisse généralisée et globale des prix : si nous constatons de tels risques de déflation, nous agirons (...) Nous devons maintenir la stabilité des prix dans les deux sens, faire face aux problèmes tels qu'ils se posent et agir sans préjugés ».

Le même vendredi 29, la chancelière allemande fait adopter le MES par le Parlement, à la majorité des 2/3.

Par contre, les lendemains du Sommet n'ont pas du tout la même tonalité en Angleterre : le Premier ministre David Cameron reçoit une lettre d'une centaine de députés conservateurs lui demandant de faire un référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'UE. On sait que le Royaume-Uni a depuis toujours une position très particulière au sein de l'UE mais l'euro-scepticisme y devient maintenant très important, pour des raisons à la fois économiques (les institutions et les décisions de l'UE menacent la City) et politiques (pour des raisons électorales, le parti de D. Cameron est obligé de développer une attitude anti-européenne).

La fin du mois de juin se termine sur les places boursières de manière positive grâce à l'accord obtenu lors du Sommet européen, dont l'ampleur a plutôt agréablement surpris les investisseurs : +3,42% pour le CAC40 (à 3197 points), +2,44% pour le DAX30, +1,04% pour le Footsie, +1,89% pour le Dow Jones, +1,47% pour le Nasdaq, +2,37% pour le Nikkei. L'euro cote 1,26\$.

On voit une fois de plus que les marchés réagissent toujours très rapidement aux événements et aux informations ; en tous les cas plus rapidement que beaucoup d'analystes, en particulier ceux qui se disent sceptiques –et inquiets– à cause du flou des mesures envisagées. Sans parler des critiques ouvertes –et vertes– que font certains, comme ceux qui dénoncent le manque d'avancée en matière d'union budgétaire, comme aussi ceux qui craignent une « incohérence temporelle » entre le sauvetage des banques espagnoles et la mise en place de la supervision bancaire européenne, ou encore comme J.-M. Daniel qui traite de « rooseveltisme lilliputien » le programme de relance de 120 milliards, qui, il est vrai, ne représente que 1% du PIB de l'UE.

Cette bonne ambiance générale –même les agences de notation considèrent que le Sommet européen constitue un tournant important dans l'évolution de la crise de la zone euro– est cependant un peu ternie par la position très rigide de la Finlande qui compte s'opposer au rachat de dettes souveraines par le MES.

• Juillet 2012 ->

Ce mois de juillet est marqué par l'éclatement d'un scandale financier d'une ampleur encore mal estimée mais qui s'annonce comme considérable : celui de la **manipulation du LIBOR**. Le LIBOR (London Interbank Offered Rate) est le plus important taux interbancaire de référence. Il est publié quotidiennement par l'Association des banques anglaises. C'est l'agence financière Thomson Reuters qui le calcule en recueillant auprès d'une vingtaine de grandes banques les taux auxquelles elles empruntent leurs liquidités et en détermine la moyenne après avoir éliminé le quart des valeurs les plus hautes et le

quart des valeurs les plus basses. Le LIBOR est non seulement un taux directeur pour les emprunts et contrats de dette qui sont indexés sur lui mais aussi un indicateur précieux sur la santé du système bancaire. Le scandale a commencé en 2005 par une véritable fraude de la part de la banque Barclays pour augmenter ses profits, mais à partir de 2008 la manipulation, qui a été le fait de plusieurs banques, et qui a consisté à communiquer un taux d'emprunt plus faible que le taux réellement pratiqué, a eu pour but d'embellir leur situation. Notons qu'à cet énorme scandale s'en ajoute un autre, plus limité, qui concerne la banque HSBC, accusée d'opérations de blanchiment d'argent issu du trafic de drogues sud-américain. *Tout cela montre non seulement que le système bancaire est capable de pratiques inadmissibles mais que son lobbying est suffisamment puissant pour éviter qu'on lui impose la transparence qui le moraliserait et limiterait ses profits exorbitants : les banques ont en effet réussi à s'opposer aux recommandations faites par un groupe de travail réuni en 2010 par la Fed pour rendre plus transparentes les transactions interbancaires et les opérations sur les marchés dérivés. D'un point de vue encore plus général, et mondial, l'impuissance des autorités gouvernementales et monétaires à imposer une véritable régulation de la finance – à cause essentiellement de leur désunion au niveau international malgré les déclarations d'intention lors des G20 successifs – est un facteur très aggravant de la crise économique mondiale et de la crise des dettes souveraines en Europe : ce sont en effet les banques qui, par définition, alimentent en moyens de paiement et de financement l'ensemble des pôles du circuit économique et, par conséquent, leur dysfonctionnement désorganise la dynamique économique. Et, réciproquement, une dynamique économique pleine d'essoufflements ne peut être favorable à la situation des banques ; d'où un cercle vicieux.*

Le lundi 2, en France, le Premier Président de la Cour des Comptes, Didier Migaud, remet au Premier ministre un rapport sur « la situation et les perspectives des finances publiques » (www.ccomptes.fr/index.php/Publications/Publications/Situation-et-perspectives-des-finances-publiques-2012).

La lecture de ce travail très complet et très pédagogique fait essentiellement apparaître deux faits. D'abord, il n'y a pas de « cadavres dans les placards » laissés par le gouvernement précédent. Ensuite, dans la mesure où le Président de la République tient absolument à revenir de 4,5% du PIB pour le déficit public en 2012 à 3% dès 2013 (puis à l'équilibre budgétaire en 2017), il faudra trouver l'année prochaine 33 milliards d'euros, en plus des 7 milliards et quelques pour 2012 à cause de la révision à la baisse du taux de croissance : cela va nécessiter des efforts budgétaires considérables qui commandent une vraie politique d'austérité, avec pour risque essentiel de faire entrer notre économie dans le cercle vicieux de la récession – et de régression pour bon nombre de citoyens français en matière de niveau de vie, à commencer par les fonctionnaires.

Il aurait été intéressant de renégocier avec les partenaires non pas tellement un pacte de croissance (tout le monde est d'accord sur la nécessité d'une croissance plus soutenue mais il y a désaccord sur les moyens pour y parvenir) mais bien plutôt un étalement dans le temps du retour à la norme de 3% de déficit public (de nombreux États membres de la zone euro sont concernés et même les marchés sont conscients que le remède peut être pire que le mal). De plus, tout redressement budgétaire pose la question du dosage entre une réduction des dépenses, avec par conséquent des coupes dans le fonctionnement des services publics et du système de protection sociale, et une augmentation des recettes, avec par conséquent une amputation du pouvoir d'achat et de la « demande effective ». Le gouvernement Ayrault décide en ce moment de privilégier l'augmentation des impôts – sans doute faute de temps pour étudier sérieusement les dépenses publiques et les niches fiscales auxquelles il est possible de s'attaquer dans l'immédiat – alors que les politiques réussies qu'ont menées le Canada, la Suède, la Finlande, le Danemark et l'Irlande lors des décennies 1980 et 1990 n'ont jamais comporté d'augmentation de la pression fiscale. Mais il faut reconnaître que ces politiques ont été menées sur plusieurs années et dans un contexte conjoncturel et structurel différent (croissance mondiale forte, dévaluations possibles et politique monétaire accommodante) ; et qu'aujourd'hui une politique de réduction des dépenses publiques peut avoir un effet multiplicateur négatif à un moment où la croissance européenne est déjà très handicapée.

Le jeudi 5 juillet, la BCE baisse ses taux directeurs. Cette décision, attendue, s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs : les résultats du Sommet européen des 28 et 29 juin, avec en particulier la dimension politique positive du projet d'union bancaire, la faiblesse de la croissance, l'augmentation du chômage et une inflation contenue. Il faut souligner que le taux de facilité de dépôt est maintenant de 0% : l'objectif est sans doute de dissuader les banques commerciales à placer auprès de la BCE leurs liquidités excessives et donc de les inciter fortement à développer leur politique de crédit (notons que cet objectif explique que la Banque centrale chinoise baisse elle aussi ses taux directeurs et que la BoE décide d'utiliser à nouveau la planche à billets pour 50 milliards de livres). Mais encore faut-il que la demande de crédits soit au rendez-vous ! Et comme cela n'est pas vraiment le cas, les banques se servent

de ces liquidités fournies par la BCE pour acheter des emprunts d'État, ce qui peut plomber leurs bilans de créances pour le moins risquées. De plus, comme la déclaration faite par le Président de la BCE est pessimiste sur la situation économique et financière de la zone euro, les experts sont surpris que la baisse du taux de refinancement ne soit pas plus forte et qu'aucune autre mesure ne soit envisagée (en particulier le rachat de dettes souveraines). Cela explique sans doute que les taux imposés à l'Espagne remontent, que l'euro continue de baisser et que les Bourses terminent la semaine dans le rouge. Sur l'ensemble de cette première semaine, on a : -0,87% pour le CAC40 (à 3169 points), -0,10% pour le DAX30, +1,64% pour le Footsie, -0,84% pour le Dow Jones, +0,08% pour le Nasdaq et +0,16% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2290\$.

Le lundi 9, réunion de l'Eurogroupe à l'issue de laquelle quatre décisions importantes sont à relever : J.-C. Juncker est reconduit à sa présidence (mais c'est une solution d'attente et il n'exercera son mandat que jusqu'à la fin de l'année) ; une enveloppe de 100 milliards d'euros est mise par la zone euro à la disposition de l'Espagne pour secourir ses banques (avec des conditions posées en contreparties qui concernent à la fois l'ensemble des banques et chacune d'elles), et 30 milliards seront versés dès la fin du mois (l'Eurogroupe accordera officiellement cette enveloppe globale le vendredi 20) ; l'Espagne est autorisée à ramener son déficit public à 3% du PIB en 2014 au lieu de 213, avec comme condition de présenter d'ici à la fin du mois un nouveau plan d'ajustement pour la période 2013-2014 ; enfin, la mise en place du MES, prévue à la fin de cette réunion de l'Eurogroupe, est reportée en principe à la prochaine réunion, le 20 prochain, parce que le texte qui crée le MES n'a pas encore été ratifié par l'Italie et l'Allemagne (la Cour constitutionnelle a été saisie par des députés eurosceptiques qui considèrent que les MES fait peser sur leur pays une responsabilité illimitée et que la Commission européenne peut s'opposer de fait aux droits du Parlement, ce qui réduit la souveraineté de leur pays).

Une situation inédite marque aussi ce début de mois de juillet : comme ce qu'a pu faire l'Allemagne en juin et pour la première fois de son histoire, la France emprunte à court terme à des taux nominaux négatifs (et encore davantage négatifs en termes réels) : à -0,005% à 3 mois et à -0,006% à 6 mois.

Cela semble aller à l'encontre du bon sens qui veut que les taux d'intérêt soient nécessairement positifs en termes nominaux. Cependant, on peut dire que pour les investisseurs qui, pour une raison ou pour une autre, doivent investir en euros –comme c'est le cas de certains fonds de pension par exemple– les emprunts lancés par l'Allemagne et par la France constituent en Europe les valeurs les plus sûres. On pourrait dire de manière imagée qu'il est normal de payer pour mettre ses bijoux dans un coffre-fort dont est sûr de la sécurité. Il n'empêche que cette anomalie prouve bien la gravité de la situation économique européenne et la désorganisation actuelle des marchés de capitaux dans la zone euro puisque les investisseurs préfèrent perdre de l'argent en prêtant à l'Allemagne ou à la France plutôt que d'en gagner en prêtant aux pays du Sud, dont les taux ne cessent d'ailleurs d'augmenter (et ces taux risquent d'augmenter d'autant plus que les investisseurs craignent de plus en plus de prêter à ces pays). Pour l'Allemagne et la France, la situation est avantageuse puisque ces taux négatifs leur font réaliser de substantielles économies sur les intérêts de leurs dettes : on pourrait aller jusqu'à dire qu'elles « profitent » de la crise des pays du Sud.

Sur un plan strictement technique, l'anomalie n'est que virtuelle. En effet, on arrive à dire que les taux d'intérêt sont négatifs parce que la somme du capital et des intérêts est plus faible que la mise initiale : cela résulte du fait que les investisseurs souscrivent les Bons du Trésor français à un prix supérieur à leur valeur faciale mais leur taux nominal de rendement est certes très bas, mais bel et bien positif.

Le jeudi 12, le FMI s'inquiète de la situation de la Grèce qui est en retard dans la réalisation du plan d'ajustement budgétaire qui est pourtant la contrepartie de l'aide que la « troïka » lui a accordée.

Le même jour, devant des investisseurs londoniens qui ont tendance à penser que la zone euro est mourante, le Président de la BCE Mario Draghi lâche cette phrase : « **Whatever it takes** », « tout ce qu'il faudra » pour signifier que la BCE fera tout pour sauver l'euro. Cette petite révolution en matière de politique monétaire et de communication institutionnelle va marquer de manière indélébile les marchés financiers. On apprendra par la suite que cette déclaration a été faite de manière totalement improvisée et que M. Draghi n'avait pourtant aucun plan.

Après ses prises de position d'avril dernier, Mario Draghi fait ici à nouveau œuvre de novateur et va même plus loin avec cette « petite phrase » improvisée et qui va raisonner sans doute très fort dans le monde monétaire et financier. En effet, M. Draghi renforce considérablement le changement de cap qu'il avait fait prendre à la BCE trois jours seulement après sa prise de fonction, en novembre 2011, et veut faire de la BCE une véritable Banque centrale en tant que « prêteur de dernier ressort » pour sauver la monnaie dont elle a la garde. Mais, même si avec M. Draghi la BCE se donne davantage de moyens pour jouer

son rôle de gardienne de la monnaie unique, elle n'a pas pour autant la possibilité de remédier aux vices congénitaux de l'euro. Le vendredi 13, l'agence Moody's abaisse de 2 crans la note de la dette publique italienne, qui passe ainsi de A3 à Baa2, avec une « perspective négative » ; parce qu'elle juge que l'Italie a une situation économique (croissance faible et fort chômage) qui lui rend de plus en plus difficile la réduction de ses déficits et l'appel aux marchés financiers pour se financer.

Lors de son allocution du 14 juillet, le Président F. Hollande annonce que la « règle d'or » budgétaire sera inscrite dans une loi organique et non dans la Constitution pour ne pas figer une règle qui, selon lui, correspond à un engagement qui ne vaut que pour quelques années. Deux autres raisons peuvent expliquer aussi cette décision : d'une part, la position du Conseil constitutionnel n'est pas encore connue (c'est le jeudi 9 août que le Conseil annoncera qu'une révision constitutionnelle n'est pas nécessaire pour intégrer la « règle d'or ») et d'autre part, et surtout, cela permettrait peut-être d'éviter de devoir réunir la majorité des 3/5 au Congrès.

Pour la deuxième semaine de juillet, les marchés boursiers enregistrent les performances suivantes : + 0,73% pour le CAC40 (à 3135 points), + 2,79% pour le DAX30, + 0,62% pour le Footsie, - 0,07% pour le Dow Jones, - 1,19% pour le Nasdaq et -1,16% pour le Nikkei. L'euro est sous la barre des 1,22\$ et semble se diriger vers 1,20, ce qui correspondrait d'ailleurs grosso modo, selon certains, à son taux d'équilibre de long terme.

Le lundi 23, l'agence Moody's met la dette publique allemande sous « perspective négative », notamment à cause de l'exposition des banques allemandes aux risques que représentent les engagements des « pays du Sud » en difficulté. Moody's met également le Luxembourg et les Pays-Bas sous perspective négative. Les trois pays rejoignent donc la France qui avait été jugée de la même manière mi-février et maintenue fin mai.

Le vendredi 20, l'Eurogroupe donne son feu vert pour le sauvetage des banques espagnoles avec le versement d'une première tranche de 30 milliards d'euros et il est prévu la constitution d'une « bad bank » pour regrouper les actifs toxiques accumulés par les banques commerciales. Mais les marchés restent malgré tout très tendus, au niveau de leurs taux, c'est-à-dire très sceptiques sur la capacité de l'Espagne à gérer la crise qui accumule les conséquences très négatives de l'éclatement de la bulle immobilière, de l'austérité budgétaire, de la contraction de l'activité macroéconomique et de taux d'emprunt très élevés qui minent sa situation financière.

Sur les places financières, l'avant-dernière semaine du mois se termine alors assez nettement positivement : +4,10% pour le CAC40 (à 3193 points), +5,28% pour le DAX30, +1,89% pour le Footsie, +2,94% pour le Dow Jones, +3,48% pour le Nasdaq, ais -0,62% pour le Nikkei.

Alors que depuis plusieurs jours et face à des taux d'emprunt très élevés pour eux les responsables espagnols et italiens pressent la BCE de réutiliser sa stratégie de rachat d'obligations publiques, M. Draghi déclare le jeudi 26 que « **la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro** ». Pour beaucoup, cette déclaration constitue un tournant majeur dans le déroulement de la crise de la zone euro car elle va avoir un impact considérable sur les marchés financiers : les taux d'intérêt vont en effet être immédiatement orientés à la baisse et retrouver rapidement des niveaux significativement bas.

Le vendredi 27, en écho, le Président français et la Chancelière allemande ont un entretien téléphonique à l'issue duquel ils affirment que leurs deux pays « sont fondamentalement attachés à l'intégrité de la zone euro et qu'ils sont déterminés à tout faire pour la protéger ».

Par ailleurs, le cas de la Grèce reste très préoccupant : ce pays voudrait renégocier les contreparties au plan d'aide, en particulier pour obtenir des délais supplémentaires. Des représentants de la « Troïka » sont d'ailleurs à Athènes pour faire le point et le Président de la Commission européenne y est aussi pour pousser les Grecs à mener des réformes vraiment significatives, sans quoi les Grecs ne peuvent espérer de réponse positive de la part de ses créanciers qui perdent de plus en plus patience. D'ailleurs, face à l'incapacité de la Grèce à mener les réformes prévues par le « memorandum », le versement prévu en juillet de la tranche du prêt accordé n'est pas effectué.

Dans son édition du 29-30 juillet, Le Monde donne les principales conclusions d'une enquête sur le ressenti du risque faite par Ipsos-Logica Business Consulting pour le Crédit Agricole Assurances auprès de plus de 7 000 personnes interrogées dans 7 pays européens (France, Allemagne, Espagne, Italie, Grèce, Pologne et Grande-Bretagne). Il apparaît clairement que les Européens sont très majoritairement de plus

en plus angoissés par le risque de précarité. Il y a bien entendu un lien direct entre cette montée générale d'angoisse et la crise de la zone euro. D'autres études et sondages montrent que l'euroscepticisme est lui aussi, naturellement, en progrès ; à la fois au Sud, notamment en Italie, à cause des ravages que créent les programmes d'austérité, et au Nord, notamment en Finlande, parce que les populations ne veulent plus payer pour celles des pays du Sud. 71% des Allemands veulent que la Grèce sorte de la zone euro si le pays ne peut pas réduire ses déficits et 51% estiment que l'Allemagne irait mieux sans l'euro.

La dernière semaine du mois de juillet se solde sur les places boursières par des résultats positifs dans l'ensemble : +2,70% pour le CAC40 (à 3303 points), +0,90% pour le DAX30, -0,43% pour le Footsie, +1,97 pour le Dow Jones, +1,12% pour le Nasdaq et +0,34% pour le Nikkei. L'euro cote 1,226\$.

En juillet, paraît un « opinion paper » important de Cécile Barbier, de l'Observatoire social européen - Ose -, intitulé : « Ordolibéralisme et économie sociale de marché : la voie allemande de l'Europe ? (http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Barbier_2012_OpinionPaper10_Ordoliberalisme_0712.pdf)

On y lit en particulier :

« (...) Le dernier trimestre de l'année 2011 a été marqué par la renégociation du traité établissant le mécanisme européen de stabilité (MES) et l'acheminement vers la négociation d'un traité international entre les États membres de la zone euro, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'union économique et monétaire (TSCG, le traité budgétaire). Sans attendre la ratification du traité budgétaire, signé le 2 mars et en cours de ratification, les dirigeants européens entendent poursuivre le renforcement de la "fédération budgétaire coercitive". La vision du modèle de société européen qui en résulte n'est pas neutre. Elle consiste en l'approfondissement de l'ordolibéralisme, berceau de l'économie sociale de marché. L'influence des idées ordolibérales dans la construction européenne, bien que très documentée, est peu connue. L'économie sociale de marché est une notion issue de l'ordolibéralisme (Ordnungspolitik) un courant de pensée, né dans les années 1930 en Allemagne, dont Walter Eucken (École de Fribourg) était le chef de file, et qui représente une version allemande du "néolibéralisme". Le terme "ordo" provient de la revue éponyme, (regroupant tous les néolibéraux européens) et qui se veut la revue d'un nouvel ordre économique et social (Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft), fondée en 1936 par Walter Eucken. Après la création de la République fédérale en 1949, l'économie sociale de marché, un concept élaboré par Ludwig Erhard, le premier ministre fédéral de l'Économie qui devint plus tard chancelier, est le fondement de la politique économique allemande. (...) L'inspiration ordolibérale de l'Union européenne est assumée et revendiquée par les représentants des institutions européennes. La meilleure synthèse fournie par un dirigeant européen date de l'année 2000. Au lendemain de l'adoption de la Stratégie de Lisbonne, Frits Bolkestein, alors Commissaire européen en charge du marché intérieur et de la fiscalité en avait rappelé les fondements devant l'Institut Walter Eucken à Fribourg. Après avoir rappelé la filiation entre l'idée de liberté de Walter Eucken dans la concrétisation des "quatre libertés du marché intérieur", il décrivait la Stratégie de Lisbonne comme "un programme ambitieux de déréglementation et de flexibilisation" qui représentera "un progrès considérable dans la réalisation d'une Europe conforme aux idées ordo-libérales". Selon le Commissaire, le projet d'Union économique et monétaire "constitue également l'un des principaux instruments politiques qui doivent permettre de stabiliser l'énorme économie de marché qu'est l'Europe. Il est donc, à ce titre, un pur produit de la pensée ordo-libérale".

