



Crise de la zone euro :

**Les jeux des marchés financiers
et l'aveuglement des institutions
européennes conduisent à la catastrophe.
Il est urgent de changer d'Europe.**

Henri Sterdyniak

sterdyniak@sciences-po.fr

Décembre 2010

www.atterres.org



Après la crise financière, après la crise économique, la zone euro connaît maintenant depuis plus de neuf mois une crise spécifique : les marchés financiers spéculent contre les dettes de certains pays de la zone. Ils imaginent un scénario-catastrophe d'éclatement de la zone et réclament de fortes primes de risque pour détenir les dettes publiques des pays qu'ils déclarent au bord de la faillite. Les marchés jouent ainsi des failles de l'organisation de la zone euro où les Etats ne sont plus assurés de pouvoir toujours se financer. L'Europe a été incapable de réagir : la Banque Centrale Européenne (BCE) et les Etats membres n'ont pas mis en œuvre avec l'énergie nécessaire les politiques requises pour éviter le creusement des écarts des conditions de financement entre les pays ; les Etats membres n'ont fait preuve que d'une solidarité timide et conditionnelle qui a conforté les marchés dans leur sentiment de fragilité de la zone ; la Commission et les Etats membres ont obligé les pays menacés à mettre en œuvre des politiques insoutenables de réduction rapide de leurs déficits publics.

La crise peut avoir trois issues. Soit la poursuite de la politique actuelle entraîne une croissance durablement faible en Europe, particulièrement dans les pays du Sud ; les marchés ne sont pas rassurés ; le scénario d'éclatement n'est pas écarté. Soit les pays du Sud quittent la zone euro, ce qui provoquerait un nouveau choc financier en Europe et sonnerait le glas des ambitions de la construction européenne. En fait, la seule stratégie durable est celle du changement du fonctionnement de la zone par l'affichage d'une solidarité financière sans faille, la lutte contre la spéculation financière par la mise en place de nouveaux circuits de financement, et la mise en place d'une stratégie macroéconomique coordonnée.

Les jeux des marchés financiers

Le stade actuel du capitalisme, le capitalisme financier, se caractérise par le développement prodigieux des marchés financiers où des masses énormes de capitaux sont perpétuellement à la recherche des placements les plus rentables, les plus liquides et les moins risqués possibles, tandis que fonds spéculatifs et *traders* tirent parti de la volatilité des marchés pour monter des opérations fortement rentables.

Mais comment trouver la contrepartie : des emprunteurs sans risque et prêts à payer des taux d'intérêts importants ? Il faut obligatoirement un montant énorme de dettes face à un montant énorme d'actifs financiers. Les prêteurs veulent investir des sommes importantes, mais s'inquiètent ensuite de ce que les emprunteurs sont trop endettés ; ils recherchent des rentabilités élevées, mais celles-ci fragilisent les emprunteurs ; c'est la *malédiction du prêteur*. Les pays, les entreprises ou les ménages qui bénéficient d'apports importants de fonds extérieurs sont fragilisés, puisqu'ils deviennent fortement endettés et dépendants des marchés de capitaux : c'est la

malédiction de l'emprunteur.

Le système financier international est ainsi à la recherche perpétuelle d'emprunteurs : jadis les pays du tiers monde ; puis certains pays d'Asie ; naguère les Etats-Unis et les ménages anglo-saxons. En 2010, les marchés financiers ont besoin de prêter massivement à des agents sûrs. Comme les ménages et les entreprises cherchent à se désendetter compte tenu de l'incertitude économique, ce sont les Etats qui doivent s'endetter, mais en même temps, leurs positions sont fragilisées. Les marchés veulent des emprunteurs, mais ils leur reprochent d'être endettés.