• Août 2012 ->

Le jeudi 2, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des gouverneurs, la BCE déçoit l'ensemble des observateurs : suite aux déclarations faites en particulier par son président à plusieurs reprises les jours précédents, faisant entendre que la Banque centrale était prête à tout faire pour sauver l'euro, on constate qu'aucune décision n'est prise en réalité. Certes, il est réaffirmé que l'euro est « irréversible » (*méthode Coué ?*) et que l'« on ne défie pas la Banque centrale » (« Don't fight the central bank ») mais, primo, la BCE ne baisse pas à nouveau ses taux comme certains l'espéraient, secundo, elle ne lance aucune intervention sur le marché secondaire des titres publics comme c'était attendu par tous et, tertio, elle considère que donner la licence bancaire au MES, comme c'était souhaité par beaucoup pour élargir ses possibilités de sauvetage en permettant son refinancement auprès de la BCE, n'est pas de son ressort mais de celui des gouvernements. Néanmoins, on apprend que la BCE est à la recherche de nouveaux dispositifs pour contrer la spéculation contre l'euro : pour faire baisser les taux courts imposés aux pays en difficulté, il s'agirait en particulier de rachats de titres publics concentrés sur des durées courtes, inférieures à un an ; et M. Draghi précise que ces opérations d'intervention de la BCE seraient « d'une taille en rapport avec les objectifs visés », ce qui signifie sans doute que la BCE romprait de fait avec sa philosophie antérieure consistant à limiter ses rachats d'obligations publiques temporellement et quantitativement (il s'agit du programme appelé SMP adopté en mai 2010 et suspendu depuis maintenant

plus de 4 mois). Mais quand ces nouvelles mesures seront-elles mises en place ? De toute façon, la BCE ne compte pas intervenir si les gouvernements ne font pas correctement leur travail de rétablissement budgétaire et ne font pas la démarche de demander au MES d'intervenir. Or, il se trouve que, le même jour, M. Monti et M. Rajoy déclarent de Madrid où ils se rencontrent que leurs deux pays ne sont pas disposés à demander une telle aide ! Bref, la BCE impose à tous une « douche écossaise », ce qui se traduit immédiatement par un plongeon des Bourses et par une flambée des taux espagnols et italiens. Mais, dès le lendemain, le vendredi 3, les marchés se ravissent en pointant ce que l'on considère plus haut comme un changement de philosophie de la BCE, en comprenant que l'immobilisme de la BCE s'explique en particulier par le souci de ne pas courir le risque d'aléa moral et en prenant aussi en compte l'amélioration de la situation de l'emploi aux États-Unis : c'est ainsi que le CAC40 rebondit dans la journée de +4,38%, ce qui est la deuxième plus forte hausse depuis le début de l'année, après avoir chuté la veille de 2,68%. Par contre, les taux imposés à l'Espagne et à l'Italie restent élevés.

Et c'est également le vendredi 3 que le chef du gouvernement espagnol laisse entendre que son pays est finalement disposé à demander l'aide de la zone euro pour réduire les taux d'intérêt que les marchés lui impose. Mais il demande pour l'instant à la BCE les modalités que cette aide pourrait concrètement prendre.

La fin de la première semaine du mois d'août se termine sur les marchés boursiers par des performances très mitigées : +0,79% pour le CAC40, +0,35% pour le DAX30 ; +1,60% pour le Footsie, -0,07% pour le Dow Jones, +0,33% pour le Nasdaq, -0,13% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2275\$.

Le mardi 7, l'agence S&P abaisse la perspective de la note de la dette publique de la Grèce, de « stable » à « négative », à cause des retards que ce pays met à appliquer le plan exigé par ses créanciers internationaux : la note actuelle CCC pourrait donc être à nouveau dégradée.

Également le mardi 7, lors d'un entretien accordé à une chaîne de télévision allemande, le Président de l'Eurogroupe J.-C. Juncker, déclare que la sortie de la Grèce « serait gérable mais cela ne veut pas dire qu'elle est souhaitable parce qu'il y aurait beaucoup de risques pour la population en Grèce ».

Le mercredi 8, la Banque de France prévoit dans la publication de son enquête mensuelle de conjoncture que la France est en train d'entrer en récession (puisque'elle estime que notre PIB va baisser lors de 2 trimestres successifs au moins, lors du second et du troisième de 2012). Mais d'après les tout récents résultats de l'INSEE, la France évite en fait la récession parce qu'elle enregistre une croissance tout juste nulle pour le 2^{ème} trimestre. Est constatée aussi l'aggravation de notre déficit commercial au cours du premier semestre, et spécialement en juin, à cause en particulier de la contraction des exportations industrielles, elle-même due pour l'essentiel à la crise économique en Europe. *À propos du déficit commercial, on peut reprendre ici un raisonnement proposé par François David (dans Le Monde du 21 janvier 2014) qui relativise l'intérêt de cet indicateur pour évaluer la compétitivité d'une économie nationale. Quand on considère les exportations par tête d'habitant, la France est seconde au sein de l'OCDE après l'Allemagne : « un Français exporte 120% de plus qu'un Américain, 33% de plus qu'un Britannique et 8 fois plus qu'un Chinois ! ». Et quand on analyse la part de la France dans le marché mondial, elle est certes passée de 4,5% à 3% mais tous les pays de l'OCDE ont connu une réduction de leur part de manière similaire, essentiellement au profit de la Chine.*

Le jeudi 9, le Conseil constitutionnel donne sa réponse à la question que lui avait posée le 13 juillet le Président Hollande concernant l'éventuelle nécessité de réviser la Constitution pour y inscrire la « règle d'or » comme le recommande le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'UEM signé à Bruxelles le 30 janvier : la révision constitutionnelle n'est pas nécessaire et l'inscription de la règle d'or peut être faite comme le souhaitait F. Hollande dans une simple loi organique. Celui-ci, prenant acte de cette décision, demande aussitôt au gouvernement de préparer dans les meilleurs délais la ratification du traité ainsi que le projet de loi organique.

Dans l'édition du journal Le Monde du 14 août, Jean Pisani-Ferry fait une lecture plus précise de la décision du Conseil constitutionnel qui comporte en effet une alternative : « soit la France se dote d'une règle budgétaire contraignante, de type règle d'or, et elle doit réviser sa Constitution ; soit elle fait reposer le respect des normes européennes de finances publiques sur la mise en place de procédures de décision et d'exécution budgétaires, et elle n'en a pas besoin ». Le commentaire qu'en fait l'auteur de l'article est important : « sans surprise, l'Élysée a immédiatement fait le choix de cette seconde voie. La question qui se pose est désormais de savoir si la réforme sera assez ambitieuse pour assurer la crédibilité budgétaire dont la France a un besoin urgent ». Concrètement, cette crédibilité repose sur le respect des 3% du PIB pour le déficit en 2013. Ce constat n'est

rien moins que terrible car cela sera d'autant plus difficile que la conjoncture n'est pas favorable ; or, on sait que les efforts budgétaires nécessaires auront alors en eux-mêmes un effet récessif important, d'où le risque d'un cercle vicieux et du déroulement d'une spirale infernale. Cette spirale est alimentée par le jeu à la fois des stabilisateurs automatiques qui font que cet objectif de 3% est procyclique et par celui des multiplicateurs qui sont d'autant plus élevés que l'on est en phase dépressive et qu'il y a simultanéité des politiques d'austérité dans plusieurs États membres. Pour éviter le risque d'une telle spirale, il faudrait, comme le suggère J. Pisani-Ferry, renoncer à fixer des objectifs budgétaires nominaux rigides et décider d'ajuster ces objectifs en fonction de l'évolution conjoncturelle, autrement dit de les définir en termes structurels, ce qui veut dire concrètement les fixer en tenant compte de l'écart entre la croissance effective et la croissance potentielle ; mais cette saine décision est-elle envisageable en fonction de la situation politique de l'UEM ? Il serait possible aussi, comme le propose F. Vergara dans l'édition du journal *Le Monde* du 4 septembre, de s'inspirer, en l'adaptant aux conditions actuelles, de la solution qu'avaient imaginée Keynes en 1940 et Hansen en 1941 pour faire face aux dépenses de guerre : réduire les dépenses de consommation des ménages en les soumettant à une épargne forcée. Et puisque l'on vient d'évoquer Keynes, posons-nous la question de savoir s'il ne vaut pas mieux avoir l'obsession de la formation des jeunes et du financement des infrastructures que celle de la réduction de la dette publique.

C'est d'ailleurs ce risque de cercle vicieux et de spirale dépressive que la Grèce tente d'éviter, si c'est encore possible, en demandant « un peu d'air » par le report au début 2016 la réalisation de l'équilibre budgétaire. Pour cela, le premier ministre rencontre A. Merkel puis F. Hollande, mais ceux-ci, après s'être eux-mêmes rencontrés à Berlin, restent pour l'instant sur une position relativement ferme en attendant le rapport que « la troïka » doit faire courant septembre sur la situation de la Grèce.

Les indices boursiers montrent des progressions intéressantes sur la deuxième semaine : +3,51% pour le CAC40 (à 3436 points), +5,43% pour le DAX30, +3,34% pour le Footsie, +2,22% pour le Dow Jones, +3,74% pour le Nasdaq, + 3,93% pour le Nikkei. Ces résultats montrent que les investisseurs sont sans doute rassurés par la stratégie de la BCE mais ils surtout intéressés par les actions qui sont par définition plus risquées que les obligations mais plus rémunératrices aussi en général. L'euro cote 1,2294\$ (cette baisse de l'euro, à laquelle il faut ajouter les conséquences des tensions autour de l'Iran et de la Syrie, explique que le prix du pétrole atteigne des sommets pour les Européens).

Sur les places boursières, la quatrième semaine se termine par des performances toutes orientées à la baisse : le CAC40 avec -1,58%, le DAX30 avec -0,99%, le Footsie avec -1,30%, le Dow Jones avec -0,88%, le Nasdaq avec -0,22% et le Nikkei avec -1,00%. Et l'euro cote 1,2511\$.

Le lundi 27 août, les ministres de l'économie et des finances allemand et français annoncent, pour mieux préparer le Conseil européen de mi-octobre, la formation d'un groupe commun de travail pour étudier à la fois les décisions sur la Grèce et l'Espagne, et les trois grandes questions structurelles que pose depuis un certain temps la situation globale de la zone euro : la supervision bancaire, l'union bancaire et l'intégration européenne. En ce qui concerne la supervision bancaire, la Commission européenne propose qu'elle soit assurée par un Conseil des superviseurs, qui, au sein de la BCE, serait distinct du Conseil des gouverneurs ; il superviserait environ 6 000 banques de la zone euro.

Le lundi 27, lors de l'entretien qu'il accorde au Spiegel, le gouverneur de la Buba critique ouvertement la politique de la BCE lorsqu'elle rachète de la dette publique parce qu'il considère qu'« une telle politique est trop proche d'un financement des États par la planche à billets », avec comme risque une poussée inflationniste, et qu'il ne faut pas « sous-estimer le danger de devenir accro au financement par la banque centrale comme à une drogue » : on retrouve là l'argument allemand de fond, celui du risque d'aléa moral.

Le jeudi 30, la chancelière est en visite à Pékin. Deux leçons géostratégiques importantes de cette visite peuvent être tirées. D'une part, il apparaît clairement que l'Allemagne est de fait l'ambassadrice de toute l'Europe dans le monde entier. D'autre part, le premier ministre chinois exprime ses inquiétudes sur la situation de la zone euro et son souci de voir les pays de l'Europe du Sud adopter des réformes structurelles. Or, la zone euro a sans doute besoin de l'aide que peut lui apporter la Chine en investissant dans les dettes souveraines européennes. Par conséquent, l'avenir de la zone euro dépend en grande partie du comportement à la fois de l'Allemagne et de la Chine. Sur un plan technique, ces déterminants géopolitiques se traduisent – comme souvent – en termes de change : le sauvetage de la zone euro voudrait d'une part qu'il y ait un rééquilibrage entre les excédents du Nord (de la zone euro) et les déficits du Sud et d'autre part qu'il y ait une réduction du déséquilibre entre la zone euro et la Chine. Or, l'Allemagne et la Chine veulent l'une et l'autre continuer à profiter pleinement de leur compétitivité...

Le vendredi 31, le Gouverneur de la FED, Ben Bernanke, dresse un tableau assez sombre de l'économie américaine, et comme « les risques des mesures de politique monétaire non traditionnelles semblent

maîtrisables », ce qui veut dire qu'un nouvel assouplissement quantitatif (qui serait un « EQ3 ») n'entraînerait pas de tensions inflationnistes, il considère que « nous ne devons pas exclure d'y recourir davantage si la conjoncture économique l'impose ».

Sur les places boursières, les derniers jours du mois d'août se soldent par des résultats plutôt négatifs, comme pour dire que la trêve estivale est bien finie : -0,99% pour le CA40 (à 3413 points), 0% pour le DAX30, -1,13% pour le Footsie, -0,51% pour le Dow Jones, -0,09% pour le Nasdaq et -2,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2576\$.

- Septembre 2012 ->

Le mercredi 5, à Francfort, le ministre allemand des finances Wolfgang Schäuble confie lors d'une allocution : « Je suis né à Fribourg. Là-bas, il y a quelque chose qui s'appelle l'école de Fribourg. Cela a un rapport avec l'ordolibéralisme. Et aussi avec Walter Eucken ».

Le jeudi 6, lors de sa réunion mensuelle, le Conseil des gouverneurs concrétise les affirmations fortes faites à l'issue de la réunion du mois précédent à propos de « l'euro est irréversible » et du « on ne défie pas la Banque centrale ». Il décide en effet d'appliquer un nouveau programme de rachat sur le marché secondaire de titres de dette (d'une maturité de 1 à 3 ans, donc courte) des États en difficulté de la zone euro, sans limite de temps ni de quantité, mais sous une stricte conditionnalité (ils doivent demander l'aide du FESF/MSF, s'engager à assainir leurs finances publiques et accepter un droit de regard de la « troïka », sauf qu'une intervention du FMI est jugée souhaitable mais pas nécessairement indispensable). La BCE ne se fixe pas d'objectifs d'écart de taux par rapport à ceux de l'Allemagne, qui servent de référence. Ce **programme, appelé « OMT »** - Outright Monetary Transactions -, diffère un peu du programme « SMP » - Securities Markets Programm - lancé en mai 2010 pour un total de 210 milliards d'euros, et stoppé en mars 2012 : il n'y a plus de limite quantitative fixée aux rachats de dettes souveraines, la BCE ne sera plus considérée comme un créancier privilégié et elle donnera davantage d'informations au marché sur la nature des opérations effectuées, sur les prix pratiqués et sur les maturités des titres rachetés. On peut néanmoins dire qu'il s'agit du 2^{ème} programme de rachat de dettes souveraines décidé par la BCE. Dans les deux cas, la BCE réalise une création brute de monnaie mais pas une création nette puisque ses interventions sur le marché secondaire des titres sont « stérilisées » de façon à ce que la masse monétaire n'augmente pas (la BCE peut par exemple émettre des certificats de dette à échéance courte –moins de 12 mois- avec un taux incitant les banques à lui fournir périodiquement des liquidités). Dans les deux cas aussi, la BCE prend soin de présenter ces interventions comme ayant pour but, non pas d'aider les États en difficulté, mais de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire en empêchant la spéculation à la hausse des taux obligataires, de manière à ce que les modifications des taux directeurs aient bien un impact sur les taux longs. Il n'empêche que ce dispositif est voté à l'unanimité des Gouverneurs moins une voix, celle de Jens Weidmann, gouverneur de la Banque d'Allemagne, qui craint toujours les risques d'inflation et d'aléa moral que comporte une telle stratégie : celui-ci a officialisé son vote négatif peu après la réunion du Conseil, ce qui est la première grande entorse au principe du secret des délibérations du Conseil des gouverneurs de la BCE (rappelons qu'Axel Weber, le prédécesseur de J. Weidmann, avait démissionné pour marquer son opposition au SMP). Il faut dire que la grosse différence entre les deux dispositifs, SMP et OMT, c'est que l'OMT peut se traduire par des interventions d'un montant illimité. Mais l'OMT reste assujéti au principe de la conditionnalité de l'intervention, qui, si elle est trop sévère peut désinciter les pays à demander de l'aide ; et la procédure est lourde, d'où des délais de mise en œuvre préjudiciables. D'un autre côté, en faisant baisser les taux d'intérêt, l'OMT peut désinciter à faire les réformes nécessaires. Et l'OMT aboutit de toute façon à l'engagement des États membres, et par conséquent de leurs contribuables ; ce qui entraîne en définitive une entorse importante à la clause de non renflouement.

Ce programme OMT va au-delà de ce qui avait été anticipé, d'où une réaction immédiatement favorable des marchés, même s'il y a par ailleurs statu quo du côté des taux directeurs alors que leur baisse était attendue ; surtout que la BCE révisé elle-même à la baisse ses prévisions de croissance et que l'inflation dépasse un peu la limite des 2%.

Après cette importante décision de la BCE, il n'est pas étonnant que la semaine, la première du mois, se

termine sur les marchés boursiers par des hausses généralisées : +3,11% pour le CAC40 (à 3519 points), +3,5% pour le DAX30, +1,46% pour le Footsie, +1,65% pour le Dow Jones, +2,88% pour le Nasdaq et +0,36% pour le Nikkei. L'euro cote 1,28\$.

Lors de son intervention du dimanche 9, sur TF1, le Président Hollande confirme l'engagement de la France de ramener en 2013 son déficit public à 3% par rapport au PIB, fixe l'agenda et annonce les mesures pour y parvenir. Il prévoit 10 milliards d'euros de diminution de dépenses publiques et 20 d'augmentation d'impôts, partagée également entre les entreprises et les ménages, le tout correspondant à ce que la Cour des comptes avait estimé comme effort global nécessaire.

On constate donc que le Président français ne modifie en rien les engagements pris par la France alors même qu'il reconnaît qu'il faut réviser à la baisse la prévision du taux de croissance pour 2013 (de 1,2% à 0,8%) : ce n'est donc pas 30 milliards qu'il va falloir trouver mais davantage (près de 50 ?), et cela dans le même laps de temps. Est-ce non seulement bien raisonnable mais est-ce tout simplement possible ? Le fait que F. Hollande s'arcoute sur cet objectif de 3% dès 2013 ne peut s'expliquer que par la pression qu'exerce en définitive « cet ennemi qu'est la finance », autrement dit par « la tyrannie des marchés » (il faut dire que pour l'instant ils nous prêtent à des taux imbattables, ce qui nous aide dans notre effort de redressement budgétaire). Mais, si le pari des 3% ne peut pas être tenu, comment ces mêmes marchés réagiront-ils, sans parler des effets délétères sur l'économie et la société française que va avoir forcément cette politique d'austérité ? Surtout que la politique décidée est non seulement déséquilibrée entre les économies sur les dépenses publiques et les hausses d'impôts (10 milliards d'euros d'économies sur les dépenses publiques et 20 milliards de hausses d'impôts -partagées également entre les entreprises et les ménages) mais surtout ce déséquilibre est dans le sens inverse à celui qu'il faudrait puisque, et c'est le rapport de notre Cour des comptes de juillet 2012 qui le dit lui-même, plusieurs études montrent que « que le redressement des finances publiques est plus fort et plus durable lorsqu'il porte sur la maîtrise des dépenses, plutôt que sur le relèvement des impôts et cotisations ». Les études auxquelles la Cour des comptes fait référence sont celles d'organisations internationales, dont le FMI. L'article réputé qu'ont fait paraître en octobre 2009 Alberto Alesina et Silvia Ardagna dans la revue « National Bureau of Economic Research » arrive à la même conclusion : quand on recherche à restaurer les finances publiques, les hausses d'impôts sont beaucoup plus néfastes que la réduction des dépenses publiques en matière d'emploi et de croissance (cette conclusion est nettement confirmée dans le « working paper » que A. Alesina a fait paraître en août 2012, en collaboration avec C. Favero et F. Giavazzi). Et cela sans même évoquer les risques de fuites des capitaux et des cerveaux ni le développement du travail au noir, ni non plus les conséquences de la baisse du moral des entreprises et des ménages. Ces résultats peuvent sembler entrer en contradiction avec la présentation généralement faite du multiplicateur de dépenses et du multiplicateur fiscal (voir ici notre remarque en date du 12 janvier 2012 et voir sur notre site notre document sur la modélisation de l'équilibre macroéconomique) où il apparaît que le premier est plus fort que le second. L'explication de cette apparente contradiction réside dans l'horizon de temps considéré. Dans le court terme, une réduction des dépenses publiques a un effet dépressif plus important qu'une hausse des impôts ; c'est là que se trouve sans doute l'explication du choix du gouvernement. Mais à plus long terme, c'est bien l'action sur les dépenses qui semble être la plus efficace pour redresser les finances publiques tout en ne nuisant pas excessivement à l'activité économique. Car une augmentation de la pression fiscale est mauvaise à la fois pour l'offre et pour la demande. En effet, d'une part, l'augmentation des charges des entreprises réduit d'autant leur marge bénéficiaire et leur capacité de financement, d'où des conséquences négatives sur leurs investissements, sur la compétitivité de l'économie et sur l'équilibre extérieur. D'autre part, l'augmentation des impôts des ménages entraîne une réduction de leur consommation : les entreprises deviennent alors moins profitables et à cause de cela et de la moindre demande leurs capacités de production deviennent excédentaires et elles investissent encore moins. Il faut être conscient qu'une bonne politique économique doit être à la fois une politique de l'offre et une politique de la demande : on marche mieux sur deux jambes que sur une seule. Mais encore faut-il que toutes deux soient bien orientées quand il s'agit de favoriser la croissance et de lutter contre le chômage. Or, augmenter les impôts des entreprises et des ménages consiste à faire à la fois une politique de l'offre récessif et une politique de la demande également récessif ; d'où une spirale négative. Cela dit, le degré de gravité de ces conséquences dépend non seulement de l'impact qu'ont effectivement les hausses d'impôts sur la consommation des ménages et sur les performances des entreprises mais aussi de la conjoncture internationale (à la question de savoir si la demande étrangère peut soutenir l'activité intérieure, les informations actuelles sont guère encourageantes). Par ailleurs, les hausses d'impôts prévues vont faire passer le taux des prélèvements obligatoires de 44,9% à 46,3% du PIB : cela pose la fameuse question du taux de pression fiscale optimale, en relation avec la courbe de Laffer (« trop d'impôt tue l'impôt »).