Dans une économie où la masse des capitaux financiers est importante, l'endettement est automatiquement élevé. Un grand nombre d'agents sont endettés et certains le sont plus que les autres. Il y a donc en permanence des doutes sur la solvabilité des emprunteurs. Les marchés sont moutonniers¹ ; leurs anticipations sont auto-réalisatrices² et les opérateurs le savent. Ils sont vigilants, mais leur vigilance accentue les risques de crise. Il suffit qu'une rumeur mette en doute la solvabilité d'un pays pour que certains gestionnaires de fonds se sentent obligés de se vendre les titres qu'ils détiennent sur ce pays ; cela fait monter les taux d'intérêt supportés par ce pays, ce qui peut induire une agence de notation à le déclasser, ce qui induit d'autres gestionnaires à se couvrir, ce qui entraîne une nouvelle hausse des taux, etc. La globalisation financière oblige l'économie mondiale à vivre en permanence sous la menace de crises de la dette.

La crise de 2007-2008 a montré que des événements inimaginables pouvaient se produire ; de sorte que les marchés sont plus nerveux, plus rapides à envisager des scénarios extrêmes, ce qui accentue leur instabilité. Les marchés se souviennent qu'ils ont réussi à faire exploser le Système Monétaire Européen (SME) en 1992, et qu'ils ont obligé l'Argentine à sortir du *currency board* (c'est-à-dire de son engagement inscrit dans sa Constitution de maintenir la valeur de sa monnaie en dollar) en 2001. Pourquoi ne réussiraient-ils pas à faire exploser la zone euro ?

Les Etats sont ainsi soumis à deux exigences contradictoires : soutenir l'activité économique (y compris en venant au secours des banques défaillantes), et assurer leur propre situation financière.

Dans la finance globalisée, les politiques économiques doivent se consacrer à rassurer les marchés, alors même que ceux-ci n'ont aucune vision pertinente de l'équilibre et de l'évolution macroéconomique, comme en témoignent les fortes fluctuations des marchés financiers (Bourse ou taux de change). Ainsi est-il absurde de demander une forte baisse des déficits publics dans une situation



¹ Chacun copie le comportement des autres, à la manière des moutons de Panurge.

² Ce que les acteurs financiers anticipent advient réellement : si tout le monde anticipe une baisse du cours d'une action, tout le monde vend, ce qui provoque effectivement la baisse du cours, et ce quelles que soient les raisons, fondées ou non, qui ont provoqué l'anticipation initiale.

où la demande globale est faible et les taux d'intérêt de court terme proches de zéro.

Les détenteurs de capitaux veulent détenir des avoirs financiers importants. Avant la crise, ce désir d'actifs avait été satisfait grâce au développement de bulles financières et immobilières. Après l'éclatement de celles-ci, le déficit de demande doit être comblé par le déficit public et par de bas taux d'intérêt. Si les marchés financiers refusent cette logique, en faisant augmenter les taux d'intérêt de long terme, sous prétexte de prime de risque³ quand l'Etat soutient l'activité, si se répand la thèse que les déficits d'aujourd'hui sont les impôts de demain, qu'il faut donc épargner plus en période de déficit public, si les pays qui se sont endettés pour soutenir l'activité (et le secteur financier) doivent rapidement se désendetter, la politique économique devient impuissante et l'économie mondiale ingouvernable.



Zone euro : une organisation défailante

La zone euro aurait dû être moins touchée que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni par la crise financière. Les systèmes financiers y sont plus *archaïques*. Les ménages sont nettement moins impliqués dans les marchés financiers. L'euro aurait dû être un facteur de protection contre la crise financière mondiale. La fixité des taux de change entre monnaies européennes a éliminé un facteur majeur d'instabilité. Pourtant, il n'en a rien été : l'Europe est plus durement et plus durablement affectée par la crise que le reste du monde. En 2010, le déficit public global de la zone euro (6,3 % du PIB) est inférieur à celui des Etats-Unis (11,3 %) ou du Royaume-Uni (10,5 %). Pourtant, pratiquement tous les pays de la zone euro sont sous le coup d'une procédure de déficit excessif. Pourtant encore, les marchés continuent de spéculer contre certains pays de la zone, leur imposant des taux d'intérêt insoutenables, malgré la garantie de la BCE et du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF).

Cette situation s'explique par les modalités mêmes de l'Union monétaire. Les instances européennes se sont polarisées depuis la création de l'euro sur le respect d'un Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) qui devait imposer aux pays des contraintes de finances publiques sans signification économique. Elles n'ont pas été capables d'impulser une stratégie cohérente dans la zone. Depuis la création de l'euro, les déséquilibres se sont creusés entre les pays du Nord (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, pays scandinaves), qui bridaient leurs salaires et leurs demandes internes et accumulaient des excédents extérieurs, et les pays du Sud (Espagne, Grèce, Irlande), qui connaissaient une croissance vigoureuse, impulsée par des taux d'intérêt bas relativement au taux de croissance et qui accumulaient des déficits extérieurs.

³ La prime de risque désigne le coût supplémentaire qu'un prêteur impose à un emprunteur qu'il juge plus risqué qu'un autre. Ainsi, si l'Allemagne emprunte à 3 % par an et la Grèce à 10 %, la prime de risque versée par la Grèce est de 7 %.



De 1999 à 2007, les marchés ne se sont pas inquiétés du gonflement des disparités dans la zone. En juin 2007, les taux d'intérêt à 10 ans n'allaient que de 4,5 % en Allemagne à 4,65 % pour la Grèce et l'Italie.

Durant la crise, la forte augmentation des dettes et des déficits publics n'a pas entraîné de hausses des taux d'intérêt à long terme à l'échelle mondiale, ceux-ci ont plutôt baissé, les marchés estimant que les taux monétaires (à court terme) resteraient longtemps bas, que la dépression était telle qu'il n'y avait pas de risque d'inflation ou de surchauffe.

A partir de la mi-2008, les marchés se sont rendu compte d'une faille dans l'organisation de la zone euro. Alors que les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas faire faillite car ils peuvent toujours être financés par leur Banque centrale, au besoin par création monétaire, les pays de la zone euro ont renoncé à cette possibilité. La BCE a l'interdiction de refinancer les Etats et l'article 125 du Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne interdit la solidarité financière entre les Etats membres. Du coup, le financement des pays de la zone euro dépend des marchés financiers et n'est pas assuré. La spéculation a pu se déclencher sur les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Espagne, Irlande, ceux qui avaient connu une forte croissance avant la crise, mais qui devaient changer leur modèle de croissance. La crise financière est devenue une crise de la zone euro.

Le développement de la spéculation sur la dette de pays développés est paradoxal et dangereux. Depuis 1945, aucun pays développé n'a fait défaut sur sa dette. Les marchés spéculent sur un risque qui ne s'est jamais matérialisé. Certes, la situation s'est modifiée, puisque l'indépendance des banques centrales (et en particulier de la BCE) pourrait aboutir à des situations inédites où la Banque centrale refuserait de venir au secours de l'Etat de son pays en difficulté. Mais cette situation ne s'est jamais produite ; la crise de 2007-2008 a, au contraire, montré la capacité des Banques centrales à intervenir en cas de péril. Comment imaginer qu'une Banque centrale n'intervienne pas pour secourir son pays, comme elle l'a fait pour sauver les banques ?

La spéculation a été facilitée par le jeu des agences de notation, qui ont déclaré risquées les dettes des pays du Sud de la zone, alors même que le scénario où un pays de la zone euro ferait défaut n'avait *a priori* qu'une probabilité très faible. Ce sont les agences de notation elles-mêmes qui ont renforcé cette probabilité. L'évaluation financière n'est pas neutre : elle affecte l'objet mesuré, elle construit le futur qu'elle imagine. Ainsi les agences de notation financières contribuent largement à déterminer les taux d'intérêt sur les marchés obligataires en attribuant des notes empruntées d'une grande subjectivité – voire de la volonté d'alimenter l'instabilité –, source de profits spéculatifs. Lorsque les agences – privées – de notation dégradent la note d'un