En date du 18 octobre, le département Analyse et prévision de l'OFCE fait paraître un article d'Éric Heyer, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Hervé Peleraux et Mathieu Plane, dont l'introduction annonce franchement la couleur –sombre : « En moyenne annuelle, l'économie française devrait croître de 0,1 % en 2012 et de 0,0 % en 2013. Cette performance est

particulièrement médiocre et très éloignée du chemin que devrait normalement emprunter une économie en sortie de crise. Quatre ans après le début de la crise, le potentiel de rebond de l'économie française est important : il aurait dû conduire à une croissance spontanée moyenne de près de 3,0 % l'an au cours des années 2012 et 2013, permettant de rattraper une partie de l'écart de production accumulé depuis le début de la crise. Mais cette reprise spontanée est freinée, principalement par la mise en place de plans d'économies budgétaires en France et dans l'ensemble des pays européens. La stratégie de consolidation budgétaire, imposée par la Commission européenne, devrait amputer de près de 6 points de PIB l'activité en France au cours des années 2012 et 2013.

En s'établissant à un rythme éloigné de son potentiel, la croissance attendue accentuera le retard de production accumulé depuis 2008 et continuera à dégrader la situation sur le marché du travail. Le taux de chômage augmenterait régulièrement pour s'établir à 11 % fin 2013.

Par ailleurs, la réduction du déficit budgétaire attendue par le gouvernement de la mise en place de la stratégie de consolidation – objectif de déficit des APU à 3 % de PIB en 2013 – sera en partie rognée par le manque à gagner en recettes fiscales dû à la faiblesse de la croissance. Le déficit public devrait s'établir à 3,5 % en 2013. Si le gouvernement français tenait coûte que coûte à respecter son engagement de déficit budgétaire à 3 %, cela nécessiterait l'adoption d'un nouveau plan de restrictions d'un montant de 22 milliards d'euros. Cette stratégie amputerait l'activité économique dans l'hexagone de 1,2 % en 2013 et engendrerait une hausse supplémentaire du taux de chômage qui frôlerait la barre des 12 % et amplifierait les destructions d'emplois de près de 200 000”.

Le mercredi 12, la Cour constitutionnelle allemande rejette les différentes plaintes déposées devant elle pour dénoncer le caractère anticonstitutionnel du futur MES : cette décision va donc permettre au Président allemand de signer les textes de loi sur le MES et le Pacte de stabilité que le Parlement avait adoptés fin juin. On peut dire qu'ainsi le dispositif de sauvetage de la zone euro est sauvé ! Mais il ne faut peut-être pas se réjouir trop vite. D'abord, parce que cette décision n'est que provisoire ; la décision définitive interviendra dans quelques semaines. Ensuite, la Cour constitutionnelle pose deux conditions à la ratification du traité : d'une part, elle exige que la contribution de l'Allemagne au MES n'excède pas la limite actuelle de 190 milliards d'euros sans l'accord du Bundestag et d'autre part, il faut que soient communiquées par le MES aux deux chambres (Bundestag et Bundesrat) des informations complémentaires pour éclairer leur décision ; alors que les statuts du MES considèrent que de telles décisions font partie du « secret professionnel » auquel le personnel du MES est tenu. Le Président de l'Eurogroupe, J.-C. Juncker, fixe malgré tout aussitôt, au 8 octobre, la première réunion du Conseil des gouverneurs du MES, qui rassemble les 17 ministres des finances de la zone euro.

Ainsi, en l'espace de quelques jours, la décision venue de Francfort et cette décision venue de Karlsruhe assurent a priori que la zone euro dispose maintenant de moyens puissants pour assurer le sauvetage des pays en difficulté.

Le jeudi 13, étant donné des prévisions orientées à la baisse de la croissance américaine, la Fed s'engage à maintenir son taux directeur quasiment à 0% jusqu'à la mi-2015 au moins et surtout elle lance l'opération « QE3 », c'est-à-dire le troisième « assouplissement monétaire », après ceux de novembre 2009 et de septembre 2011. Celui-ci va porter sur 40 milliards d'euros chaque mois, et jusqu'à ce qu'il y ait clairement des signes de reprise de l'emploi, donc sans limites temporelle ni quantitative, contrairement aux deux précédentes « QE ». Il s'agit de relancer l'activité –via le crédit– en apportant des liquidités supplémentaires en rachetant des dettes hypothécaires, même de mauvaise qualité (et non des emprunts d'État).

Ainsi, avec les décisions prises par la BCE le 6 et celles de la Fed du 14, on constate ces temps-ci un franc activisme des deux Banques centrales qui semble de surcroît correspondre à un changement d'objectif puisque le soutien de l'activité économique devient maintenant plus important que la stabilité des prix.

Le vendredi 14, l'Eurogroupe se réunit à Nicosie : les principaux sujets de discussion s'inscrivent dans un contexte général d'attente, celui de la remise, début octobre, du rapport de la « troïka » à propos de la situation de la Grèce : il se pourrait que l'on accorde un peu de temps supplémentaire pour remplir leurs objectifs de déficit public et de plan de redressement à ce pays ainsi qu'au Portugal ; on demande à l'Espagne si elle va se décider à solliciter une aide financière extérieure ; on évoque aussi le projet d'Union bancaire et la mise en place du MES, qui pourrait intervenir rapidement en faveur de l'Irlande qui demande depuis longtemps qu'on l'aide à sauver certaines de ses banques.

La fin de la deuxième semaine est marquée sur les marchés boursiers par des hausses qui s'expliquent

essentiellement par le bon accueil fait aux décisions radicales de la Fed de jeudi : +1,78% pour le CAC40 (à 3582 points), +2,74% pour le DAX30 ; +2,08% pour le Footsie, +2,15% pour le Dow Jones, +1,52% pour le Nasdaq et +3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,31\$.

Après deux semaines de hausses, les places boursières s'assagissent à la fin de la troisième : -1,42% pour le CAC40 (à 3531 points), +0,53% pour le DAX30, -1,06% pour le Footsie, -0,10% pour le Dow Jones, -0,13% pour le Nasdaq et -0,54% pour le Nikkei. L'euro cote 1,30\$.

Le début de la dernière semaine est marqué par trois informations plutôt inquiétantes. D'abord, alors que le ministère grec de l'économie confirme qu'il pourrait y avoir un rééchelonnement du remboursement des créances que détient la BCE sur son pays, surtout qu'il vient de finaliser un nouveau plan d'économies pour continuer à bénéficier du secours de l'UE et du FMI (d'où d'ailleurs le déclenchement d'une grève générale), la BCE réagit immédiatement en précisant qu'il n'en est pas question parce que cela voudrait dire que la Banque centrale financerait un État membre par création monétaire. Ensuite, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande publient un communiqué commun qui conteste la recapitalisation directe des banques en difficulté, ce qui peut remettre en cause le fonctionnement du MES, et par conséquent le traitement de la crise de la dette en Europe. Enfin, le gouvernement espagnol continue à retarder sa demande officielle d'une aide financière de l'UE-FMI.

Pour gérer les crises financières de la zone euro, est créé le jeudi 27 est créé **le Mécanisme européen de stabilité, ou MES**, en remplacement à la fois du MESF et du FESF créés en 2010. Le MES affiche un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 payables en 5 annuités égales et 620 sont sous forme de capital et garanties appelables.

Le vendredi 28, présentation en Conseil des ministres du premier projet de loi de finances du gouvernement socialiste français. Comme déjà indiqué plus haut, l'objectif reste bien de parvenir à un déficit de 3% maximum dès 2013 et il s'agit de trouver 30 milliards d'euros par des économies de dépenses publiques de 10 et par des hausses d'impôts de 20. L'hypothèse de croissance pour 2013 retenue par le gouvernement est de 0,8%. Le Premier ministre affirme que l'objectif fixé est « réaliste et atteignable » ; et qu'il faut tout faire pour y parvenir, pour éviter que les marchés financiers nous imposent des taux plus élevés, parce que cela pourrait conduire la France sur le même chemin que l'Italie ou l'Espagne.

Il n'empêche que la plupart des économistes conjoncturistes tablent sur une croissance significativement plus faible. Et comme il est difficile de penser que le gouvernement est partisan de la méthode Coué, on peut penser que ses affichages visent en priorité les marchés pour préserver auprès d'eux la crédibilité de notre pays, quitte à devoir plus tard leur expliquer pourquoi le seuil des 3% est dépassé. Revoir à ce sujet nos remarques faites à la date du 9 de ce mois.

La dernière semaine du mois de septembre se solde sur les marchés financiers par des baisses généralisées causées essentiellement par les conséquences pour toute la zone euro des attermoissements de l'Espagne à demander une aide financière (les taux qu'on lui demande retrouvent d'ailleurs le niveau qu'ils avaient avant les mesures décidées par la BCE en début de mois) : -4,98% pour le CAC40 (à 3355 points), -3,16% pour le DAX30, -1,89% pour le Footsie, -1,05% pour le Dow Jones, -2% pour le Nasdaq et -2,63% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2859\$.

• Octobre 2012 ->

Le jeudi 4, la BCE ne modifie pas ses taux et n'annonce pas de nouvelles mesures non-conventionnelles. Son Président rappelle que l'OMT est opérationnel : pour que le dispositif fonctionne, encore faut-il que les gouvernements en expriment le besoin.

Sur les marchés financiers, la première semaine du mois se termine plutôt sur des performances haussières, en particulier grâce à de bonnes nouvelles sur la situation macroéconomique des États-Unis : +3,05% pour le CAC40 (à 3457 points), +2,52% pour le DAX30, +2,25% pour le Footsie, +1,29% pour le Dow Jones, +0,64% pour le Nasdaq et -0,08% pour le Nikkei.

Le lundi 8, en remplacement du FESF, lancement officiel du « MES » à Luxembourg, avec une enveloppe globale de 500 milliards d'euros. Les MES constitue une sorte de FMI à l'échelle de la zone euro.

À cette occasion, l'Eurogroupe exige de la Grèce que lors du Conseil européen des 18 et 19 octobre elle se montre déterminée à tenir ses engagements et n'a pas envisagé de lui consentir des délais

supplémentaires. Et la troïka ne cesse de repousser la publication de son rapport dont dépend le versement à la Grèce de la tranche d'aide de 31,5 milliards d'euros en novembre, dont elle a absolument besoin.

Le mardi 9, les députés français votent à une large majorité le « traité européen » - traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) - (477 voix pour et 70 contre), signé à Bruxelles le 2 mars 2012, et qui doit entrer en vigueur début 2013. Les sénateurs l'adopteront le jeudi 11 (306 voix pour et 32 contre).

Extraits du TSCG <http://www.consilium.europa.eu/media/20386/st00tscg26-fr-12.pdf> :

(...)

ARTICLE 3

1. Outre leurs obligations au titre du droit de l'Union européenne et sans préjudice de celles-ci, les parties contractantes appliquent les règles énoncées au présent paragraphe :

- a) la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent ;
- b) la règle énoncée au point a) est considérée comme respectée si le solde structurel annuel des administrations publiques correspond à l'objectif à moyen terme spécifique à chaque pays, tel que défini dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, avec une limite inférieure de déficit structurel de 0,5 % du produit intérieur brut aux prix du marché. Les parties contractantes veillent à assurer une convergence rapide vers leur objectif à moyen terme respectif. Le calendrier de cette convergence sera proposé par la Commission européenne, compte tenu des risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de chaque pays. Les progrès réalisés en direction de l'objectif à moyen terme et le respect de cet objectif font l'objet d'une évaluation globale prenant pour référence le solde structurel et comprenant une analyse des dépenses, déduction faite des mesures discrétionnaires en matière de recettes, conformément au pacte de stabilité et de croissance révisé ;
- c) les parties contractantes ne peuvent s'écarter temporairement de leur objectif respectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation qu'en cas de circonstances exceptionnelles, telles que définies au paragraphe 3, point b) ;
- d) lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut aux prix du marché est sensiblement inférieur à 60 % et lorsque les risques pour la soutenabilité à long terme des finances publiques sont faibles, la limite inférieure de l'objectif à moyen terme telle que définie au point b) peut être relevée pour atteindre un déficit structurel d'au maximum 1,0 % du produit intérieur brut aux prix du marché ;
- e) un mécanisme de correction est déclenché automatiquement si des écarts importants sont constatés par rapport à l'objectif à moyen terme ou à la trajectoire d'ajustement propre à permettre sa réalisation. Ce mécanisme comporte l'obligation pour la partie contractante concernée de mettre en œuvre des mesures visant à corriger ces écarts sur une période déterminée.

2. Les règles énoncées au paragraphe 1 prennent effet dans le droit national des parties contractantes au plus tard un an après l'entrée en vigueur du présent traité, au moyen de dispositions contraignantes et permanentes, de préférence constitutionnelles, ou dont le plein respect et la stricte observance tout au long des processus budgétaires nationaux sont garantis de quelque autre façon. Les parties contractantes mettent en place, au niveau national, le mécanisme de correction visé au paragraphe 1, point e), sur la base de principes communs proposés par la Commission européenne et concernant en particulier la nature, l'ampleur et le calendrier des mesures correctives à mettre en œuvre, y compris en cas de circonstances exceptionnelles, ainsi que le rôle et l'indépendance des institutions chargées, au niveau national, de vérifier le respect des règles énoncées au paragraphe 1. Ce mécanisme de correction respecte pleinement les prérogatives des parlements nationaux.

3. Aux fins du présent article, les définitions énoncées à l'article 2 du protocole (n° 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, sont applicables.

Par ailleurs, les définitions suivantes sont également applicables aux fins du présent article :

- a) le "solde structurel annuel des administrations publiques" signifie le solde annuel corrigé des variations conjoncturelles, déduction faite des mesures ponctuelles et temporaires ;
- b) les "circonstances exceptionnelles" font référence à des faits inhabituels indépendants de la volonté de la partie contractante concernée et ayant des effets sensibles sur la situation financière des administrations publiques ou à des périodes de grave récession économique telles que visées dans le pacte de stabilité et de croissance révisé, pour autant que l'écart temporaire de la partie contractante concernée ne mette pas en péril sa soutenabilité budgétaire à moyen terme.

ARTICLE 4

Lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut d'une partie contractante est supérieur à la valeur de référence de 60 % visée à l'article 1er du protocole (no 12) sur la procédure concernant les déficits excessifs, annexé aux traités de l'Union européenne, ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an, à titre de référence, ainsi que le prévoit l'article 2 du règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil du 7 juillet 1997 visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs, modifié par le règlement (UE) n° 1177/2011 du Conseil du 8 novembre 2011. L'existence d'un déficit excessif dû au non-respect du critère de la dette sera décidée conformément à la procédure prévue à l'article 126 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

ARTICLE 5

Une partie contractante qui fait l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs en vertu des traités sur lesquels l'Union européenne est fondée, met en place un programme de partenariat budgétaire et économique comportant une description détaillée des réformes structurelles à établir et à mettre en œuvre pour assurer une correction effective et durable de son déficit excessif. Le contenu et la forme de ces programmes sont définis dans le droit de l'Union européenne. Leur présentation pour approbation au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne ainsi que leur suivi auront lieu dans le cadre des procédures de surveillance existantes en vertu du pacte de stabilité et de croissance.

(...)

Un passage important du TSCG est l'article 3, 1-b) : paradoxalement, à un moment où les États membres ont beaucoup de mal à respecter la règle du 3%, le TSCG durcit le PSC en obligeant les pays non seulement à avoir un déficit structurel inférieur à 0,5% mais aussi à inscrire cette nouvelle règle comme dans le marbre. C'est une façon d'affirmer encore plus fortement le principe, tant défendu par l'Allemagne, d'une « communauté de stabilité budgétaire », le PSC hier et le TSCG aujourd'hui devant théoriquement permettre d'éviter un véritable fédéralisme budgétaire, avec un budget commun digne de ce nom et un mécanisme de transferts entre régions et pays. Il s'agit d'un type particulier de fédéralisme, que l'on peut qualifier d'ordolibéral ou, pour reprendre l'expression de Michel Dévoluy, de « tutélaire » puisque l'équilibre budgétaire est défini par des règles et contrôlé par des institutions indépendantes, et que, par conséquent, les parlements nationaux perdent de leur souveraineté budgétaire et que n'existe aucun mécanisme de solidarité fondé sur un budget européen digne de ce nom. Mais si le TSCG ne devient pas un substitut efficace au fédéralisme budgétaire, cela signifie que les « pays du Sud » devront appliquer les actuelles politiques de « dévaluation interne » sur longue période, ce qui peut les conduire à la catastrophe économique et sociale ; à moins de sortir de la zone euro pour pouvoir appliquer une vraie dévaluation ; mais, n'est-ce pas devoir choisir entre la peste et le choléra ? Par ailleurs, sur un plan technique et non plus politico-économique, et comme le note Ph. Askenazy dans sa chronique dans Le Monde du 16 octobre, intitulée « vous avez compris le traité, vous ? », il faut savoir comment est calculé le solde structurel. L'auteur rappelle qu'il y a deux modes de calcul, avec d'ailleurs pour chacun beaucoup de variantes, l'un qui consiste à traiter statistiquement les données expérimentales pour en extraire la composante structurelle, l'autre qui se fonde sur la fonction macroéconomique de production pour évaluer la production potentielle du pays considéré. « Depuis un conseil européen de 2002, c'est la seconde méthode qui prévaut. Mais rien ne prouve sa supériorité par rapport à la première ».

Le hasard du calendrier veut que ce mardi 9 A. Merkel soit en Grèce pour y défendre le principe de politiques de rigueur et de structures et que le FMI fasse paraître des prévisions relativement sombres de croissance pour l'économie mondiale en mettant en garde contre les politiques d'austérité qui peuvent aggraver la situation dans les pays où la croissance n'est pas suffisante.

Le mercredi 10, l'Assemblée nationale française adopte la loi organique mettant en application le traité européen qui vient d'être ratifié.

« La loi organique met en place un Haut Conseil des finances publiques qui donnera son avis sur les prévisions macroéconomiques sous-jacentes au Projet de Loi de Finances, au Projet de Loi de Financement de la Sécurité Sociale, aux Projets de Loi de Finances rectificatives, au Programme de stabilité que la France doit fournir aux instances européennes, à la Loi de programmation. Il évaluera le respect des engagements européens de la France ; il vérifiera que le PLF est conforme à la trajectoire annoncée dans la loi de programmation. Il donnera son avis sur l'évocation de « circonstances exceptionnelles ». Présidé par le Président de la Cour des comptes, le Haut conseil comprendrait quatre magistrats de la Cour des comptes et quatre membres désignés en raison de leur compétence en matière de finances publiques par les présidents de l'Assemblée nationale, du Sénat et des deux commissions des finances. Cette prédominance de la Cour des comptes est problématique. Les magistrats de la Cour des comptes ne sont pas a priori des experts en macroéconomie ; ils sont souvent, par fonction, plus attachés à l'équilibre des finances publiques qu'à la croissance et à l'emploi ». (Blog de l'OFCE du 12 octobre).

Le même jour, l'agence S&P dégrade de 2 crans la note de la dette publique espagnole, de BBB+ à BBB-, ce qui la place à un seul cran de la catégorie des obligations « pourries ».

Le jeudi 11, A. Merkel semble adoucir sa position en reconnaissant que son pays pourrait jouer en quelque sorte le rôle de « locomotive » pour l'économie européenne en évoquant une possible politique de relance par la consommation intérieure.

La deuxième semaine se termine sur les marchés boursiers par des reculs non négligeables, à cause tout à la fois de la situation de l'Espagne (dont la note vient d'être portée à la limite des investissements « pourris » et dont on attend toujours une demande officielle d'aide) et de la Grèce (qui finit sa cinquième année consécutive de baisse de son PIB et pour laquelle se développe un consensus pour lui accorder un

délai supplémentaire pour la réalisation des objectifs qu'on lui impose pour ses finances publiques), ainsi que de résultats d'entreprises qui expriment le profond climat d'incertitudes dans lequel on se trouve : - 1,97% pour le CAC40 (à 3389 points), -2,24% pour le DAX30, -1,32% pour le Footsie, -2,07% pour le Dow Jones, -2,94% pour le Nasdaq et -3,29% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2951\$.

Le mercredi 17 octobre, la « troïka » publie un communiqué annonçant qu'un accord est intervenu avec le gouvernement de la Grèce pour que puissent être versés les 31,5 milliards dont ce pays a besoin : ainsi se termine positivement un feuilleton commencé il y a plusieurs mois. Reste que la Grèce souhaite toujours avoir un délai supplémentaire pour réaliser les objectifs qu'on lui a dictés pour son déficit et sa dette car elle est loin d'être sortie des difficultés comme le prouvent sa récession qui perdure et son chômage qui s'aggrave.