Etat, elles obligent un certain nombre d'investisseurs institutionnels à ne plus détenir la dette de cet Etat, ou à se couvrir sur le marché des titres couvrant le risque de défaut de l'emprunteur (*credit default swaps*, ou CDS⁴) : cela augmente le taux d'intérêt sur les titres de la dette publique de cet Etat, et augmente par là-même le risque de faillite que les agences ont annoncé. Un pays peut avoir une dette publique soutenable tant que les marchés acceptent de lui prêter à un taux d'intérêt de 3 % par an ; mais la dette devient insoutenable si les marchés demandent 10 %, car le pays doit dégager un fort excédent primaire⁵, en baissant ses dépenses publiques et en augmentant ses impôts. Cet effort fait chuter sa croissance, réduit ses rentrées fiscales et peut paradoxalement conduire à une hausse du ratio dette publique / PIB.

La spéculation a aussi été facilitée par le développement du marché des CDS, qui permettent de spéculer sur les dettes publiques et privées. Les gestionnaires de fonds sont à la recherche perpétuelle de sources de profits élevés, supérieurs à ceux des activités productives. Ils les trouvent soit dans la création de bulles financières, soit dans la spéculation, qui est d'autant plus rentable que les marchés sont volatils ; les fonds spéculatifs gagnent de l'argent soit en vendant des couvertures contre cette volatilité, soit en exploitant leurs capacités à réagir plus rapidement que les autres intervenants. Les institutions financières ont trouvé une nouvelle source de profit en créant le marché des CDS sur les dettes souveraines des grands pays qui est un marché spéculatif, parasite et déstabilisant. Ce marché très particulier permet de dynamiser le marché des titres publics, qui jadis était relativement inerte, donc sans intérêt pour les spéculateurs. Il permet de spéculer à la faillite des Etats. En semant le doute sur la capacité des pays à tenir leurs engagements, les fonds spéculatifs obligent les fonds de placement à se couvrir (ce qui leur permet de leur vendre des CDS).

Le marché des CDS permet à certains opérateurs de gagner de l'argent en vendant des protections (qu'ils pensent n'avoir jamais à assumer) ; d'autres fonds gagnent de l'argent en achetant des protections. Il est ainsi possible d'acheter des protections contre une faillite de l'Etat grec même si l'on ne détient pas de titres publics grecs. Les fonds spéculent alors soit à la hausse du risque (j'achète une protection à 5 ans pour 2 % ; comme la crainte de défaillance grandit, je peux la revendre deux mois plus tard à 3 %), soit à la faillite effective (je toucherai une indemnisation si la Grèce fait faillite, bien que je ne détienne pas de titres de la Grèce) ; soit pour d'autres à la baisse du risque soit même à la non-faillite (je fais courir la

⁴ Les CDS permettent à un prêteur de s'assurer, auprès d'un organisme qui lui vend le CDS, contre le risque de défaut de l'emprunteur. Ils permettent aussi de spéculer sur la faillite ou la non-faillite d'un pays sans détenir effectivement des titres de cet Etat. Voir détails plus bas dans le texte.

⁵ Le solde « primaire » désigne la différence entre les recettes de l'Etat et ses dépenses, avant que l'Etat paie les intérêts sur sa dette. Un pays peut ainsi connaître un excédent primaire, de 2 % du PIB, mais un déficit de 4 % du PIB, si les charges d'intérêt représentent 6 % de son PIB.

rumeur que la Grèce va faire faillite, mais je n'y crois pas moi-même, je vends une protection que je n'aurai jamais à verser). Les perdants dans l'opération sont l'Etat grec, qui doit payer plus cher son endettement, ce qui fragilise plus encore sa situation budgétaire et les fonds qui détenaient déjà des titres grecs (qui doivent dévaloriser leur créance, la revendre à bas prix ou la couvrir).

Les fonds qui ont perdu de l'argent sur les titres grecs ou irlandais sont échaudés ; ils se dépêchent de vendre leurs titres espagnols, portugais, voire même italiens, belges ou français. La crise est contagieuse.