Le jeudi 18 octobre donne la démonstration des divergences entre la France et l'Allemagne puisque ce même jour paraît un entretien important du Président français et une déclaration non moins marquante est faite par la Chancelière allemande.

Dans son édition du 18 octobre, le journal Le Monde fait paraître un entretien donné par le Président Hollande. On peut en retenir les points suivants :

- Le Président de la République française considère que le débat Europe des Nations-Eurooe fédérale était d'actualité quand l'Europe était à 6 mais qu'il ne l'est plus avec une Europe à 27 : il se prononce pour une Europe qui avance à plusieurs vitesses.
- F. Hollande veut substituer aux « sommets prétendument de la dernière chance » une réunion mensuelle des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro : ce conseil « permettra de mieux coordonner la politique économique et de prendre pays par pays les décisions appropriées ».
- En ce qui concerne l'UE, il la définit comme « un espace politique de solidarité, un grand marché, une volonté de convergence économique, sociale, culturelle » (...) mais cette union large ne doit pas empêcher des coopérations renforcées (...) ce sera le cas avec la taxe sur les transactions financières ».
- « L'union politique, c'est après, c'est l'étape qui suivra l'union budgétaire, l'union bancaire, l'union sociale. Elle viendra donner un cadre démocratique à ce que nous aurons réussi de l'intégration solidaire ».
- Concernant l'échéance possible pour une telle union politique, F. Hollande répond : « Après les élections européennes de 2014. L'enjeu de cette consultation, ce sera l'avenir de l'Union ».
- À propos du comportement de l'Allemagne face au sauvetage des pays en difficulté : « Cessons de penser qu'il n'y aurait qu'un pays qui paierait pour tous les autres. C'est faux ! En revanche, je sais la sensibilité de nos amis allemands au problème de la surveillance. Qui paie doit contrôler, qui paie doit sanctionner. Je suis d'accord. Mais l'Union budgétaire doit être parachevée par une mutualisation partielle des dettes, à travers de eurobonds ».

De son côté, la Chancelière Merkel demande lors de son intervention au Bundestag la désignation d'un super-commissaire européen qui aurait un droit de veto sur les budgets nationaux des États membres, autrement dit un droit d'ingérence dans leurs finances publiques.

Par conséquent, à la veille de la réunion du Conseil européen, on constate une sorte de dialogue de sourds entre l'un qui veut l'accélération de l'union bancaire et l'autre qui veut le durcissement du contrôle budgétaire. A. Merkel oppose à la volonté française d'accélérer l'union bancaire le souci de privilégier « la qualité à la vitesse » et F. Hollande s'oppose à la volonté allemande de durcir le contrôle budgétaire en rétorquant que « le sujet du conseil n'est pas l'union budgétaire, c'est l'union bancaire » et qu' « un super-commissaire avec des superpouvoirs, c'est un nouveau traité ». Et d'ajouter que « s'il était mis en commun des ressources supplémentaires ou créé des eurobonds, alors assez légitimement il y aurait des contrôles plus stricts à introduire. Mais nous n'en sommes pas là ». C'est donc aussi pour le président français une question de calendrier...

Les jeudi 18 et vendredi 19, réunion à Bruxelles du Conseil européen.

Dans la nuit de jeudi à vendredi, un compromis –spécialement entre la France et l'Allemagne- est trouvé sur l'union bancaire pour que la BCE assure la supervision des 6 000 banques de la zone euro (le contrôle quotidien serait assuré par les banques centrales nationales mais la BCE aurait la possibilité d'intervenir de manière discrétionnaire sur tout établissement bancaire). Ainsi, toutes les banques de la zone euro seraient concernées –y compris les banques régionales allemandes- et pas seulement les plus importantes d'entre elles (celles qui sont dites « systémiques »). Le cadre légal sera arrêté en fin d'année pour une

mise en œuvre progressive au cours de 2013, pour que la supervision par la BCE soit totale au début 2014. Ce calendrier fait que la recapitalisation des banques directement par le fonds de secours ne pourra pas se faire dès le début de 2013, ce qui retarde en particulier le sauvetage des banques espagnoles, d'où l'alourdissement prévisible de la dette de l'État espagnol ; c'est également un « coup dur » pour l'Irlande, le Portugal et la Grèce (notons ici que les dettes bancaires pèsent trois fois plus que les dettes souveraines). *Paradoxalement, la question de la recapitalisation était un point de discorde entre la France et l'Allemagne, celle-ci faisant de la supervision bancaire un préalable alors qu'en même temps elle voulait que cette supervision ne concerne que les banques systémiques, en prenant la taille comme argument majeur. En réalité, l'Allemagne ne souhaitait pas que la supervision puisse concerner ses caisses d'épargne et ses banques régionales (les « Landersbanken ») parce que bon nombre d'entre elles sont dans une situation financière délicate ; de plus, son argument est contestable dans la mesure où les banques les plus importantes sont en général celles qui sont le mieux contrôlées : la crise peut plutôt venir des banques de taille plus réduite. Au total, le résultat du Conseil est bien un compromis : toutes les banques seront a priori concernées par la supervision de la BCE mais le dispositif va être mis en place de manière graduelle, en commençant par les banques des pays qui bénéficient d'un programme d'aide ; et il sera prêt début 2014, c'est-à-dire après les élections législatives allemandes. La BCE a d'ailleurs donné un argument facilitant le compromis en précisant que la mise en place du dispositif lui demandera entre 6 mois et un an.*

Cela dit, le résultat de ce Conseil européen constitue malgré tout une avancée, non seulement parce que la supervision bancaire est une importante étape vers l'union bancaire mais aussi parce qu'il s'agit d'un progrès dans la gestion fédérale de la zone euro, surtout lorsqu'on y ajoute les décisions de début septembre de la BCE qui font d'elle pratiquement un PDR. D'ailleurs, les marchés ne s'y trompent pas puisque la prime de risque sur la dette espagnole diminue aussitôt. En effet, comme la recapitalisation des banques va pouvoir être assurée directement par le MES, la marche vers l'union bancaire va permettre à la fois de dissocier les dettes souveraines et les dettes bancaires et de ne pas alourdir le ratio de dette publique des pays en difficulté.

Les marchés boursiers pensent-ils que les conclusions du Conseil européen sont encourageantes ? En tous les cas, ils terminent l'avant-dernière semaine du mois sur des performances très satisfaisantes : +3,41% pour le CAC40 (à 3505 points), +2,05% pour le DAX30, +1,77% pour le Footsie, +0,71% pour le Dow Jones, -1,26% pour le Nasdaq, +5,49% pour le Nikkei. L'euro cote 1,3024\$.

Mais, inquiétés par les mauvaises performances des grandes entreprises américaines, dues d'ailleurs essentiellement aux difficultés de l'économie européenne, les marchés financiers terminent le mois sur des scores négatifs : -1,98% pour le CAC40 (à 3435 points), -2,02% pour le DAX30, -1,52% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -0,59% pour le Nasdaq et -0,77% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2939\$.

- Novembre 2012 ->

Lors de la première semaine du mois de novembre, les marchés boursiers continuent leurs mouvements de « yo-yo » puisqu'ils terminent plutôt sur des gains, après les résultats négatifs de la semaine précédente : +1,67% pour le CAC40 (à 3492 points), +1,83% pour le DAX30, +1,06% pour le Footsie, -0,11% pour le Dow Jones, -0,69% pour le Nasdaq, +1,32% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2832\$.

À partir du « rapport Gallois » sur le « Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », demandé en juillet et remis le 5, le Premier ministre français détaille le mardi 6 les mesures décidées au titre du « pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi ». Parmi ces mesures, il y en a particulièrement une qui tout à la fois surprend les observateurs et suscite de fortes réactions au sein de la majorité présidentielle, c'est l'augmentation de la TVA à compter du début 2014 pour compenser la réduction des charges sociales pesant sur le travail (taux normal : 19,6% -> 20%, taux intermédiaire : 7% -> 10% mais taux réduit : 5,5% -> 5%). Car, même si les trois taux évoluent de manière ciblée, c'est d'une certaine façon le retour de la TVA sociale, mise en place par la précédente majorité et abrogée par l'actuelle au printemps... Le pacte prévoit aussi de diminuer les dépenses publiques de 10 milliards € supplémentaires !

Pratiquement au même moment, donc sans pouvoir tenir compte de ces dernières mesures annoncées par Paris, la Commission européenne fait paraître des prévisions de croissance pour la France en 2013 : 0,4%, alors que le gouvernement avait, il y a peu, révisé à la baisse les siennes en prévoyant 0,8% pour élaborer

son projet de budget 2013... On peut aussi se poser la question de savoir si l'Allemagne va porter sur ce pacte un avis positif susceptible de lui redonner confiance dans les chances de la France d'honorer ses engagements.

Le mercredi 7, le Président américain B. Obama remporte les élections et va donc commencer son deuxième –et dernier- mandat. Dans son discours, Obama déclare que « le meilleur reste à venir ». Il est souhaiter que l'avenir lui donne raison car, au même moment, plusieurs observateurs évoquent le risque d'un « remake » de la crise des subprimes, non plus avec l'endettement privé pour l'accession à la propriété mais avec l'endettement privé des étudiants pour le financement de leurs études.

C'est également ce mercredi 7 que le Parlement grec adopte un programme d'austérité supplémentaire (de 18 milliards € d'économies d'ici à 2016) pour pouvoir recevoir la prochaine tranche d'aide (de 31 milliards) sans laquelle la Grèce serait rapidement en cessation de paiement (notons que quelques jours auparavant, la Banque mondiale a indiqué qu'elle va fournir une assistance technique à la Grèce).

C'est aussi ce mercredi 7 qu'est signé entre la Banque européenne d'investissement (BEI) et la Commission européenne l'accord créant les obligations de projet (project bonds) : <http://www.eib.org/products/project-bonds/index.htm>.

Le jeudi 8, lors de la réunion mensuelle de son Conseil des Gouverneurs, la BCE ne change rien à sa politique actuelle : statu quo pour ses taux directeurs et elle reste prête à utiliser son OMT (mais on apprend que l'Espagne vient de réussir à boucler plus tôt que prévu son programme de financement pour 2012, ce qui lui évite de demander de l'aide, tout au moins pour l'instant).

Une décision de la BCE doit être cependant notée : le *renouvellement des billets*. La nouvelle série, baptisée « Europe », a pour but de remplacer des billets qui datent maintenant d'un peu plus de 10 ans et elle va permettre de renforcer les systèmes de sécurité. Les nouveaux billets vont être mis en circulation à partir de mai 2013 et ils coexisteront un certain temps avec les anciens ; les coupures des nouveaux correspondront au départ à celles des anciens avant d'être progressivement renouvelées par ordre croissant selon un calendrier non encore annoncé.

Le lundi 12, le parlement grec adopte le budget pour 2013 qui entérine le nouveau programme d'austérité et c'est ce même jour que l'Eurogroupe se réunit pour décider si la Grèce remplit les conditions pour recevoir l'aide sur laquelle elle compte (elle doit faire face dès ce vendredi à un remboursement de 5 milliards €...). Mais cette réunion donne lieu à une opposition entre les positions du FMI, représenté par sa Directrice générale Ch. Lagarde, et celle des responsables de la zone euro. Les créanciers de la Grèce ne sont pas d'accord sur les façons de financer le coût supplémentaire (de 32,6 milliards d'euros) du report de 2 ans la réalisation des objectifs de désendettement : le FMI propose une restructuration de la dette grecque détenue par les États membres de la zone euro et par la BCE mais les uns et les autres ne veulent pas payer davantage. L'Allemagne exige même la mise en place d'un « compte séquestre » pour gérer les finances publiques grecques (un compte séquestre est une forme de compte bloqué, crédité des sommes correspondant à l'aide internationale accordée, de façon à s'assurer qu'elles servent bien au remboursement des intérêts de la dette : c'est une forme de mise sous tutelle économique).

La deuxième semaine se termine sur toutes les principales places avec des évolutions négatives : -1,97% pour le CAC40 (à 3424 points), -2,72% pour le DAX30, -1,68% pour le Footsie, -2,12% pour le Dow Jones, -2,59% pour le Nasdaq et -3,24% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2710\$.

La situation en Europe (situation de la Grèce et de l'Espagne, inquiétude de l'Allemagne sur la celle de la France, mauvaises perspectives économiques pour toute la zone euro) et l'approche du risque de « falaise fiscale » aux États-Unis sont les principales explications. L'expression « falaise fiscale » vise la situation de blocage qui pourrait exister à la fin de l'année en ce qui concerne les décisions à prendre en matière de réduction du déficit public entre le Président Obama –démocrate- et le Congrès –à majorité républicaine- ; car si aucun accord n'est trouvé, il y aurait application automatique d'un programme de coupes budgétaires et d'annulation d'exemptions fiscales.

Le mercredi 14, à l'initiative de la Confédération européenne des syndicats, se déroulent dans les divers États-membres des manifestations importantes et parfois même violentes pour protester contre la politique d'austérité. Et pendant ce temps-là, la Chancelière allemande multiplie les contacts avec de nombreux responsables européens pour défendre les deux thèmes pour elle essentiels : la discipline budgétaire et les réformes structurelles.

Le samedi 17, « The Economist » prend le relais des inquiétudes allemandes sur les perspectives de l'économie française en considérant celle-ci comme « la bombe à retardement au cœur de l'Europe ». Il n'empêche que la France continue à bénéficier sur les marchés financiers de taux d'intérêt très bas : ainsi, notre pays vient d'emprunter sur 2 et 5 ans respectivement à 0,10% et 0,76%, taux jamais enregistrés auparavant. L'explication est que notre dette continue à apparaître aux yeux des investisseurs comme le « deuxième meilleur choix » après la dette allemande : le pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi décidé très récemment par le gouvernement vient d'ailleurs de renforcer cette appréciation positive, mais l'évolution à venir des taux va directement dépendre du respect des différents engagements qu'il a pris et qu'il ne cesse de réaffirmer.

La troisième semaine se termine sur les places boursières par des performances négatives parce que les investisseurs ont leur horizon bouché, bouché d'un côté par la falaise fiscale américaine et bouché d'un autre côté par l'incapacité des créanciers de la Grèce à se mettre d'accord pour résoudre le problème de sa dette publique, sans parler des autres difficultés de la zone euro : -2,40% pour le CAC40 (à 3342 points), -2,97% pour le DAX30, -2,84% pour le Footsie, -1,77% pour le Dow Jones, -1,78% pour le Nasdaq mais +3,04% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2743\$.

Dans la nuit du lundi 19 au mardi 20, l'agence Moddy's dégrade d'un cran la dette souveraine française, qui passe ainsi de Aaa à Aa1, en la maintenant sous perspective négative, comme elle l'avait déjà décidé le 13 février, ce qui est peut-être le plus grave puisque cela laisse la porte ouverte à une nouvelle dégradation, et que cette annonce intervient pourtant 15 jours après que le gouvernement français ait annoncé le pacte de compétitivité. Ainsi, c'est la deuxième agence de notation, après Standard & Poor's le 13 janvier, qui dégrade la dette publique de la France (actuellement, l'agence Fitch a seulement placé notre dette sous perspective négative). Moddy's motive sa décision essentiellement par la perte « graduelle et soutenue » de compétitivité, par le manque de réformes structurelles importantes, notamment en matière de marché du travail, et par des perspectives peu favorables concernant la croissance à moyen et long terme, ce qui rend les « perspectives budgétaires incertaines ».

Dans la nuit du mardi 20 au mercredi 21, la nouvelle réunion sur le sauvetage de la Grèce de l'Eurogroupe avec le FMI se termine encore sur un échec, après 11 heures de négociations, et un rendez-vous est pris pour le lundi suivant...

La Grèce approche donc de plus en plus du moment fatidique ; elle est de fait insolvable et il est de plus en plus évident que le passage de la dette grecque en dessous du niveau de 120% du PIB, considéré comme le niveau permettant à la dette d'être à peu près soutenable, ne pourra pas avoir lieu avant 2022 et non en 2020 comme prévu. La restructuration de la dette grecque s'avère incontournable à plus ou moins brève échéance. C'est d'ailleurs ce que préconise le FMI mais c'est ce à quoi se refuse l'Eurogroupe parce que ce serait cette fois-ci au détriment des créanciers publics (États membres et BCE). Notons que l'on écarte ici d'office une solution de type argentin consistant à faire défaut (la cessation de paiements est déclarée le 23 décembre 2001, suivie quelques jours plus tard par une brutale dévaluation). Certes cette solution a plutôt réussi à l'Argentine mais la Grèce est dans une bien plus mauvaise situation que l'Argentine à l'époque, que ce soit pour sa balance extérieure, sa compétitivité, ses capacités exportatrices (l'industrie grecque ne représente que 6% de son PIB) ou encore pour ses finances publiques. De plus, la sortie de la zone euro de la Grèce qui serait alors inévitable mettrait à mal toute la zone euro, en particulier au niveau de son système bancaire.

Comme l'écrit Romaric Godin dans La Tribune du 21 de ce mois, « Depuis deux ans, l'habitude s'est ancrée de voir les dirigeants européens chercher péniblement des consensus qui, une fois qu'ils sont atteints, ne conduisent qu'à gagner du temps et à repousser les problèmes à plus tard. Le cas de la Grèce, sur lequel ont achoppé une nouvelle fois les ministres des Finances de la zone euro est très parlant. En mai 2010, on a refusé de prendre l'ampleur réelle du problème de la dette grecque. On a pensé que des crédits bilatéraux régleraient l'affaire le temps de réaliser les "ajustements nécessaires". Cet aveuglement devant le montant démesuré de la dette hellénique, devant la réalité de l'administration grecque et devant les effets d'une politique d'ajustement budgétaire n'a jamais vraiment quitté les Européens. (...) Les programmes d'aides aux pays en difficulté de la zone euro sont multiples et engagent les investisseurs, les États et les institutions internationales à des niveaux différents. Pour le moment, la facture potentielle pour les États approche déjà les 380 milliards d'euros. Difficile d'établir une facture globale de la crise de l'euro. En grande partie parce que la crise elle-même n'est pas terminée... Une chose est en tout cas certaine : pour le moment, si l'on exclut son coût social, le « sauvetage de la monnaie unique » n'a pas coûté un centime aux pouvoirs publics. Les seuls à avoir perdu de l'argent sont les détenteurs privés de dette grecque qui ont « volontairement » dû réduire la valeur nominale de leurs créances de 105,4 milliards d'euros en mars dernier ».

Le vendredi 23, les discussions du Conseil européen à Bruxelles sur le budget européen échouent

rapidement, en particulier à cause des positions de Paris et de Londres radicalement opposées (F. Hollande défend le financement de la PAC et veut remettre en cause les avantages dont bénéficie en particulier le Royaume-Uni, ce dont D. Cameron ne veut pas entendre parler, en demandant de surcroît des économies budgétaires.

L'avant-dernière semaine du mois se termine sur les places boursières sur des hausses paradoxalement très fortes : +5,50% pour le CAC40 (à 3529 points), +5,16% pour le DAX30, +3,81% pour le Footsie, +3,35% pour le Dow Jones, +3,99% pour le Nasdaq et +6,08% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2909 \$.

Comme prévu, l'Eurogroupe, le FMI et la BCE se retrouvent le lundi 26 pour traiter le cas grec. Après 13 heures de négociations, une solution est enfin trouvée pour éviter à la Grèce un défaut de paiement : elle va recevoir l'aide reportée depuis juin, et même davantage : 34,4 milliards en décembre et 12 milliards en 2013, par tranches. Mais, contrairement à ce que préconise le FMI, il n'est pas décidé de restructurer la dette grecque et la solution résulte d'un ensemble complexe de mesures : la réduction des taux d'intérêt et l'allongement de la durée des prêts bilatéraux et des prêts accordés par le FESF, le rachat par la Grèce, à un prix décoté, de ses titres obligataires détenus par des investisseurs privés et l'abandon à la Grèce des profits réalisés par la BCE sur le SMP (Securities Market Program). Toutes ces mesures devraient permettre de ramener le ratio de dette publique de la Grèce à 124% du PIB en 2020, comme le veut le FMI.

Ces mesures sont bien jugées par les investisseurs : sur les places boursières, le mois de novembre se termine par des scores positifs : +0,81% pour le CAC40 (à 3557 points), +1,32% pour le DAX30, +0,82% pour le Footsie, +0,12% pour le Dow Jones, +1,46% pour le Nasdaq et +0,85% pour le Nikkei.

C'est également le 30 novembre que l'agence Moody's dégrade d'un cran le FESF et le MES (mécanisme européen de stabilité), de Aaa à Aa1, avec « perspectives négatives ». Autrement dit, le FESF et le MES perdent leur « triple A ». Cette décision de Moody's est la conséquence de la dégradation de la France il y a une dizaine de jours (la France entre pour 20,4% dans le MES, et l'Allemagne pour 27,1%). Les responsables européens admettent d'autant moins cette décision pour le MES que celui-ci bénéficie d'une structure de capital plus sûre que le FESF.

Comme le dira Norbert Gaillard dans un entretien donné à « La Tribune » le 1^{er} décembre, « Concernant le FESF, il faut noter que paradoxalement, il avait besoin de cette dégradation pour pouvoir emprunter! En effet, les statuts du Fonds européen de stabilité financière précisent bien que ses émissions doivent être couvertes à 100% par les États ayant une note supérieure ou égale à la sienne. Après calcul, cela veut dire que le FESF est en mesure d'emprunter dès lors qu'un peu plus de 60% des États garants de la zone euro ont une note supérieure ou égale à la sienne. Mais avec la dégradation de la France, ce n'était plus le cas ! On voit que la dépendance aux agences de notation est véritablement ubuesque. Cela devient délirant ».

• Décembre 2012 ->

Le dimanche 2, la chancelière allemande semble accepter, lors d'un entretien, l'idée d'une restructuration à terme de la dette grecque, alors qu'elle considérait jusque là que cette solution est pour l'Allemagne inenvisageable.

Le mercredi 5, l'agence S&P place la Grèce en « défaillance partielle » (en la faisant passer de CCC à SD), c'est-à-dire à un cran seulement du défaut de paiement.

Le jeudi 6, la BCE laisse inchangés ses taux directeurs, mais après une réunion du Conseil des Gouverneurs où il n'y a pas eu unanimité selon les propos de son Président (d'où une fébrilité chez les investisseurs et chez les cambistes). La BCE a été sans doute très près de baisser ses taux. Il faut dire que ses services viennent de revoir à la baisse leurs prévisions pour la conjoncture de la zone euro en 2012 et 2013 : -0,5% et -0,3% pour l'évolution du PIB de la zone, qui sont des chiffres plus bas que ceux à la fois de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI ; et que l'inflation est bien inférieure à la limite des 2% à moyen terme.

C'est ce même jeudi 6 que le Président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, fait connaître les trois grands thèmes qui devraient être au centre des discussions du prochain Conseil, les 13 et 14 décembre, à savoir et en allant du court au moyen-long terme : la supervision intégrée bancaire, la mise en place d'un fonds et d'une autorité de résolution des crises bancaires et un budget propre à la zone euro. Le première semaine se termine sur les places boursières avec des performances emplies d'optimisme : + 1,36% pour le CAC40, ce qui l'amène à plus de 3605 points, valeur jamais atteinte depuis fin juillet 2011,

+1,52% pour le DAX30, +0,81% pour le Footsie, +0,99% pour le Dow Jones, -1,07% pour le Nasdaq et +0,86% pour le Nikkei. L'euro cote 1,2950\$.

Le samedi 8, le Président du Conseil italien M. Monti annonce sa démission après que S. Berlusconi ait pris la décision de ne plus soutenir le gouvernement et même de se représenter au poste de Président du Conseil. Les marchés réagiront dès le début de la semaine qui suit par une élévation du rendement des emprunts publics italiens.

Le lundi 10, les principaux responsables européens se retrouvent à Oslo pour la remise du Prix Nobel de la Paix à l'UE.

Les 12 et 13, réunions extraordinaires à Bruxelles de l'Écofin et de l'Eurogroupe. Il en ressort deux avancées importantes.

D'abord, la décision de verser à la Grèce une aide de 34,3 milliards d'euros, première tranche d'un prêt global de 49,1 milliard. Cette décision, entérinée par le FMI qui considère que la dette grecque est désormais soutenable à l'horizon 2020, va permettre à la Grèce de recevoir des fonds qu'elle attend depuis plusieurs mois.

Ensuite, un accord est enfin obtenu –après une nuit de négociations– sur le premier étage de l'union bancaire : la supervision des banques centralisée par la BCE. Il y avait un différend entre la France qui voulait que toutes les banques entrent dans le périmètre de cette supervision centralisée et l'Allemagne qui ne voulait que ne soient l'objet de la supervision que les plus grandes banques. Le compromis trouvé fait que la supervision centralisée au niveau de la BCE ne concernera que les 200 plus grandes banques (sur les 6200 que compte la zone euro), c'est-à-dire celles dont l'actif bilantiel dépasse 30 milliards d'euros et/ou représentent au moins 20% du PIB de leur pays ; les autres restant soumises aux superviseurs nationaux. Les pays de l'UE non membres de la zone euro peuvent adhérer au mécanisme ; et pour être en conformité avec les textes sur la BCE, il est prévu que le pilotage de ce mécanisme soit assuré par un Conseil de supervision distinct du Conseil de gouverneurs et au sein duquel les pays non membres de la zone euro pourront siéger. Par ailleurs l'Angleterre, qui, comme la Suède et la République tchèque, ne participera pas au mécanisme, craignait ne plus avoir tellement voix au chapitre en matière de régulation financière : elle obtient en sa faveur la réforme des droits de vote au sein de l'Autorité bancaire européenne (ABE).

Les 13 et 14, donc immédiatement dans la foulée de la réunion des ministres de l'économie, se réunissent les chefs d'État et de gouvernement. Mais les résultats font l'effet d'une douche écossaise : alors que la réunion de l'Écofin et de l'Eurogroupe marque un progrès important avec le lancement de la supervision bancaire centralisée au niveau de la BCE, celle du Conseil européen est décevante. Il n'y a aucune avancée sur la mutualisation des dettes, sur les eurobonds, sur le budget propre à la zone euro ou sur la réforme des traités, et il est demandé à H. Van Rompuy de faire d'ici juin 2013 un calendrier moins ambitieux que celui qu'il avait conçu lors de la préparation de cette réunion. Deux seuls points positifs sont un accord de principe sur la mise en place de contrats voulus par l'Allemagne pour encadrer les réformes structurelles dans les différents pays et la décision de passer à la deuxième phase de l'union bancaire avec la mise au point d'un mécanisme unique de résolution des crises bancaires.

Le jeudi 13, la Fed décide non seulement de maintenir ses taux à leur niveau plancher mais surtout de lier sa politique monétaire au taux de chômage : elle ne la modifiera pas tant que le taux de chômage ne descend pas à 6,5%, à condition bien sûr que l'inflation reste sous contrôle. Dans le même temps, il est question que la Banque d'Angleterre prenne comme objectif de sa politique monétaire non plus taux d'inflation mais un taux de croissance du PIB en termes nominaux.

Ainsi, face à la Fed et à la Banque d'Angleterre qui sont sur le point de redéfinir en profondeur les objectifs de leur politique monétaire, la BCE apparaît encore une fois en retrait, attachée qu'elle reste à son objectif d'inflation sur le moyen terme, même si ses dernières décisions marquent une nette évolution puisqu'elles font clairement d'elle un PDR.

Sur les places boursières, la deuxième semaine se termine sur des résultats plutôt positifs, malgré l'incertitude née de la situation politique italienne et de l'évolution de l'économie espagnole : +1,04% pour le CAC40 (à 3643 points), +1,05% pour le DAX30, +0,12% pour le Footsie, -0,15% pour le Dow Jones, -0,23% pour le Nasdaq et +2,21% pour le Nikkei. L'euro cote un peu plus de 1,30\$.

La trêve de Noël se traduit sur les marchés boursiers par des résultats positifs : +0,50% pour le CAC40 (à 3661 points), +0,52% pour le DAX30, +0,3#% pour le Footsie, +0,43% pour le Dow Jones, +1,67% pour

le Nasdaq et +2,08% pour le Nikkei.

Sur l'ensemble de l'année 2012, le CAC40 a progressé de +15,23% (contre une chute de 16,95% en 2011), le DAX30 de 29,06%, le Footsie de 5,84%, le Dow Jones de 7,31% et le Nikkei de 22,94%. Autant dire que l'année 2012 se termine bien sur les places boursières. Le fait que le risque d'implosion de la zone euro s'éloigne y est pour beaucoup. Comme le dira dans tous les premiers jours de 2013 le Président de la Commission européenne M. Barroso, « l'année 2012 a terminé sur une note positive pour l'UE. Je pense qu'il est légitime de dire que la perception de risque dans la zone euro a disparu ».

www.christian-biales.fr

La zone euro est très malade, au point même que l'on se pose la question de savoir si elle va pouvoir survivre. Les questions d'établir le diagnostic et de forger un pronostic sont forcément très difficiles, la seconde d'ailleurs encore bien davantage que la première. Cela dit, ces deux questions ont le mérite d'être pédagogiques dans la mesure où elles vont nous permettre d'essayer de mieux comprendre cette crise et de nous convaincre que le destin s'enracine dans l'histoire. Comme le dit Sénèque, « c'est le passé qui doit conseiller l'avenir » (60 ans environ avant J.C.).

Pour traiter ces deux questions, il faut faire preuve d'une grande humilité : en économie, c'est d'abord et avant tout l'histoire des faits économiques et sociaux qui tient lieu de méthode expérimentale pour tester les analyses théoriques et les politiques économiques. D'une certaine façon, il y a toujours un lien étroit entre les crises économiques et les crises de la science économique. De plus, l'économie n'embrasse pas, loin de là, tous les facteurs explicatifs de la réalité, même lorsqu'on porte sur elle un regard qui met au devant de la scène les problèmes économiques et sociaux. Ainsi, quand on regarde l'Allemagne et la Grèce, qui, peut-on dire, ont des situations opposées sur l'échiquier de la zone euro, on s'aperçoit que ces situations ne s'expliquent pas seulement par l'orthodoxie ou le laxisme budgétaire mais aussi par des caractéristiques historiques, culturelles et mêmes idéologiques.

Cela dit, tentons d'établir d'abord le **diagnostic de la crise de la zone euro**.

Comme pour toute maladie grave, les facteurs sont nombreux et ils jouent depuis longtemps.

On peut distinguer parmi ces facteurs ceux qui viennent de l'extérieur de la zone euro et concernent donc l'évolution générale de l'économie internationale et ceux qui viennent de l'intérieur même de la zone euro et concernent donc son fonctionnement propre.

Il y a donc d'un côté des causes exogènes et de l'autre des causes endogènes.

LES CAUSES EXOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Il faut remonter assez loin dans notre histoire économique contemporaine.

Dès l'immédiat après-guerre, on est entré dans une période économique relativement faste, appelée « les trente glorieuses » (1945-1975), caractérisée essentiellement par une forte croissance, une inflation douce, un quasi-plein emploi et une réduction des inégalités, donc une nette amélioration du bien-être.

De nombreux facteurs expliquent le miracle des trente glorieuses.

Il y a les importants gains de productivité réalisés, d'abord pour redresser les économies ravagées par la seconde guerre mondiale et ensuite pour défendre le capitalisme occidental dans la guerre froide engagée avec le communisme du bloc soviétique.

Il y a aussi ce que l'on appelle aujourd'hui la social-démocratie de marché, qui se traduit par l'extension de l'économie mixte, qui va du capitalisme rhénan chez nos voisins à la planification indicative chez nous.

Et pour se limiter à l'essentiel, il y a enfin un triptyque dont la parfaite cohérence explique l'efficacité : une norme fordienne pour la consommation, une norme taylorienne pour la production, une norme keynésienne pour la régulation économique (interventionnisme étatique ; politique de relance) et une norme béveridgienne pour la cohésion sociale (État-providence ; welfare state).

Durant ces trente glorieuses, il n'y a pas eu de crise majeure alors qu'après j'en ai compté pas moins de 25, dont plusieurs ont été systémiques en ce sens qu'elles ont mis à mal le système économique et financier mondial dans sa globalité. Le hasard veut d'ailleurs que les deux premières crises furent d'abord celle de 1974 concernant la faillite d'une banque allemande (Herstadt) qui renvoie à la faillite de la banque Lehmann-Brothers (crise des subprimes), puis celle de 1982 qui est une crise des dettes souveraines dans plusieurs pays latino-américains, qui renvoie à la crise des dettes souveraines dans la zone euro !

Que s'est-il donc passé après les trente glorieuses ?

Pour résumer, et extraire les facteurs les plus explicatifs de ce qui se passe aujourd'hui, je procéderai par grandes décennies :

Années 1970, années de bouleversements : deux chocs pétroliers (1973, suite à la guerre du Kippour, et 1979 à cause de la révolution iranienne), implosion du SMI de Bretton Woods, développement de l'épisode stagflationniste (flambée des taux d'inflation, rupture de la dynamique des gains de productivité, chute des taux de croissance, donc envolée du chômage).

La fin des années 1970 marque la fin de la domination de la pensée keynésienne et la montée en puissance du monétarisme de Milton Friedman et de l'ordolibéralisme de l'école de Fribourg. Plus précisément, ce revirement théorico-idéologique intervient après le second choc pétrolier. En effet, la crise due au premier choc pétrolier a été traitée au moyen de politiques d'inspiration keynésienne et, quand le second choc pétrolier est survenu, on a considéré – de manière très exagérée – que l'aggravation de la situation était la preuve de la faillite du keynésianisme. Sur le plan théorique, le revirement se lit dans les lectures faites de la courbe de Phillips par le monétarisme et la nouvelle école classique.

Le monétarisme réhabilite la TQM (théorie quantitative de la monnaie). La fameuse phrase de Friedman, selon laquelle « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est qu'elle ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de la monnaie plus rapide que celle de la production », devient le crédo du nouveau catéchisme libéral : obtenons le taux d'inflation le plus bas possible et on aura automatiquement la stabilité financière, la croissance et le plein emploi. Et la politique monétaire devient donc prééminente, au point d'en faire une politique structurelle, avec l'adoption de règles telle que celle du ciblage d'inflation. C'est de cette conception que résultent l'indépendance et les statuts des banques centrales, et de la BCE tout spécialement.

Quant à l'ordolibéralisme, qui est toujours la dimension idéologique de la position allemande actuelle, il date du lendemain de la seconde guerre mondiale.

Le 14 septembre 1958, le Général De Gaulle, fondateur et premier président de la 5^{ème} République française, et Konrad Adenauer, premier chancelier de l'Allemagne fédérale (« l'Allemagne de l'Ouest »), se rencontrent pour la première fois à Colombey-les-deux-Églises où se trouve la résidence privée de Ch. De Gaulle. C'est le début non seulement d'une solide amitié entre les deux hommes mais aussi de ce qu'on appellera « le « couple franco-allemand » qui va jouer un rôle décisif dans la construction européenne (et sa destruction... ?). Cette rencontre concrétise le dessein qu'ont les premiers bâtisseurs de l'Europe (en particulier les Français Jean Monnet et Robert Schuman) : empêcher tout nouveau conflit entre les peuples européens.

Le Chancelier Adenauer restera au pouvoir jusqu'en 1963. Il aura tout au long de cette longue période le même ministre de l'économie, Ludwig Ehrhard, qui prendra d'ailleurs sa succession à la chancellerie. C'est à L. Ehrhard, considéré comme le « père du miracle allemand », que revient le mérite d'avoir lancé « l'économie sociale de marché » qui se propose d'assurer à la fois la liberté économique et la justice sociale. L. Ehrhard est partisan de l'**ordolibéralisme**, thèse économique née entre les deux guerres sous l'égide d'un côté de l'économiste W. Eucken et du juriste F. Böhm, tous deux de l'Université de Fribourg, et de l'autre de l'économiste W. Röpke qui aura une grande influence sur L. Ehrhard. Cette thèse réfute à la fois la philosophie utilitariste des libéraux et celle, matérialiste, des marxistes, pour y préférer les valeurs sociales chrétiennes et les principes de la philosophie idéaliste allemande. Selon cette école, c'est l'inflation galopante des années 1920 qui a détruit la République de Weimar après avoir laminé les classes moyennes, et qui a en définitive permis la montée du nazisme. L'ordolibéralisme défend l'initiative individuelle et les mécanismes du marché : il s'oppose à l'interventionnisme dirigiste (non seulement à la planification impérative à la soviétique mais aussi à la planification indicative à la française), et même à l'interventionnisme conjoncturel de type keynésien. Mais il préconise en même temps l'instauration d'un certain nombre de règles et d'institutions pour promouvoir des valeurs jugées supérieures à l'économie qui n'en est que le fondement matériel et qui doit elle-même respecter deux principes, la prééminence du droit de propriété et une concurrence libre et non faussée pour que soit assurée la liberté d'entreprise et de marché. D'où l'importance de la Constitution et des lois. L'ordolibéralisme se méfie de l'État et a fortiori de l'interventionnisme : il s'agit pour lui de régler le capitalisme plutôt que de le réguler. L'ordolibéralisme aura une portée très importante dans deux domaines en particulier : le développement d'une forme performante de capitalisme appelée souvent « le capitalisme rhénan », et une trilogie, dont les deux premiers éléments vont profondément influencer l'histoire de la construction européenne à venir, à savoir une banque centrale indépendante du pouvoir politique pour assurer la stabilité des prix, une politique budgétaire orthodoxe sous la responsabilité du gouvernement pour assurer l'équilibre des finances publiques, et une politique sociale menée sous la forme d'une cogestion entre les partenaires sociaux.

Les Allemands parlent toujours d'une économie sociale de marché. Rappelons ce que Lionel Jospin avait souvent répété : « oui à l'économie de marché, non à la société de marché ». Tout cela renvoie à la question traitée par Karl Polanyi dans la Grande

Transformation sur l'encastrement, de fait, des relations sociales dans le système économique. Et il faut souligner que dans son article 2 du Titre 1, le Traité de Lisbonne donne pour objectif à l'UE d'instaurer une « économie sociale de marché ».

Années 1980 : années de transformations radicales. *Un mot peut résumer ces transformations, celui de libéralisation.*

Pour simplifier, on passe de l'interventionnisme des trente glorieuses au libéralisme économique.

Ce libéralisme économique, dont les monétaristes et les nouveaux économistes classiques sont les théoriciens, se traduit dans les faits par la révolution conservatrice en Angleterre et aux États-Unis avec les politiques menées respectivement par M. Thatcher (devenue Premier ministre en 1979 et qui va lancer en octobre 1986 le « big bang » financier) et R. Reagan (élu en 1980 et dont le slogan « America is back » va se traduire dans la réalité grâce à la révolution industrielle des NTIC née en Californie et dans la région de Boston).

Les années 80 sont aussi celles de la mondialisation des échanges et de la globalisation de la finance.

Et ces transformations jettent notre vieux continent dans la tourmente. Nous passons de force, toujours pour résumer, de 4 « ismes » à 4 D.

Les 4 « ismes » qui régissaient l'Europe étaient, pour reprendre ce qui a été dit plus haut, le fordisme (norme de consommation), le taylorisme (norme de production), le keynésianisme (norme de régulation macroéconomique) et le beveridgisme (norme de régulation sociale).

Les 4 D qui se sont imposés à nous sont le désengagement de l'État, la désintermédiation des financements, la déréglementation des institutions et des activités financières, et le décloisonnement des marchés. Et on est passé en peu de temps d'une économie financière d'endettement à une économie financière de marchés de capitaux, d'une économie relativement administrée à une économie libéralisée.

Pour notre pays, la décennie 1980 est bien une période de profondes transformations. D'abord, au tout début, un brusque tournant est pris en 1982-1983 avec l'adoption d'une politique de « désinflation compétitive » et de franc fort qui rompt clairement avec le « programme commun de la gauche ». Ensuite, avec la loi bancaire de 1984 commence la seconde moitié des années 1980 qui est une période de grande libéralisation de notre système financier, laquelle concerne les marchés de capitaux (réforme profonde du marché monétaire, amélioration du fonctionnement de la Bourse, création des marchés de produits dérivés), la suppression de l'encadrement du crédit et la suppression du contrôle de changes.

Au niveau mondial, la décennie 1980 se termine par l'éclatement du bloc communiste dont l'effondrement du mur de Berlin est le symbole. Cela donne l'occasion à Francis Fukuyama de reprendre le thème de la fin de l'histoire en considérant qu'il y a maintenant, et définitivement, une suprématie totale de la démocratie libérale.

Toujours au niveau mondial, la décennie 1980 est marquée par le début d'un phénomène nouveau, qui va jouer un rôle important dans les crises à venir : l'accroissement des inégalités dans les pays « riches », principalement les pays anglo-saxons. Aux États-Unis, la part des 10% de revenus les plus élevés est passée de 34% du total des revenus à la fin des années 1970 à 50% en 2007, autrement dit la moitié du revenu national ! Plus encore, on constate à partir de cette décennie le creusement de l'écart entre les taux de rendement de la richesse privée et les taux de croissance des économies, parce que les revenus de l'accumulation d'actifs plus ou moins spéculatifs se mettent à croître plus vite que les revenus tirés de l'activité économique, ce qui correspond au développement d'une économie de rentiers. Et s'ajoute à cela que cette décennie voit se mettre en place un système fiscal-social de moins en moins distributif : les prélèvements obligatoires pèsent donc relativement davantage sur les classes moyennes et modestes (et la redistribution se fait, spécialement en France, davantage par les dépenses publiques que par les prélèvements obligatoires).

Années 1990 : la nouvelle économie. *Cette expression recouvre deux réalités : les NTIC et la réalisation du carré magique de Kaldor (croissance, plein emploi, stabilité des prix et équilibre extérieur).*

Les NTIC sont toujours là mais pas la nouvelle économie qui a fait croire que l'on avait trouvé la formule magique et que c'était la fin de l'histoire, pour reprendre l'expression de Francis Fukuyama, qui correspondait d'ailleurs pour beaucoup au triomphe du capitalisme, et plus précisément du capitalisme libéral.

Et c'est à la fin des années 90 qu'est créée la zone euro (la BCE fonctionne depuis le 1^{er} janvier 1999).

Cette naissance est l'aboutissement d'une très longue période de gestation. Déjà, le traité de Rome, signé en mars 1957 et qui crée la Communauté économique européenne, prévoit dans son article 105 la coordination des politiques monétaires. Et toute l'histoire de la construction européenne est parsemée de rapports proposant d'une manière ou d'une autre la création d'une union monétaire et d'une monnaie unique : cela commence en 1960 avec le rapport Triffin, puis le rapport Marjolin en 1962, les plans Barre en 1968 et 1969, le rapport Werner en 1970, qui considère que « l'Union économique et monétaire est un

objectif réalisable dans le courant de la décennie », et ce en 3 étapes. Ce rapport donne le vrai départ à l'Union économique et monétaire puisqu'il est adopté par les 6 pays de la CEE en février 1971.