Le risque est de faire disparaître le marché de la dette souveraine (celle émise par les Etats), comme a disparu, en grande partie, le marché de la dette du tiers-monde. Les fonds réclameront des taux plus élevés puisque les titres publics seront considérés comme des titres risqués. Les pays répugneront à s'endetter sachant que cela les met sous la dépendance des marchés ; paradoxalement, la finance internationale fera progressivement disparaître tous les marchés !

Le risque est que demain, un pays de la zone euro ne puisse plus augmenter son déficit, de crainte que les marchés ne provoquent une hausse des taux d'intérêt, sous prétexte de prime de risque. Cette hausse rendrait impuissante la politique budgétaire. On ne peut laisser les marchés financiers paralyser les politiques économiques, on ne peut laisser les incendiaires donner des instructions aux pompiers. Aussi, le risque de faillite des Etats doit-il être nul : la Banque centrale doit toujours avoir l'obligation de financer les Etats, même dans la zone euro. La zone euro devra choisir entre se dissoudre ou changer ses institutions pour assurer la garantie des dettes publiques.



Zone euro : une solidarité défaillante...

Durant la crise, les instances européennes (la Commission, le Conseil, les Etats membres) ont été incapables de mettre en place des réponses vigoureuses. Leurs réactions ont été timorées, hésitantes, contradictoires. Leur (absence de) stratégie n'est pas compatible avec le fonctionnement des marchés financiers ; en maintenant le doute sur la solidarité européenne, sur la possibilité que certains pays fassent défaut sur leur dette, elles ont nourri la méfiance et la spéculation.

Fin 2009, le gouvernement grec a fortement révisé à la hausse les chiffres de déficit public annoncés par le gouvernement précédent, ce qui a donné le départ à une crise de défiance contre la dette grecque. Les instances européennes et les autres pays membres ont tardé à réagir, ne voulant pas donner l'impression que les pays membres avaient droit à un soutien sans limite de leurs partenaires et voulant sanctionner la Grèce, coupable de n'avoir jamais respecté le Pacte de Stabilité et de Croissance et d'avoir masqué l'ampleur de ses déficits. Les pays membres, et en particulier l'Allemagne, ont



annoncé qu'ils n'aideraient la Grèce qu'en échange d'un engagement de celle-ci dans un plan de forte réduction de ses déficits publics, que l'aide serait fortement conditionnelle au respect de cet engagement, soumise à la règle de l'unanimité (en même temps, les Allemands rappelaient que le Traité européen prohibait la solidarité entre les Etats membres et que leur Cour constitutionnelle pourrait leur interdire d'aider les pays en difficulté), et que le taux des prêts « incorporerait une prime de risque adéquate », ce qui est absurde, puisque l'aide a justement pour objet de réduire à zéro le risque de défaillance. Ces réticences ont contribué à inquiéter les marchés, à leur permettre de continuer à envisager des scénarios-catastrophes.

Début mai 2010, la BCE a annoncé qu'elle continuerait à prendre inconditionnellement des titres publics grecs en pension⁶. L'UE et les pays membres ont accepté de dégager 110 milliards d'euros de prêts pour la Grèce, mais ils lui ont demandé un taux d'intérêt exorbitant (d'abord 5,2 % puis 5,8 %), supérieur aux 3 % auxquels les pays de la zone s'endettent. La Grèce a dû s'engager à réduire de 6 points son déficit de 2009 à 2010, et de 11,5 points de 2009 à 2014, un engagement difficilement tenable. Il a été demandé au Fonds Monétaire International (FMI) de contribuer à ce plan, pour bien montrer que les conditions imposées à la Grèce seraient aussi sévères que ceux que le FMI impose aux pays en développement qu'il « aide ». Mais cet appel marque bien la faillite politique de la zone ; pour cette procédure de prêt à la Grèce soit mise en œuvre, il a fallu proclamer que la « zone euro » n'existait pas, que seuls les Etats existaient, pour le FMI comme pour les marchés financiers.