En 1973, création du FECOM (Fonds européen de coopération monétaire), embryon d'une banque centrale communautaire ; en 1975, création de l'UCE, Unité de compte européenne, qui deviendra l'ECU, l'ancêtre de l'euro en 1979 lors de la création du SME, le système monétaire européen. La création du SME est la réponse de l'Europe à la désorganisation du SMI ; le SME est un îlot de stabilité dans un océan de flottement des monnaies.

1986 : signature de l'Acte unique européen pour réaliser la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes, et ainsi constituer le « grand marché unique ». La construction de l'UEM que programme l'important rapport de J. Delors en 1989 est la suite monétaire logique du marché unique. Et c'est en 1990 que démarre la 1^{ère} étape de la construction de l'UEM. 1992 est une autre date importante, et doublement, puisque c'est l'année du traité de Maastricht, qui officialise le calendrier précis de la construction de l'UEM et qui précise les « critères de convergence » qui doivent être respectés pour pouvoir faire partie de la zone euro ; c'est aussi l'année de l'achèvement du marché unique. En 1993, le traité de Maastricht entre en vigueur : l'UE est née, et la 1^{ère} étape de l'UEM est achevée.

Années 2000 : multiplication des crises. Ce n'est donc pas de chance pour la zone euro naissante : dès qu'elle est née, on lui fait subir un « crash test » ! (un économiste a dit : c'est quand il y aura une crise que l'on verra si l'euro est solide. On est servi !)

Cela commence dès le début de la décennie avec l'éclatement de la bulle Internet, suivi par les attentats du 11 septembre 2001, eux-mêmes suivis de l'intervention en Irak : tout cela porte un coup très sévère au dynamisme de l'économie américaine. En plus, comme les États-Unis sont obsédés par le chômage depuis la crise de 1929 et des années 30, les pouvoirs publics font tout pour relancer l'activité économique : politique budgétaire expansive (forte hausse des dépenses publiques) et politique monétaire accommodante (taux d'intérêt bas). Ce Policy mix suscita une forte croissance mais sans hausse des prix des biens et des services parce que l'action désinflationniste de la mondialisation a plus que compensé les effets potentiellement inflationnistes du boom des crédits.

Le Président démocrate des E-U, Bill Clinton, termine son second mandat (janvier 2001) en ayant réalisé ses objectifs de réduction de l'inflation et de rétablissement de l'équilibre du budget de l'État. Il a certes poursuivi la libéralisation financière (en mettant fin à la distinction entre banques de dépôts et banques d'investissement), mais il a aussi réussi à relancer la machine économique en ne négligeant pas certains objectifs sociaux et en particulier l'accession à la propriété de leur logement des ménages les plus modestes. D'ailleurs, le soutien du secteur du bâtiment a joué un rôle important dans la relance économique. Cette position politique a été relayée par la Fed au moyen d'un abaissement des taux et par une politique de crédit agressive, en particulier avec les fameux crédits « subprimes » qui se sont adressés aux ménages à faible revenu, donc les plus fragiles, donc les plus risqués.

D'où un endettement privé considérable, qui va prendre des proportions d'autant plus importantes que les banques utilisent la technique de la titrisation pour continuer à octroyer des crédits en contournant la discipline des ratios prudentiels. La titrisation fait partie de ces techniques de transfert de risques qui se sont multipliées pendant toutes ces années de libéralisation financière : comme le dit Martin Wolf, « la finance moderne se résume à ôter les risques des épaules qui sont capables de les porter pour les mettre sur les épaules de ceux qui sont incapables de les comprendre ». Notons que ce « déversement » de risques est une illustration importante, parmi d'autres, du dysfonctionnement de la finance qui transforme notre économie en « économie casino » : la finance n'est plus au service de l'économie réelle. Sphère réelle et sphère financière sont toujours interdépendantes. Normalement, la sphère financière doit être subordonnée à la sphère réelle. Les crises surviennent quand il n'en est plus ainsi, quand la sphère financière fonctionne de manière autonome et prédatrice, et aussi quand la sphère réelle connaît des déséquilibres qui exacerbent les comportements pervers des financiers.

Non seulement les ménages s'endettent de plus en plus pour pouvoir accéder à la propriété de leur logement mais des comportements de spéculation se développent, et tout cela pousse les prix de l'immobilier à la hausse ; et l'effet richesse qui en découle encourage les banques à prêter à des ménages très fragiles. Bref, une bulle immobilière gonfle de plus en plus. C'est une véritable inflation (du latin inflare, enfler). Toute bulle est une enflure ! Et toute bulle a pour destin d'éclater (les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel).

Ce qui va faire éclater la bulle au cours de l'été 2007, c'est plusieurs facteurs, dont deux sont importants :

- d'abord, l'augmentation des taux directeurs de la Fed, qui s'explique par le souci de lutter contre l'inflation attisée par la croissance et par la hausse du prix des hydrocarbures ; cette hausse des taux va rendre insolvable tous les ménages modestes qui s'étaient endettés à taux variables et elle va aussi déprimer progressivement le marché de l'immobilier, par la réduction de la demande, d'où la chute des prix ;

- ensuite, les banques commerciales et autres établissements financiers ne se font plus confiance pour se prêter de la liquidité, craignant de recevoir en contrepartie des titres pourris (d'où l'asphyxie du marché interbancaire), ce qui est la conséquence directe de l'utilisation abusive de la titrisation. Les autres établissements financiers, c'est-à-dire en particulier les institutions de titrisation, les banques d'investissement, les compagnies hypothécaires, constituent un système bancaire fantôme (shadow banking system) en ce sens qu'il est opaque et qu'il n'est pas ou très peu régulé. En particulier sous la pression des comportements spéculatifs, ce système bancaire parallèle a pris une dimension équivalente à celle du système bancaire « normal », ce qui en fait une cause déterminante du déclenchement et du développement de la crise ; surtout que des relations plus ou moins obscures se sont progressivement nouées entre les deux systèmes.

Cet éclatement de la bulle immobilière entraîne donc ce que l'on va appeler la crise des subprimes ; dont le développement se nourrit du surendettement privé et de l'effondrement du crédit immobilier.

L'effondrement du crédit immobilier, qui se propage aux autres secteurs de la finance, nécessite dès le mois d'août 2007 l'intervention des grandes banques centrales pour qu'elles apportent massivement des liquidités au secteur bancaire.

Et l'économie réelle est de plus en plus contaminée par cette crise financière : on passe ainsi d'une crise immobilière à une crise bancaire et financière puis à une crise macroéconomique. La croissance et donc l'emploi s'en trouvent de plus en plus négativement affectés, surtout que le prix du pétrole va de records en records (de même d'ailleurs que l'or). Le dollar chute (ce qui propulse l'euro à des sommets, avec toutes les conséquences qu'a une surévaluation). La crise est donc aussi une crise de change.

Cette évolution conjoncturelle particulièrement négative conduit la Fed à changer son fusil d'épaules en se mettant à baisser ses taux ; et l'État américain à soutenir comme il peut une croissance qui faiblit de plus en plus.

C'est dans un tel contexte où chaque jour la situation s'envenime que le traité de Lisbonne est signé le 13 décembre 2007, ce qui efface plus ou moins bien l'échec du projet de traité constitutionnel.

Début 2008, la crise devient également boursière : à cause du plongeon que font les valeurs bancaires et financières, on assiste à un véritable krach.

Durant toute l'année 2008, la crise des subprimes s'approfondit et s'élargit aussi : la globalisation financière fait que la crise concerne non seulement d'autres acteurs que les banques et établissements de crédit hypothécaire, comme les fonds d'investissement, mais aussi d'autres pays que les États-Unis : les pays européens sont également touchés (n'oublions pas que le surplus de croissance aux États-Unis avait été financé à 40% par des investisseurs européens). Cela oblige les grandes banques centrales, y compris bien sûr la BCE, à intervenir à plusieurs reprises pour fournir des liquidités de manière à suppléer un marché monétaire complètement défaillant. Surtout que de grandes banques de plus en plus nombreuses sont en grosse difficulté, faisant naître le risque d'effets dominos, donc un risque systémique de grande ampleur. Ces interventions publiques sont tellement massives que Martin Wolf nous demande de nous rappeler du 14 mars 2008 car, pour lui, le capitalisme libéral mondial est mort ce jour-là. La propagation de la crise des subprimes, avec ses effets délétères sur l'économie réelle, fait craindre un épisode stagflationniste généralisé (la BCE élève substantiellement ses taux en milieu d'année 2008).

Septembre 2008 marque une subite accélération de la crise avec la faillite de Lehman-Brothers et le sauvetage in extremis du mastodonte de l'assurance, AIG. Avec le cas de Lehman-Brothers, la crise passe en quelque sorte à une vitesse supérieure. Les Banques centrales, qui continuent et même accentuent leurs efforts pour empêcher les établissements financiers de sombrer, et les États, qui étaient eux-aussi jusque là concentrés sur des opérations de sauvetage financier, développent maintenant ensemble (BC et États) des politiques ayant pour but de soutenir l'économie réelle qui entre en récession (baisse des taux directeurs de 6 BC en même temps, plans de relance partout).

Il est évident que ces plans de sauvetage du secteur financier et de soutien de l'activité réelle ont un coût important pour les finances publiques : cela grève les budgets et fait s'accumuler les dettes souveraines.

De plus, en considérant l'économie mondiale tout entière et en distinguant pour simplifier d'un côté les économies matures (les pays développés occidentaux et en particulier les États-Unis) et les économies émergentes (les BRIC, avec plus spécialement la Chine), ce qui caractérisait le fonctionnement de l'économie mondiale avant la crise c'est que les économies matures dépensaient plus qu'elles ne gagnaient, d'où un déficit extérieur et un besoin de financement externe alors que les économies émergentes dépensaient moins qu'elles ne gagnaient et par conséquent étaient à la fois en excédent extérieur et en capacité de financement : l'épargne des économies émergentes servait au financement du déficit des économies matures. L'économie mondiale avait trouvé ainsi son équilibre. Mais depuis la crise, les économies matures, à cause du choc de la crise des subprimes, se mettent elles aussi à consommer moins qu'elles ne gagnent et se servent de leur épargne pour se désendetter.

Conclusion : les deux catégories de pays dépensent en deçà de leurs revenus, ce qui est potentiellement un facteur puissant de déflation généralisée : l'équilibre antérieur est rompu.

Moralité : le risque de déflation aurait été terrible au niveau de toute l'économie mondiale si la dépense publique n'avait pas pris le relais de la dépense privée : heureusement qu'il y a eu gonflement des déficits publics ! Et ce qui a permis à la croissance

mondiale de ne pas s'effondrer, c'est que les déficits publics se sont creusés un peu partout en même temps, même si les décisions n'étaient pas pour autant coordonnées. Soulignons que l'aggravation des inégalités de revenus et de patrimoines joue ici un rôle dont on ne parle pas assez. La responsabilité des inégalités dans la crise est double : d'un côté, les inégalités, en ce qu'elles réduisent la part des revenus les moins importants, pèsent sur la demande globale et de l'autre, en ce qu'elles accroissent la part des plus fortunés, elles alimentent des bulles spéculatives ; il en découle un double risque, de crise financière et de déflation, qui est d'ailleurs d'autant plus important que la mondialisation a un effet désinflationniste.

C'est donc à ce moment là que commence la substitution du problème de l'endettement public au problème de l'endettement privé. On peut dire que le problème de l'endettement public va être à l'origine de la crise de la zone euro tout comme le problème de l'endettement privé a été à l'origine de la crise des subprimes ; et on comprend que la crise de la zone euro trouve sa source dans la lutte contre la crise des subprimes (la crise de la zone euro est une crise des dettes souveraines, lesquelles sont des dettes de crise !). On peut donc dire que la crise actuelle est multidimensionnelle : elle a été au départ immobilière, elle est très rapidement devenue une crise financière et bancaire, puis elle s'est transformée en une crise des dettes souveraines, pour devenir une crise économique et sociale globale, avec même dans bien des cas des conséquences politiques.

Pourquoi va-t-il y avoir alors un problème de l'endettement public ? La question mérite d'être posée parce qu'il ne faut pas croire que les deux types d'endettement, privé et public, se ressemblent. La grande différence entre un État et un agent privé tel qu'une famille ou une entreprise, c'est qu'un État est immortel : il peut s'endetter continuellement en ce sens qu'il peut constamment emprunter pour rembourser ses dettes qui arrivent à échéance, et ainsi de suite. Il n'empêche que l'on ne peut pas laisser indéfiniment s'accroître le montant des intérêts que l'on doit payer, surtout si la dette est essentiellement entre les mains de non-résidents car cela place les États sous la dépendance des marchés financiers internationaux. La France est en dépendance financière puisque près des 2/3 de sa dette est actuellement entre les mains de « non-résidents » contre moins du 1/4 en 1998. Au Japon, la dette publique qui représente 225% du PIB est entre les mains des résidents à hauteur de 92% (c'est ce qui explique que l'on ne parle pas de la gravité de l'endettement de l'État nippon). Le taux de détention de la dette publique par les résidents est actuellement de 71% au Royaume-Uni, de 66% aux États-Unis et de 50% en Allemagne, comme en moyenne dans la zone euro. La dépendance de la France à l'égard des marchés est donc relativement importante, et donc inquiétante pour l'avenir ; alors que, et c'est paradoxal, le taux d'épargne des Français atteint le record de 17% du revenu disponible et qu'ils détiennent un important patrimoine financier qui représente 1,75 fois le PIB. Cette dépendance est le résultat tout à la fois de la création de l'euro et de la libéralisation financière (augmentation des mouvements internationaux de capitaux, désintermédiation, déréglementation et spéculation), et sa gravité explique que plusieurs experts et responsables demandent une « renationalisation » de notre dette publique pendant que les taux sont encore bas pour nous.

Cela étant précisé, le problème de l'endettement public se pose pour les économies matures, spécialement en Europe (les États-Unis sont un cas particulier), parce que la situation de leurs finances publiques était déjà bien dégradée avant la crise des subprimes (la France est en continuel déficit budgétaire depuis 1974...).

Et il se pose aussi parce que la soutenabilité d'une dette dépend directement de la croissance future. Or, à cause du ralentissement démographique, du vieillissement de leur population, de la faiblesse des gains de productivité et du coût de leur protection sociale, les pays développés ne peuvent pas espérer des taux de croissance élevés dans l'avenir et ils ne peuvent donc pas espérer avant longtemps une amélioration induite et endogène de leurs finances publiques.

Et comme il sera difficile de baisser fortement les dépenses budgétaires et aussi d'augmenter substantiellement les recettes, la marge de manœuvre est particulièrement étroite. Mais en plus, cette marge de manœuvre est différente d'un pays à l'autre, et il y a de ce point de vue hétérogénéité au sein de la zone euro.

En effet, cette marge de manœuvre dépend

- d'abord du niveau du déficit public au début de la crise de subprimes (qui est d'autant plus important que le manque de dépense privée à combler est important),
- ensuite du stock de dette publique accumulée,
- et enfin de l'écart entre le taux d'intérêt à payer sur cette dette et le taux de croissance de l'économie (c'est une chance que les taux soient pour l'instant en général très bas).

Il faut ajouter à cela deux remarques de bon sens et qui, hélas, ne se concrétisent pas dans la réalité de ce qui se passe :

- d'abord, il serait logique que les pays où la soutenabilité de la dette est la plus facile soient les derniers à chercher à réduire leur déficit – ce qui signifie que ce sont des pays comme l'Allemagne qui devraient faire preuve en dernier d'orthodoxie budgétaire ;
- ensuite, il faudrait que les déficits publics perdurent tant que les agents privés n'augmentent pas leur propension à dépenser – ce qui signifie que la réduction des déficits publics à marche forcée que l'on fait aujourd'hui n'est pas raisonnable – Et elle l'est d'autant moins qu'il y a peu de chances que les agents privés se mettent rapidement à dépenser plus et à épargner moins : l'incertitude est trop grande, les banques sont encore très fragiles pour prêter, et de toute façon les agents cherchent plutôt à se

désendetter qu'à emprunter, les taux de la BC ne peuvent pas être plus bas, ce qui d'ailleurs nous met dans la trappe monétaire où la politique budgétaire peut être efficace.

Un autre argument renforce cette remarque : on pourrait croire que l'austérité budgétaire peut relancer la dépense privée (raisonnement ricardien : la baisse des dépenses fait anticiper aux ménages une baisse prochaine des impôts, d'où une augmentation de leurs dépenses de consommation), mais en réalité les recherches actuelles prouvent le contraire ; et la situation est aggravée quand le gouvernement ne respecte pas son engagement de stabiliser la pression fiscale dans la mesure où cela conduit les ménages à accroître leur épargne. Le seul avantage qu'une économie peut retirer d'un désendettement à la fois de ses agents privés et de ses administrations publiques, qui a potentiellement un effet déflationniste sur toute l'économie mondiale, c'est le rétablissement de sa balance courante (puisque leurs dépenses croissent moins vite que leurs revenus) : la demande étrangère devient alors le moteur principal de la croissance du pays, mais quid de la vigueur de cette demande étrangère, d'où l'importance du dynamisme des économies émergentes et de leur dépense intérieure.

Idéalement, il faudrait que l'économie mondiale change complètement d'équilibre : alors que jusqu'à la crise de subprimes, c'étaient les économies émergentes qui épargnaient et donc étaient excédentaires et les économies matures qui consommaient et donc étaient déficitaires, il faudrait aujourd'hui que ce soit l'inverse : que les économies émergentes soient déficitaires et que les économies matures soient excédentaires ! Mais ce renversement de perspective nécessite du temps et l'idéal serait que le timing pour l'augmentation de la demande intérieure des uns soit compatible avec le timing des restrictions budgétaires des autres.

Ce qu'il faut constater aussi avec regret, c'est que si les pays occidentaux ont su faire preuve de cohésion et de solidarité pour « gérer » la crise des subprimes, les pays européens en particulier n'en font plus preuve quand ils ont à gérer la sortie de crise de la zone euro. Ce « chacun pour soi » fait partie des causes de la gravité et du prolongement de la crise de la zone euro.

LES CAUSES ENDOGÈNES DE LA CRISE DE LA ZONE EURO.

Transition avec ce qui a été dit précédemment :

1) Le niveau initial de déficit et de dette.

On a dit que la soutenabilité d'une dette publique dépend du montant initial de cette dette et donc de la lourdeur des déficits qui l'alimentent. La crise de l'euro a donc quelque chose d'inattendu dans la mesure où en principe le PSC (Pacte de stabilité et de croissance, adopté en juin 1997 à l'occasion du Conseil d'Amsterdam) aurait dû contenir la dégradation des comptes publics.

Mais on sait que la réalité est différente. Parce que ce PSC n'a pas été correctement appliqué, à commencer par les grands pays, dont l'Allemagne et la France, qui pourtant avaient été à l'origine de sa mise en place pour forcer tous les États membres à respecter une discipline budgétaire stricte, laquelle discipline budgétaire apparaissait comme le volet complémentaire indispensable à la politique monétaire unique.

Il n'empêche que, comparée à celle de nombreux pays industrialisés, la situation des finances publiques des pays de la zone euro n'est pas catastrophique au point d'expliquer complètement l'extrême fragilité de notre situation.

Déjà là apparaît comme explication essentielle un défaut de constitution, dans les deux sens principaux du mot si l'on peut dire : la zone euro serait d'une constitution fragile et manquerait, pour justement être plus robuste, d'une véritable Constitution.

2) L'équilibre entre deux zones :

On a dit qu'entre les économies matures et les économies émergentes, la crise de subprimes imposait un renversement de situation.

C'est finalement la même chose entre les pays du Nord de la zone euro et ceux du Sud. En effet, avant la crise des subprimes, les pays du Nord sont dans la même situation que les économies émergentes : ils sont en excédent courant parce qu'ils consomment moins qu'ils ne gagnent, et c'est l'inverse pour les pays du Sud. Et l'épargne des pays du Nord sert à financer les dépenses de ceux du Sud (on peut dire en quelque sorte que l'épargne des Allemands sert à financer l'endettement des Espagnols pour le marché immobilier). Mais la crise des subprimes impose, spécialement aux pays du Sud, de réduire leurs dépenses privées : il faut alors que les déficits publics prennent le relais. La crise des subprimes se transforme en crise de la zone euro parce que celle-ci n'est pas beaucoup plus **homogène** que l'économie mondiale simplifiée en deux types de pays comme on l'a fait tout à l'heure. Et, comme pour la crise des subprimes, il faudrait pour que la crise de la zone euro se résolve que les pays du Nord se mettent à consommer davantage et soient en situation de déficit courant et qu'au contraire les pays du Sud se mettent à épargner et voient leur balance courante devenir excédentaire.

Ajoutons une date dans le calendrier de la crise : Le 16 octobre 2009, le Premier ministre grec Georges Papandréou annonce qu'en arrivant aux affaires en succédant à Kostas Karamanlis il a constaté que les statistiques concernant le déficit et la dette de l'Etat sont fausses. Cette déclaration marque le **début de la « crise de la dette souveraine grecque »** qui va empoisonner la zone euro jusqu'à mettre en cause sa survie. Comme l'écrit Jean Pisani-Ferry « c'est le 16 octobre que l'euro cessa d'être ennuyeux » parce que « la monnaie, en effet, est là pour se faire oublier », ce qui s'est effectivement passé pendant les 10 premières années d'existence de l'euro.

Posons-nous deux questions à propos de l'hétérogénéité qui est au cœur de la crise de la zone euro (pour ce qui suit, nous nous inspirons des réflexions que font P. Artus et I. Gravel dans leur livre : « La crise de l'euro », Armand Colin, octobre 2012) :

I- Pourquoi la zone euro est-elle à ce point hétérogène ?

Et cette hétérogénéité est la cause essentielle de la non convergence entre les PIB/tête des États membres.

Poser cette question signifie d'emblée deux choses :

d'une part, c'est reconnaître que la zone euro n'est pas une ZMO (zone monétaire optimale) ; et d'autre part, si la zone euro est en crise, cela veut dire que ces hétérogénéités ont été mal gérées.

(Note : une zone monétaire est optimale quand elle n'est ni trop petite pour que les économies de coûts de transaction et de conversion soient suffisamment importantes, ni trop grande pour éviter la multiplication des hétérogénéités, ce qui augmente les risques de chocs asymétriques).

1^{ère} source d'hétérogénéité : des configurations structurelles différentes selon les pays.

Cela met déjà en question la nature des critères de convergence qui ont été choisis pour accepter ou non l'entrée des pays dans la zone euro. On critique en effet souvent la nature seulement financière et monétaire de ces critères

(1. Stabilité des prix : le taux d'inflation d'un État membre donné ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point celui des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix.

2. Situation des finances publiques : a. Interdiction d'avoir un déficit public annuel supérieur à 3 % du PIB [N-1]. b. Interdiction d'avoir une dette publique supérieure à 60 % du PIB [N-1].

3. Taux de change : interdiction de dévaluer sa monnaie ; ceci fut rendu obsolète avec le passage à l'euro pour les pays de la zone euro. En outre, l'État membre doit avoir participé au mécanisme de taux de change du système monétaire européen (SME) sans discontinuer pendant les deux années précédant l'examen de sa situation, sans connaître de tensions graves.

4. Taux d'intérêt à long terme : ils ne doivent pas excéder de plus de 2 % ceux des trois États membres présentant les meilleurs résultats en matière de stabilité des prix).

Or, les pays de la zone euro sont très différents les uns des autres en matière

- d'évolution démographique (contrairement à la France, l'Allemagne est très préoccupée par le vieillissement de sa population et donc par le problème du financement des retraites, d'où une préférence légitime à accumuler plutôt des actifs que des dettes, notamment en dégagant des excédents ; alors que la France cherche à lutter contre son chômage massif et persistant par la relance budgétaire, ce qui lui fait accepter déficits et dette pour nourrir une croissance indispensable),

- de structures productives (place de l'industrie dans l'appareil productif, poids des activités manufacturières dans le PIB ; contrairement à la France, l'Allemagne a un système productif centré sur des produits à haute valeur ajoutée et sur une compétitivité hors-prix, ce qui ne la rend pas très sensible à un niveau élevé du taux de change de l'euro),

- de l'effort d'innovation,

- de l'évolution des gains de productivité,

- du coût salarial unitaire, de marge des entreprises,

- de structures institutionnelles économiques et sociales (en particulier le fonctionnement du marché du travail — rôles des syndicats, caractère plus ou moins centralisé des négociations sociales, degré de flexisécurité, ... et la générosité du système de protection sociale), etc...

- de stratégies exportatrices : de part et d'autre de la zone euro on a l'Allemagne (pour le Nord) et l'Espagne (pour le Sud) qui ont choisi chacune ses créneaux d'activités exportatrices privilégiées ; et au milieu, la France, qui n'a défini pour l'instant aucune stratégie digne de ce nom. Une fois de plus, elle est « entre deux ».

En tenant compte de ce type de facteurs, seuls 5 pays pourraient constituer une zone suffisamment homogène : Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande.

2^{ème} source d'hétérogénéité : une politique monétaire unique qui paradoxalement accroît l'hétérogénéité.

La BCE détermine sa politique monétaire, autrement dit sa politique de taux directeurs, en fonction du taux d'inflation moyen dans la zone et ces taux directeurs sont les mêmes pour tous les pays membres. Or, les pays ont des taux d'inflation différents, notamment en fonction de leurs structures productives et institutionnelles.

Par conséquent, cela débouche sur une hétérogénéité des taux d'intérêt réels (« critique de Walters ») : quand un pays a une inflation supérieure à l'inflation moyenne, ses taux d'intérêt réels sont plus bas que ceux des pays dont le taux d'inflation est plus bas que la moyenne, et cela fait que les résidents de ce pays ont tendance à s'endetter et à dépenser plus, ce qui peut accélérer le rythme d'inflation. Cet accroissement des crédits et des dépenses entraîne une dégradation de la balance courante de ce pays, surtout si rien n'est fait pour faire évoluer sa structure productive.

Cette dégradation est d'ailleurs accentuée par le fait que l'écart d'inflation a un impact aussi sur le taux de change réel : quand l'inflation est plus élevée que la moyenne, le taux de change réel devient en effet surévalué, ce qui est défavorable pour la balance extérieure.

Le raisonnement que l'on vient de tenir en termes d'écart de taux d'inflation par rapport à l'inflation moyenne peut être transposé au niveau des écarts de taux de croissance par rapport à la croissance moyenne : quand un pays a une croissance supérieure à la moyenne, le taux directeur de la BCE est relativement trop bas, d'où un encouragement à l'endettement et à la dépense, ce qui accentue l'écart de croissance. Et c'est le cas inverse quand la croissance du pays est inférieure à la moyenne de la zone : sa demande intérieure a tendance à faiblir. Avant 2009, la Grèce était dans le cas où sa croissance était supérieure à la moyenne, et l'Allemagne dans le cas opposé ; et depuis 2009, les situations se sont inversées.

(Ce raisonnement est fondé sur deux principes : d'abord, celui qu'une croissance équilibrée nécessite le plus faible écart possible entre le taux d'intérêt de long terme et le taux de croissance, et ensuite celui que la politique de taux courts de la banque centrale a en définitive pour but d'agir sur les taux longs).

Bref, que l'on raisonne en écarts de taux d'intérêt réels ou en écarts de croissance, la politique monétaire unique est un facteur de divergence cumulative. Pour résister à ce mécanisme négatif, il faudrait utiliser la politique budgétaire en contrepoint et en contrepoids. Mais comment faire contrepoids de manière adaptée à la situation spécifique du pays si les politiques budgétaires doivent être harmonisées et a fortiori si elles sont fortement encadrées par un dispositif tel que le PSC ? Tout se passe donc ici comme s'il fallait choisir entre une politique monétaire unique et une politique budgétaire harmonisée.

Enfin, on peut constater que la politique monétaire n'a pas totalement homogénéisé les systèmes bancaires et financiers : les conditions de crédit aux ménages et aux PME diffèrent toujours d'un pays à l'autre. Cela a inévitablement des conséquences sur la dynamique de la demande intérieure, et donc aussi sur le solde de la balance courante.

3^{ème} source d'hétérogénéité : la disparition des taux de change.

La création de la zone euro a entraîné la disparition des taux de change et donc du risque de change : c'est en cela que l'UEM apparaît comme un prolongement naturel du grand marché unique. Grâce à ce couplage, il y a une réelle intégration des différents pays dans l'ensemble que constitue la zone euro et même l'UE. Mais si les économies européennes sont devenues plus interdépendantes (le commerce intra-zone s'est considérablement développé), elles sont devenues aussi plus fragiles. La synchronisation des cycles conjoncturels, qui est souhaitable pour la définition de la politique monétaire unique, est aussi un facteur de fragilité.

La disparition des taux de change va avoir deux effets qui constituent en eux-mêmes des causes d'hétérogénéité.

1^{er} effet de la disparition du taux de change : cela permet a priori aux pays de mener une stratégie de spécialisation, et essentiellement de spécialisation inter-branches en fonction des théories classique et néoclassique du commerce international (avantages comparatifs de Ricardo et théorie des dotations factorielles quantitatives et qualitatives avec le théorème HOS et le paradoxe de Leontiev). Et contrairement à la spécialisation intra-branche, la spécialisation interbranche modifie le poids des différents secteurs dans l'appareil productif. En conséquence de quoi, intervient un effet qui va accroître considérablement la divergence entre les économies nationales, c'est l'effet d'agglomération et de polarisation des activités dans des territoires bien déterminés, d'où la nécessité d'une politique régionale avec les fonds structurels et les fonds de cohésion pour préserver la cohésion régionale (dont le budget est supérieur à celui de la PAC). Ces effets d'agglomération et de polarisation amènent

clairement à distinguer les pays du cœur de la zone euro (le couple franco-allemand essentiellement) et ceux de la périphérie. En ce qui concerne le couple franco-allemand, il faut insister sur l'avantage comparatif dont dispose très tôt l'Allemagne dans le domaine industriel, et qui perdure encore aujourd'hui, ce qui est essentiel pour comprendre les performances différentes en matière avant tout de commerce extérieur mais aussi de l'emploi. En effet, l'Allemagne a eu en quelque sorte la chance de réaliser sa révolution industrielle seulement au milieu du 19^{ème} siècle, après la France qui a réalisé la sienne au début du 19^{ème} siècle. Or, c'est de la moitié du 19^{ème} siècle que date la révolution industrielle de la machine à vapeur, ce qui a transformé les modes de transport (chemin de fer et navigation à vapeur) ainsi que les modes de fabrication, d'où le développement des grandes usines pour profiter au maximum des économies d'échelle et des économies de coûts logistiques en jouant en particulier sur la proximité des sous-traitants. Restons sur ce thème de la différenciation entre l'Allemagne et la France pour compléter le tableau de deux façons. D'abord, il faut noter que, philosophiquement, la France, patrie de la révolution de 1789 est aussi celle d'un romantisme révolutionnaire alors que l'Allemagne est plutôt celle d'un romantisme conservateur, ce qui peut expliquer l'esprit du syndicalisme en France, par opposition au dialogue social de type coopératif en Allemagne. Ensuite, le journaliste à la BBC Chris Bowlby a raison d'évoquer, pour expliquer les différences de comportements au sein de la zone euro, spécialement en matière d'endettement, une ligne de rupture de type religieux entre les « pays latins », restés catholiques, et les pays dans lesquels le protestantisme s'est développé. On en arrive alors au thème souvent abordé ici, celui de l'ordolibéralisme allemand. On peut illustrer notre réflexion par l'opposition au début des années 1990, après la chute du mur de Berlin, entre le Français Michel Albert, catholique, qui militait en faveur de l'union monétaire européenne et l'allemand Karl Otto Pöhl, qui présida la Buba de 1980 à 1991 et fut l'auteur de la fameuse métaphore sur l'inflation (« l'inflation, c'est comme le dentifrice, il faut éviter de trop appuyer sur le tube car on ne peut y faire rentrer ce qui en est sorti »). Il s'est opposé aux chanceliers Schmidt sur la gouvernance monétaire et Kohl à propos de l'unification monétaire allemande ; il finit par démissionner !

Par ailleurs, il semble que l'analyse de Paul Krugman est en train de se vérifier en ce sens que les pays de la périphérie sont obligés d'accentuer leur spécialisation inter-branches alors que les pays du cœur voient leur position se conforter et peuvent pratiquer aussi une spécialisation intra-branche.

Ces spécialisations méritent d'être accompagnées par les pouvoirs publics. Seulement, selon les pays, les interventions gouvernementales sont plus ou moins adaptées et judicieuses, ce qui rejaillit fatalement sur la qualité de la spécialisation. Entre bien évidemment dans cette réflexion le problème de la désindustrialisation, et, plus largement, celui de la compétitivité.

Pour finir sur ce point, remarquons que, par rapport à la spécialisation géographique et sectorielle des activités, la suppression des taux de change ne fait qu'aggraver ce qui a été le moteur initial des effets d'agglomération et de polarisation, à savoir l'Acte unique de février 1986 qui a eu pour effet d'étendre la liberté de circulation aux facteurs de production, jusque-là réservée aux biens et services.

2^{ème} effet de la disparition du taux de change : les transferts d'épargne entre le Nord et le Sud.

Nous avons déjà évoqué cet effet en transposant au niveau de la zone euro entre les pays du Nord et ceux du Sud ce qui se passe au niveau mondial entre les économies matures et les économies émergentes. Mais grâce à l'euro les transferts d'épargne sont beaucoup plus faciles puisqu'il n'y a pas de risque de change. Le fait qu'ils pouvaient compter sur le financement apporté par les investisseurs du Nord a conduit les pays du Sud à augmenter considérablement leurs dépenses (par exemple, l'Espagne en achats immobiliers et le Portugal en dépenses de consommation). Et quand les investisseurs du Nord ont craint pour le remboursement de leurs prêts, ils se sont arrêtés de prêter : la crise de la zone euro devient alors une crise de balance des paiements et de financement extérieur, et comme les emprunteurs sont en réalité des États, cette crise de balance des paiements et de financement extérieur est une crise des dettes souveraines.

3 remarques sur ces effets de la suppression du taux de change :

- Dans ce contexte de crise de dettes souveraines, les autorités européennes n'ont pas fait clairement la distinction entre les pays atteints par une crise de solvabilité et ceux atteints « seulement » par une crise de liquidité. La Grèce a été très vite un pays insolvable mais les autres non. Ce manque de discernement explique la transmission de la crise, de proche en proche, à d'autres pays du Sud que la Grèce.
- Quand il y a un déséquilibre durable de la balance des paiements, on sait qu'un remède de court terme peut être la dévaluation. Sauf qu'avec la monnaie unique, les pays membres ne peuvent plus y recourir. Il leur faut donc trouver un substitut à la dévaluation de la monnaie, et c'est ce que l'on appelle justement la **dévaluation interne** ! Pour donner un coup de fouet à la compétitivité de l'économie nationale et faute de pouvoir le faire en modifiant le cours de la monnaie, on fait le maximum pour peser tout à la fois sur les coûts de production, donc sur les salaires, et sur la demande intérieure. Il s'agit en clair des politiques d'austérité. Pour à la fois réduire leur endettement public et pour restaurer leur compétitivité, les pays du Sud sont ainsi obligés de mener des politiques très agressives qui

réduisent le bien être de leur population. Par dessus le marché, la dévaluation interne n'a pas la même efficacité sur les gains de compétitivité que la dévaluation externe : parce que les prix sont peu flexibles, les prix des biens produits par le pays varient peu, que ce soit pour la demande étrangère ou pour la demande domestique, ce qui diminuent d'autant les salaires réels (puisque les salaires baissent alors que les prix ne répercutent pas cette baisse). Notons que la dévaluation interne peut prendre une dimension spécifique que l'on qualifie de dévaluation fiscale quand on augmente les impôts pour pouvoir réduire les charges sociales qui pèsent sur le travail de façon à diminuer le coût de celui-ci ; cela dans le but d'accroître la compétitivité-coût des produits nationaux. Et quand l'augmentation d'impôts concerne la TVA, on parle de « TVA sociale », cette stratégie présentant l'avantage de renchérir les biens importés et d'augmenter la compétitivité-prix des exportations, ce qui peut au total améliorer le solde extérieur. La dévaluation fiscale sert à la fois la compétitivité et l'emploi.

- La crise de balances des paiements et de financement extérieur des pays a joué un rôle important dans la genèse de la crise de la zone euro en 2008-2009 mais elle explique aussi l'enlisement de l'économie de toute la zone euro au cours des années suivantes. Avant les années 2008-2009, les « pays du Sud » vivaient largement au-dessus de leurs moyens et finançaient leurs déficits extérieurs grâce aux capitaux privés apportés par les « pays du Nord », qui au contraire accumulaient des excédents extérieurs (les déficits des uns sont les excédents des autres). Ces mouvements de capitaux du Nord vers le Sud étaient favorisés par la libéralisation financière ambiante et par la mise en place de l'euro qui a supprimé le risque de change. Seulement, ils n'ont pas financé que des projets efficaces et porteurs de productivité et de rentabilité ; ils ont souvent favorisé la formation de bulles spéculatives dans les secteurs non exposés à la concurrence internationale et donc relativement moins productifs, d'où le dérapage des salaires, ce qui a aggravé le problème de balance des paiements courants. Et ces apports de capitaux ont été stoppés par les craintes des conséquences de la crise des subprimes et suite à la prise de conscience par les investisseurs des difficultés financières des pays du Sud. Il restait donc à ceux-ci de tout faire pour résoudre leur crise de balance des paiements et de financement extérieur. Deux solutions seulement sont concevables : les mouvements des capitaux publics entre pays excédentaires (« Nord ») et pays déficitaires (« Sud ») prennent le relais de ceux des capitaux privés qui sont stoppés, et la politique d'austérité. La substitution des capitaux publics aux capitaux privés suppose une solidarité sans faille entre les États du Nord et ceux du Sud ; or, une telle solidarité n'existe pas, pas encore. La seule solution est alors aux pays du Sud d'éliminer par eux-mêmes le déficit extérieur, ce qui impose de diminuer la demande intérieure : diminution du déficit public (« austérité budgétaire ») et/ou baisse des salaires (« dévaluation salariale » : les salaires réels ont baissé depuis 2010 de 7% en Espagne et de plus de 20% en Grèce) et/ou diminution de l'investissement des entreprises et des ménages. Et s'il n'y a pas d'austérité budgétaire, il faut que la réduction de la demande intérieure porte totalement sur ses composantes privées : autrement dit, il y a de toute façon austérité. Comme les conséquences de la crise des subprimes ont nécessité des plans publics de soutien de l'activité et de sauvetage des banques, ce qui a fait exploser les déficits budgétaires et les dettes souveraines, beaucoup de pays sont confrontés à une forte austérité globale qui n'est pas que budgétaire, et cela avec des effets dépressifs directs importants sur la demande globale et sur l'activité générale via les multiplicateurs. Et on est loin d'être sûr que les « réformes structurelles » dont on parle tant ne soient pas elles-mêmes un facteur supplémentaire d'austérité régressive.

4^{ème} source d'hétérogénéité : les divergences de politiques économiques et sociales des différents pays membres.

Il y a deux types de divergences : des divergences quant à la nature et au contenu des politiques menées, notamment en matière de gestion de la fiscalité et du système de protection sociale (exemple fameux de la TVA sociale), ce qui rend possible une concurrence socio-fiscale très préjudiciable, et des divergences quant au caractère plus ou moins bien adapté des stratégies retenues et des mesures prises par rapport à la situation.

II- Pourquoi aux EU les hétérogénéités n'ont-elles pas le même impact que dans la zone euro ?

Les différents États qui forment les États-Unis d'Amérique ont autant d'hétérogénéités entre eux que ce qui peut exister au sein de la zone euro. Il y a même des États américains qui sont potentiellement en faillite (Minnesota, Californie par exemple), et sur 50 États il y en a 46 qui sont nettement en déficit. Ce qui différencie les États-Unis de la zone euro dans le traitement des hétérogénéités, c'est qu'il y a un fédéralisme budgétaire aux États-Unis qui fait cruellement défaut à la zone euro. Il y a un budget fédéral qui compense toutes les hétérogénéités, à commencer par celles que crée la politique monétaire de la banque

centrale fédérale, la Fed. Le budget fédéral américain représente environ 20% du PIB du pays, ce qui lui permet de jouer efficacement le rôle d'amortisseur automatique.

La zone euro a donc un fonctionnement bancal : elle fonctionne en matière monétaire comme une fédération alors qu'elle fonctionne en matière budgétaire comme une confédération. Et cette confédération se montre souvent aux prises avec des stratégies opposées, par exemple entre la France qui prône surtout la solidarité vis-à-vis de la Grèce et l'Allemagne qui prône la rigueur. Plus fondamentalement, l'Allemagne a interrogé la France à trois reprises pour savoir si elle est favorable ou non à une union politique de l'Europe et à chaque fois la France s'est dérobée : fin 1989 (avec la 2^{ème} lettre de Kohl à Mitterrand), en 1994 à l'occasion d'une démarche de plusieurs parlementaires allemands, et en mai 2000 avec le discours du ministre des affaires étrangères allemand de l'époque, Joschka Fischer. M. Rocard n'hésite pas à parler de culpabilité de la France en la matière.

Deux remarques ici :

- 1) Il faut comprendre pourquoi l'Allemagne défend ainsi le principe de la rigueur. D'abord, elle-même a eu à faire des efforts colossaux après la réunification des 2 Allemagne et elle ne désire pas aujourd'hui payer pour les autres. Ensuite et surtout, ce principe de rigueur est inscrit depuis la fin de la seconde guerre mondiale dans sa philosophie politique et économique. C'est l'**ordolibéralisme** (voir plus haut), qui tient en 3 mots : banque centrale indépendante, politique budgétaire orthodoxe et cogestion sociale (« économie sociale de marché »).
- 2) La France et l'Allemagne ont adopté lors de la préparation du dernier Conseil européen pour des raisons tactiques des postures inverses à leurs positions historiques puisque la France a défendu l'union bancaire alors que l'Allemagne disait vouloir aller plus loin avec une union budgétaire.

Cela dit, le Traité de stabilité, de coordination et de convergence, le TSCG, ratifié par la France le 9 octobre, est pour l'Allemagne un bon substitut à un budget fédéral puisqu'il force les États membres à une discipline budgétaire tellement sévère qu'il ne doit pas y avoir besoin de budget fédéral (le TSCG est plus rigoureux que le PSC puisqu'il fixe une limite basse – de 0,5%- au déficit structurel ; d'ailleurs, c'est paradoxal puisque l'on n'a pas été capable de respecter ce PSC...).

Il faut savoir aussi que le président de l'UE, Herman Van Rompuy, est en train de réfléchir à la proposition d'un véritable budget pour la seule zone euro. Mais non seulement cela pose un problème par rapport au budget de l'UE, mais surtout il est difficile d'imaginer que les Allemands y soient favorables.

C'est comme la mutualisation des dettes dont on parle beaucoup avec les eurobonds. Comme il s'agit en réalité de mutualiser les risques, l'Allemagne s'y oppose parce qu'elle craint constamment le risque d'aléa moral (c'est le thème des fourmis et des cigales).