Le 10 mai 2010, les pays de la zone ont créé dans l'urgence un Fonds européen de stabilisation financière (FESF), autorisé à lever 750 milliards d'euros, pour venir en aide aux pays menacés. En même temps, il a été indiqué que ce fonds n'était créé que pour trois ans, que l'aide apportée serait très fortement conditionnée à la mise en œuvre de plans de réduction des déficits publics, et que les taux d'intérêt demandés aux pays qui feraient appel au Fonds incorporeraient une prime de risque. Ce plan n'a guère rassuré les marchés. En juin 2010, l'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre la Grèce et l'Allemagne est vite remonté à près de 8 points.

Au lieu de cela, il aurait fallu dire clairement que la dette publique grecque était garantie par l'ensemble des pays de la zone euro et de l'UE, et que les problèmes de finances publiques grecques étaient une affaire interne de la zone, qu'elle s'engageait à résoudre collectivement. Mais le manque de solidarité et de confiance entre les pays de la zone euro n'a pas permis qu'une telle solution soit adoptée.

⁶ Cela signifie que les acteurs financiers, comme les banques privées, qui détiennent des titres de la dette grecque, peuvent continuer à les prêter à la BCE (qui, en contrepartie, leur verse une rémunération). Les Banques centrales n'acceptent de détenir que les titres émis par des agents économiques en qui elles ont confiance, c'est-à-dire dont elles estiment qu'ils rembourseront leurs dettes.



En novembre 2010, éclate la crise irlandaise⁷. L'Irlande, qui était naguère le meilleur élève de la classe libérale, avec le plus bas taux de dépenses publiques des pays de la zone, le plus bas taux d'imposition (avec des taux d'imposition sur les sociétés et des taux de cotisations sociales particulièrement bas), avec un excédent budgétaire de 2,5 % du PIB en 2006, avec une croissance particulièrement vigoureuse (en jouant de la concurrence fiscale, en bénéficiant de taux d'intérêt très faibles par rapport à son taux de croissance, en laissant se développer une bulle immobilière) a subi de plein fouet la crise financière, et en particulier l'éclatement de la bulle immobilière. Son système bancaire hypertrophié s'est retrouvé en faillite. Les finances publiques irlandaises ont été mises à mal par la crise (qui a entraîné une perte de croissance du PIB de 22 % par rapport à la tendance d'avant la crise) mais l'Irlande a choisi de garantir toutes les créances de ses banques et de gonfler son déficit public de 2010 de 13,2 % à 32,3 % du PIB (un niveau sans précédent pour un pays européen en temps de paix), afin de recapitaliser ses banques. Ainsi, la dette irlandaise passera de 25 % du PIB en 2007 à 114 % en 2012.

L'annonce du gonflement du déficit irlandais a marqué le point de départ d'un nouvel accès de spéculation contre l'Irlande. L'UE et le FMI ont donc accordé une « aide » de 85 milliards d'euros à l'Irlande, au taux d'intérêt exorbitant de 5,8 %. En contrepartie, l'Irlande s'engage dans un programme d'austérité budgétaire qui devrait représenter 10 points de PIB d'ici à 2014. Mais l'Irlande refuse d'augmenter son taux de l'impôt sur les sociétés et son taux de cotisations sociales, qui sont selon elle ses deux atouts dans la concurrence européenne.

L'Irlande (comme naguère l'Islande) est victime de la liberté d'établissement prônée par la Commission. Les banques ont la liberté de s'installer où elles le veulent en Europe ; personne ne contrôle le rapport entre la taille des banques et le pays où elles sont installées. Les banques installées en Irlande ont créé et nourri la bulle immobilière ; elles ont bénéficié du laxisme fiscal et réglementaire de ce pays ; en s'endettant à bas taux sur le marché financier européen, elles ont pu faire des prêts massifs et rémunérateurs qui apparaissaient sains puisque les prix de l'immobilier augmentaient fortement. La possibilité d'un retournement de l'évolution des prix n'a pas été envisagée. En même temps, il n'y a aucune solidarité européenne. Quand une banque est en difficulté, c'est le pays où elle est installée qui doit la secourir, et donc la population de ce pays. L'Irlande n'a pas voulu faire payer les responsables de la crise (les créanciers des banques irlandaises), n'a pas voulu taxer les bénéficiaires de la bulle (pourquoi ne pas envisager un prélèvement exceptionnel sur les grandes fortunes, celles qui ont bénéficié de la bulle ?). L'Europe n'a pas voulu faire jouer la « solidarité de place » :

⁷ Voir la note de Benjamin Coriat : « La crise irlandaise, emblème et symbole de la finance dérégulée », Les économistes atterrés, déc. 2010.

faire payer aux banques européennes le coût des sauvetages bancaires.

Les marchés financiers, comme les responsables de la zone euro, ont laissé les déséquilibres s'accumuler avant la crise. Ils s'en sont rendu compte brutalement en 2009/2010. Des pays comme l'Espagne, l'Irlande ou même la Grèce connaissaient des croissances vigoureuses avant la crise ; celle-ci les oblige à modifier leurs stratégies de croissance ; les marchés ne les y aident pas en criant au risque de faillite, et la Commission ne vient guère à leur secours.

Sous la pression du FMI et de la Commission européenne, les pays menacés doivent mettre en œuvre des plans drastiques, et bien souvent aveugles, de réduction des déficits publics et de privatisation. L'effort représenterait 16 % du PIB pour la Grèce ; 9 % pour l'Irlande, 8,5 % pour l'Espagne ; 8 % pour le Portugal. Les pays du Sud connaîtraient un recul de leur activité à court terme, une longue période de récession et de chômage élevé. Selon la Commission elle-même, le taux de chômage en 2012 serait de 11 % au Portugal, de 13 % en Irlande, de 15 % en Grèce, et de 19 % en Espagne. Mais les pays du Nord réduiraient en même temps leurs déficits. Les autres pays, pressés par la Commission de rentrer dans les clous du Pacte de Stabilité et de Croissance, craignant de voir leur dette déclassée par les agences de notation, se résignent à faire des efforts de l'ordre de 1 à 1,5 point de PIB, en se fixant un objectif de déficit inférieur à 3 % du PIB en 2012 ou 2013, redoublé d'un objectif de solde équilibré (déficit nul) à long terme. L'impulsion négative provoquée par la politique budgétaire sur l'activité économique serait de 1,6 % du PIB en 2011, et de 1 % en 2012. La croissance en Europe en serait durablement affectée.

Ce programme d'austérité met en cause le modèle social européen ; il impose de fortes réductions du nombre de fonctionnaires, il nuira donc à la qualité de l'enseignement, de la santé, des services publics ; les retraites publiques sont diminuées et l'âge de la retraite est repoussé ; les prestations familiales sont réduites ; l'Espagne diminue les prestations chômage, l'Irlande son salaire minimum et l'Allemagne son revenu minimum ; tous les pays font pression sur leurs salaires pour gagner de la compétitivité. Même le Royaume-Uni, les Pays-Bas, la France et l'Allemagne, qui ne sont pas directement attaqués par la spéculation, ont annoncé des mesures restrictives sur les dépenses publiques, les dépenses sociales, l'emploi et les salaires des fonctionnaires.

On voit mal d'où pourrait venir la croissance dans la zone. En effet, globalement, la demande y est nettement insuffisante. Les pays du Nord de l'Europe auraient dû entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud. Or, tant que l'économie européenne ne se rapproche pas à une vitesse satisfaisante du plein emploi, la politique budgétaire ne devrait pas être globalement restrictive dans la zone euro, bien au





contraire. Certes, certains économistes ont mis en évidence dans le passé des épisodes où une politique budgétaire restrictive n'a pas eu d'effet défavorable sur l'activité, mais cette politique était toujours accompagnée d'autres éléments qui manquent aujourd'hui, comme une forte dépréciation du taux de change, une forte baisse des taux d'intérêt, un essor du crédit privé dû à la libéralisation financière, ou une forte hausse de la demande privée.