On retrouve sur ce dossier l'opposition entre la France et l'Allemagne à la fois sur leur vision de la construction de l'Europe et sur son calendrier : la France voudrait avec les eurobonds faire jouer la solidarité d'abord pour nourrir la confiance nécessaire aux avancées de l'Union tandis que l'Allemagne veut d'abord que tous les pays soient gérés avec toute la rigueur nécessaire pour pouvoir envisager, après et dans la confiance, la mutualisation des dettes.

À côté de la solution d'un budget fédéral (la France en verrait bien un de 4% à 5% du PIB de la zone, de celle du TSCG et de celle des eurobonds, il y a aussi la solution d'un mécanisme de stabilisation dans lequel chaque pays jouerait le rôle de contributeur ou de bénéficiaire selon la phase du cycle conjoncturel dans laquelle il se trouve, mais la détermination de cette phase n'est pas forcément très fiable. En somme, il y a plusieurs solutions pour remédier à l'hétérogénéité de la zone euro mais aucune n'est sans coût ni risque ; et le choix de l'une d'elles nécessite qu'il y ait volonté politique et consensus démocratique.

Le pronostic : Ça empire ou ça va mieux ? S'est-on trompé de traitement pour sauver la zone euro ?

La zone euro est-elle sur la voie de la guérison ? Si cela va un peu mieux, ne s'agit-il que d'une rémission ? Ou alors, doit-on craindre le pire ?

Les réponses à ces questions sont précisément en ce moment en train de se dessiner.

En effet, nous sommes actuellement à un moment charnière de la crise de la zone euro, et cela sur deux plans :

D'abord sur le plan institutionnel : en l'espace des deux mois de septembre et d'octobre, cinq événements décisifs changent la face de la zone euro :

- la décision de la BCE, début septembre, faisant d'elle pratiquement un PDR puisqu'avec son nouveau dispositif, l'OMT –outright monetary transactions–, elle va pouvoir acheter sur le marché secondaire des titres publics des États en difficulté sans limite de temps ni de quantité, à condition toutefois de demander expressément l'intervention du MES, le mécanisme européen de stabilité ; ce dispositif aboutit d'une certaine façon à la mutualisation des dettes publiques ;
- la Cour constitutionnelle allemande donne son feu vert pour l'adoption du MES : sans cette décision, la zone euro aurait été dans la pire situation ;
- la Fed décide un nouvel assouplissement monétaire, ce qui montre que les 2 grandes banques centrales font en ce moment passer l'objectif de soutien de l'activité avant celui de la stabilité des prix. Une étude très récente du FMI, fondée sur une analyse de longue période de l'évolution des pays qui ont connu une dette publique d'au moins 100% de leur PIB, montre que la consolidation budgétaire ne peut pas réussir si les banques centrales ne l'accompagnent pas en créant un environnement monétaire particulièrement favorable, avec des taux d'intérêt bas et une monnaie plutôt sous-évaluée ;
- la ratification par la France le 9 octobre du TSCG, signé le 2 mars (traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) appelé plus couramment pacte budgétaire européen ;
- la supervision bancaire décidée lors du Conseil des 18 et 19 octobre, qui annonce l'union bancaire. C'est cette union bancaire qui permettra de dissocier crise des dettes souveraines et crise bancaire.

Ces 5 événements donnent incontestablement à la zone euro des moyens puissants pour se remettre d'aplomb.

Ensuite, sur le plan des faits et des idées, on sent monter non seulement chez les peuples mais aussi chez les économistes eux-mêmes une contestation de plus en plus forte des politiques d'austérité actuellement menées. Mais en même temps, les données statistiques récentes deviennent un peu contradictoires sur les évolutions à attendre pour les prochains mois et par conséquent sur les jugements que l'on peut porter sur ces politiques d'austérité.

En effet, si on est pessimiste on va privilégier les statistiques de croissance et de chômage des différents pays de la zone : même l'Allemagne semble voir s'essouffler son dynamisme, pendant que les pays du Sud s'enfoncent encore davantage dans les difficultés économiques, sociales et même politiques.

Un consensus semble actuellement se former pour critiquer les politiques de contraction budgétaire forte et rapide, qu'il s'agisse de celles qui augmentent la pression fiscale parce qu'elles diminuent le pouvoir d'achat des ménages et les marges des entreprises, ou de celles qui réduisent les dépenses publiques parce cela porte atteinte à la qualité des services publics.

Il faut en effet tenir compte de la valeur des multiplicateurs keynésiens qui est d'autant plus élevée que l'on est dans une phase dépressive, que les politiques restrictives sont menées en même temps par plusieurs pays et que l'on est dans la zone de trappe monétaire : toute consolidation budgétaire, surtout par les impôts, réduit la consommation des ménages et met à mal les marges des entreprises, d'où un fort effet récessif, avec la baisse de la demande globale et l'augmentation du chômage, ce qui réduit encore plus les rentrées fiscales et les possibilités de réduire les dépenses publiques. D'où un cercle vicieux qui est cumulatif, une spirale récessif qui est infernale. Les efforts demandés à la population sont de plus en plus coûteux et le taux de croissance ne cesse de diminuer. Or, en France par exemple, il faut une croissance d'au moins 1,5% pour que le chômage diminue !

Une première façon de réduire l'impact récessif du redressement des finances publiques serait que ce soit les pays les moins en difficulté qui commencent à réduire leurs déficits et il faudrait l'étaler dans le temps.

À ce propos, deux études importantes sont parues au cours de ces derniers mois de 2012.

D'abord, fin novembre, trois organismes indépendants d'experts économiques, l'OFCE en France, l'IMK en Allemagne et l'ECLM au Danemark, publient le premier « Independent Annual Growth Survey Project » dans lequel ils préconisent l'étalement des programmes d'austérité suite au constat que la situation conjoncturelle, économique et sociale empire.

Ensuite, tout début décembre, une étude de l'INSEE insiste elle aussi sur l'impact négatif des politiques actuellement menées (<http://www.insee.fr/fr/ffc/iana/iana7/iana7.pdf>) : « Après 2% de croissance en 2010, l'activité de la zone euro a ralenti en 2011 (+1,4 %) et se contracterait en 2012 (-0,5 % prévu). Deux facteurs particuliers auraient freiné l'activité ces deux dernières années : la hausse des prix du pétrole et des matières premières et la crise des dettes souveraines en zone euro. (...)

La hausse des prix du pétrole et des matières premières aurait ainsi réduit l'activité d'un quart de point de produit intérieur brut (PIB) en zone euro (un peu plus en France ou en Allemagne), aussi bien en 2011 qu'en 2012.

La crise des dettes souveraines en zone euro s'est manifestée par l'augmentation des taux souverains dans les pays du Sud de l'Europe. Ceci pénaliserait l'investissement via la progression associée des taux privés. La hausse des taux ferait ainsi perdre 0,9 et 1,4 point de PIB en 2012 à l'Italie et à l'Espagne. En revanche, les mouvements de taux auraient un peu soutenu la croissance en France et surtout en Allemagne, leurs dettes publiques ayant statut de valeur refuge.

Face aux hausses des taux souverains, les pays européens ont engagé une consolidation budgétaire ambitieuse. À court terme, de tels ajustements budgétaires ont un effet négatif sur l'activité, car ils pèsent sur la demande. On estime pour 2012 qu'ils auraient réduit la croissance de plus d'un point de PIB en Italie et en Espagne et de 0,8 point en France. Les différents plans de consolidation auraient eu surtout des effets internes aux pays dans lesquels ils sont menés et peu d'influence sur la croissance des autres pays de la zone.

Au total, en France, l'ensemble de ces chocs aurait freiné l'activité à hauteur de 0,7 et 1,1 point de croissance en 2011 et 2012, l'effort de consolidation y contribuant pour moitié en 2011 et aux trois quarts en 2012".

Faisons une rapide simulation. Supposons que le gouvernement français veuille réduire d'un point de PIB le déficit public, c'est-à-dire d'environ 20 milliards d'euros, et tablons sur un multiplicateur de 1,2 ; ces deux hypothèses sont proches de la réalité française actuelle (le multiplicateur de 1,2 correspond bien à la situation française actuelle selon l'OFCE, ce qui correspond d'ailleurs aussi à la moyenne pour la zone euro, sachant que le multiplicateur ex post estimé pour l'Allemagne est de 0,1). Cette réduction du déficit va donc entraîner a priori une diminution du PIB d'1,2 point. Mais cette réduction va à son tour réduire les impôts de 0,6 point, en considérant que les recettes fiscales représentent environ 50% du PIB. Par conséquent, le déficit public ne sera pas réduit de 1 point mais seulement de 0,4 point. Si bien que, si l'on veut bel et bien diminuer in fine le déficit d'un point de PIB, il faut en réalité tabler au départ sur une diminution des dépenses et/ou sur une augmentation des prélèvements représentant 2,5 points de PIB (1/0,4), soit 50 milliards ! En effet, on aura alors, certes, une baisse du PIB de 1,2 fois plus, donc de 3 points de PIB, ce qui signifie récession, mais la réduction des rentrées fiscales qui s'ensuivra sera de la moitié, donc de 1,5 points de PIB ; et au total, on aura bien une diminution du déficit de 1 point de PIB (2,5 - 1,5). Si cette réduction de 50 milliards n'est pas faite, on ne cessera pas de courir après la résorption du déficit. On tire de ce raisonnement la conclusion forte qu'il ne faut pas tellement tenir compte du multiplicateur "ex ante" mais bien plutôt du multiplicateur "ex post" : voir sur ce point la remarque faite à propos du théorème d'Haavelmo dans notre document sur les modélisations schématiques de l'équilibre macroéconomique. Ce raisonnement fait comprendre en quoi la politique de rigueur budgétaire fait courir le risque d'une spirale récessionniste et même déflationniste, et cela à très court terme. Et c'est pire potentiellement à long terme puisque la politique de rigueur se traduit par des coupes dans les dépenses publiques. Or, comme les coupes les plus simples à faire concernent les dépenses d'investissement public, c'est la croissance à long terme qui est compromise.

Une autre inquiétude peut apporter de l'eau au moulin des pessimistes : le TSCG va-t-il mieux fonctionner que le PSC ? S'il ne fonctionne pas mieux, ira-t-on alors enfin vers le fédéralisme budgétaire avec par conséquent un budget digne de ce nom et des transferts permanents entre les régions et les pays de la zone euro ?

Si oui, la zone euro sera sauvée et elle pourra aller de l'avant et peut-être même continuer sa route vers l'union politique.

Sinon, tous ses États membres seront condamnés à réaliser leur équilibre extérieur, ce qui risque de bloquer tout processus de spécialisation, donc les empêcher de s'insérer efficacement dans la compétition internationale ; et les pays qui sont actuellement en difficulté devront continuer, et encore longtemps, à pratiquer des politiques de dévaluation interne, avec tous les risques sociaux et politiques que cela comporte.

Une façon d'éviter un tel recours catastrophique à la dévaluation interne serait que la BCE aille plus loin qu'avec son OMT actuel : il faudrait qu'elle mutualise les dettes publiques en les monétisant carrément. Mais, en dehors du fait que l'Allemagne s'y opposerait sans aucun doute, une telle monétisation n'est sérieusement envisageable que sur une période limitée (alourdissement excessif de son bilan avec des titres pourris et risque de dérapage inflationniste).

Enfin, une autre piste serait l'évolution du taux de change de l'euro. Il a été très longtemps nettement surévalué par rapport au taux de 1,20\$ environ que beaucoup estiment être son taux d'équilibre de long terme. Un taux de change plus bas serait une manière d'apporter des gains de compétitivité-change à la zone euro tout entière (en ce moment, 1€ = 1,29-1,30\$).

Si on est optimiste, on peut l'être de deux façons :

- La première consiste à rester dans l'orthodoxie financière absolue et on peut alors remarquer qu'il y a actuellement des frémissements positifs. Selon certains conjoncturistes en effet, il y aurait trois tendances favorables mais encore très timides : d'abord la réduction du déficit intra-zone des pays en difficulté, ensuite un certain rebond conjoncturel des pays du Nord, ce qui permettrait aux pays du Sud de bénéficier d'une dynamique moins négative et enfin l'amélioration de la compétitivité des

pays « périphériques » comme le montre une certaine reprise des IDE et la réduction de leur déficit extérieur global. Celui de la Grèce passe à 6% du PIB cette année contre 15% avant sa crise de la dette publique, celui de l'Espagne tombe à 2% contre 10% en 2007 et l'Irlande affiche même un excédent courant de 2% contre un déficit de presque 8% en 2008). L'Irlande voit même sa conjoncture se rétablir nettement au point de devenir un exemple à suivre pour les pays en difficulté de la zone euro.

Lors d'un entretien donné à la revue allemande *Focus* à la mi-décembre, Klaus Regling, Directeur général du MES, considère que pour le sauvetage de la zone euro « la moitié du travail a été fait (...) et que cela va prendre encore deux ou trois ans pour que tous les pays de la zone euro aient un déficit public inférieur à 3% de leur PIB, et pour qu'ils soient sur le bon chemin pour un budget équilibré ».

Cette vision optimiste et orthodoxe trouve au moins en partie sa justification théorique dans l'analyse faite par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, dans leur livre « Cette fois, c'est différent ; huit siècles de folie financière » paru en 2009 et traduit en français l'année suivante. Au moyen de statistiques traitées avec le logiciel Excel, les auteurs montrent qu'une dette souveraine supérieure à 90% du PIB débouche finalement sur une récession. Mais, mi-avril 2014, grâce aux calculs faits par l'un de leurs étudiants – Thomas Herndon –, Michael Ash et Robert Pollin, professeurs à l'Université d'Amherst dans le Massachusetts, critiquent la méthode employée et contestent donc la conclusion qui en est tirée. C. Reinhart et K. Rogoff répondront que « ce bug regrettable ne remet pas en cause le message central de l'étude », et pour Olivier Blanchard, chef économiste du FMI, la barre de 90% semble malgré tout un bon point de référence.

Dans cette première vision optimiste, le mariage de mesures de rigueur budgétaire et de mesures pour améliorer la compétitivité semble être le bon Policy mix. Certes, la rigueur budgétaire concerne le secteur public tandis que la compétitivité concerne le secteur privé, mais la compétitivité a pour but de compenser, par une augmentation des exportations, la réduction de la demande intérieure qu'entraîne la rigueur budgétaire ; de manière à augmenter la demande globale pour, tout à la fois, réduire le déficit public et augmenter la croissance, donc l'emploi.

Seulement, le problème est que, lorsqu'un pays mène ces deux politiques, celles-ci produisent des externalités négatives : la rigueur budgétaire diminue les importations, et donc les exportations des autres, ce qui réduit leur propre compétitivité, et cela d'autant plus que les gains de compétitivité réalisés par le pays considéré sont importants. Et lorsque plusieurs pays mènent ensemble ces deux politiques, surtout de manière non coordonnée, donc non coopérative, les effets sont globalement négatifs. On comprend bien que, pour qu'il n'en soit pas ainsi, il faudrait que l'ajustement soit pris en charge davantage par les pays en bonne santé que par ceux qui sont en difficulté. Ainsi, en caricaturant à peine le raisonnement, il faudrait que l'Allemagne accepte d'augmenter ses salaires, et d'être un peu plus souple par rapport à son inflation, et qu'elle défende un peu moins sa compétitivité. Il est clair que l'Allemagne n'est pas prête à adopter de tels comportements. D'abord, on sait que la crise de l'hyperinflation des années 1920 l'a rendue définitivement allergique au risque inflationniste. Ensuite, elle a deux bonnes raisons de vouloir continuer à engranger des gains de compétitivité. Ces deux raisons correspondent à des difficultés que l'Allemagne doit gérer : d'une part, il faut qu'elle finisse de « digérer » les difficultés qu'a entraînées la réunification (d'où « l'agenda 2010 » de Gerhard Schröder) et d'autre part il faut qu'elle se prépare aux difficultés que va lui poser durablement son déclin démographique. Par conséquent, si l'Allemagne, et les autres pays créditeurs, n'acceptent pas de participer activement à l'ajustement, celui-ci est imposé de fait aux pays débiteurs. Et c'est là que réside en définitive l'origine de l'impasse dans laquelle on se trouve actuellement : la rigueur budgétaire entraîne les pays dans une spirale récessive infernale et tous s'épuisent dans la course à la compétitivité. Pour l'instant, ce sont les pays déjà en difficulté qui font les frais de ces politiques mais cela peut rejaillir progressivement sur les autres pays.

Faisons ici une remarque sur la situation de l'Allemagne. Ce pays était considéré au début des années 2000 « l'homme malade de l'Europe », à cause essentiellement du coût de la réunification. Et, très souvent, on attribue le redressement de l'économie allemande pour en faire la plus puissante de l'Europe à « l'agenda 2010 », donc au chancelier G. Schröder et aux réformes du marché du travail que lui a inspirées Peter Hartz, alors directeur du personnel de Volkswagen. Mais en réalité, ces réformes ont largement bénéficié d'un alignement de certaines planètes : reprise dans le secteur du bâtiment, très « labor using », la forte croissance des économies émergentes, la réorganisation des processus de production poussée par des délocalisations dans les PECO. Il convient donc de réfléchir avant de « copier » les réformes Hartz...

Tout cet argumentaire montre que cette vision optimiste est fondée sur une illusion, et en prendre conscience devrait nous la faire abandonner pour adopter une autre façon d'être optimiste ; sinon, on serait amené tôt ou tard à rejoindre le camp des pessimistes.

- La seconde façon d'être optimiste est radicalement opposée à la première. Elle donne plus d'importance à l'avenir de l'Europe et de ses peuples qu'à la discipline budgétaire. Et que ce soit les mesures de rigueur budgétaire ou les mesures en faveur de la compétitivité, surtout à partout du moment où tous les pays les prennent en même temps, elle doute non seulement de leur efficacité mais elle estime même qu'elles peuvent être contreproductives, comme on vient de l'analyser.

La situation actuelle ne s'explique pas essentiellement par l'incurie passée mais par un défaut de constitution de la zone euro et par un déficit de démocratie. La légitimité se trouve dans les États-nations, dont les responsables sont élus, mais qui ont été dépouillés de tous les instruments de politique économique, et les instances de pilotage économique de la zone euro (BCE, PSC, Commission) n'ont aucune légitimité. « Les pays membres de la zone euro se retrouvent dans la situation d'États fédérés orphelins d'un État fédéral (...) Ce qui revient à mettre la démocratie sous tutelle technocratique » (J.-P. Fitoussi). Et en plus, il semble que l'on réduise toujours un peu plus la souveraineté des pays sans pour autant augmenter celle de l'Europe. Et de surcroît, de nombreuses occasions ont prouvé que la gouvernance européenne est défaillante : non seulement, l'idéologie libérale qui inspire la Commission européenne lui fait adopter des directives contestables, mais de plus les situations de crise montrent que le chacun pour soi l'emporte et guide systématiquement les comportements de nos dirigeants. La division en 2 de la zone euro se traduit par un conflit ouvert entre efficacité, voulue par les pays du Nord, et solidarité, demandée par les pays du Sud.

Il faudrait donc que la crise actuelle soit pour l'Europe l'occasion d'un progrès supplémentaire pour qu'elle devienne plus forte, comme cela a d'ailleurs été souvent le cas au cours de son histoire.

Ce progrès doit porter en priorité sur un fédéralisme budgétaire : le bon fonctionnement de la zone euro nécessite que le fédéralisme ne soit pas uniquement dans le domaine monétaire, avec la BCE, mais aussi dans le domaine budgétaire. Un budget européen digne de ce nom permettrait de financer un « New Deal » privilégiant les dépenses d'investissements en matière d'innovation, d'infrastructures et de défense de l'environnement, pour soutenir la transition écologique (un tel New Deal est la solution que défend Michel Aglietta dans son tout dernier ouvrage, coécrit avec Th. Brand ; c'est aussi la solution qu'avanceront ensemble des ministres français et allemands dans un article du Monde du 29 mai 2013). Cela serait un bon moyen de sortir de l'impasse où nous mène la conjonction de politiques restrictives qui dépriment la demande intérieure des pays, et donc le bien être de leur population, et des politiques centrées sur l'offre. Certes, toute économie marche sur ses deux jambes, la demande et l'offre ; et c'est vrai que les politiques de l'offre n'expriment leurs effets que sur le long terme. Mais quand on est en crise et que les mesures prises sont restrictives, ces mesures ont pour effet à court terme de détruire du capital à la fois physique et humain (progression du chômage et aggravation des inégalités), ce qui entre totalement en contradiction avec la logique des politiques de l'offre qui visent en principe l'augmentation de la productivité, de la rentabilité, de la compétitivité et de l'attractivité de l'économie nationale. D'ailleurs, cette contradiction s'explique par le fait que les politiques de l'offre actuellement menées ont en réalité pour but de relancer... la demande... venant de l'étranger. Et si tout le monde faisait pareil... ? ! Finalement, les politiques actuellement menées sont en réalité des politiques keynésiennes, mais ce ne sont pas les bonnes. Au lieu de laisser chaque pays tirer sa croissance par les exportations, il faut, comme on vient de le dire, relancer la croissance au niveau de l'Europe tout entière par des investissements publics.

Par ailleurs, un gouvernement économique pour la zone euro est indispensable non seulement pour piloter la politique budgétaire qui serait commune mais aussi pour fixer à la BCE des objectifs clairs de politique de change. Car il ne faut pas que l'euro perde la guerre des monnaies.

Et, de manière plus générale, il ne faut pas que la zone euro et l'Europe tout entière perdent leur place dans l'économie mondiale ; et, surtout, il ne faut pas que les peuples européens aient à souffrir d'une baisse de leur bien-être.