Si le multiplicateur d'une baisse généralisée des dépenses publiques en Europe est de 2, que les pays de l'UE font un effort de 1 point du PIB par an pendant 5 ans, la croissance européenne sera réduite de 2 points par an pendant 5 ans, soit un total de 10 points de PIB, les soldes publics ne seront pas améliorés (puisque la baisse d'activité réduira les recettes fiscales), et les ratios de dette augmenteront du fait du ralentissement économique. Cette politique serait indispensable pour *rassurer* les marchés, mais une politique qui aboutirait à une longue période de dépression est-elle *rassurante* ? Les pays obligés de mettre en œuvre des politiques très fortement restrictives, dans une situation de fort taux d'intérêt et d'instabilité financière, le paieront par une forte chute de l'activité. Selon les prévisions de la Commission, la croissance de la zone euro serait de 1,6 % en moyenne pour 2010-2011, mais de 0,4 % pour l'Irlande, 0,3 % pour l'Espagne, 0,2 % pour le Portugal, et -3,6 % pour la Grèce. Dans ces conditions, les objectifs de déficit public ne pourront être tenus, les pays souffriront d'une hausse des charges d'intérêt et d'une baisse des recettes fiscales, le ratio de dette s'envolera, ce qui justifiera... la mise en œuvre d'autres mesures restrictives.

Cette politique aura de graves conséquences sociales dans de nombreux pays européens, tout particulièrement sur la jeunesse et les plus fragiles. Elle menace la construction européenne elle-même, qui était bien plus qu'un projet économique. L'économie devait être au service de la construction d'une Europe unie, développant un modèle original de société. Au lieu de cela, la dictature des marchés s'impose aujourd'hui dans tous les pays de l'Union. Il serait catastrophique pour l'Europe que les instances européennes utilisent la menace des marchés pour imposer aux peuples des politiques économiques restrictives, des réformes libérales et des baisses importantes des dépenses sociales.

Le Fonds Européen de Stabilité Financière n'a été créé que pour une période de 3 ans. L'Allemagne, que malheureusement la France a accepté de soutenir, n'accepte sa prolongation que sous des conditions drastiques. Elle exige que les pays fautifs puissent se voir privés de leur droit de vote dans les instances européennes, entraînant de fait la possibilité de l'exclusion d'un pays, et puissent se voir privés des fonds d'aide structurels, ce qui aggraverait encore leur situation. Surtout, l'Allemagne demande que soit mis sur pied un mécanisme de faillite ordonnée d'un Etat membre. A partir de 2013, les émissions d'obligations publiques devront comporter une « clause



d'action collective », c'est-à-dire que les détenteurs devront accepter la possibilité de n'être remboursés que partiellement en cas de difficultés économiques du pays émetteur. Cette clause avait été proposée par Annie Krueger du FMI, pour les émissions des titres des dettes publiques des pays en développement ; mais elle n'a eu aucun succès, les pays émetteurs craignant que les clauses d'action collective ne renchérissent fortement le taux d'intérêt sur leurs dettes. Le risque est grand que ces deux dispositifs soient interprétés par les marchés financiers pour ce qu'ils sont, c'est-à-dire de nouveaux signes de l'absence de solidarité en Europe. Les marchés seront renforcés dans leur conviction que les dettes publiques des pays de la zone euro ne sont pas garanties ; qu'il est donc légitime de demander des primes de risque pour les détenir et qu'il peut être rentable de spéculer sur leur faillite. Les dettes publiques n'étant plus considérées comme sans risque seront plus coûteuses. Les pays seront en permanence soumis à l'appréciation des marchés financiers.

Les marchés financiers ont estimé que les pays du Sud de l'Europe auront le plus grand mal à se financer dans trois ans, quand ce projet sera mis en place. Or le remboursement des dettes actuelles repose sur la capacité des pays à avoir accès aux marchés financiers dans les années à venir. La dette des pays du Sud a donc été fragilisée.

Fin novembre 2010, les taux imposés par les marchés pour les titres à 10 ans étaient de 2,7 % pour l'Allemagne, 3 % pour les Pays-Bas et la Finlande, 3,2 % pour l'Autriche et la France, mais de 4 % pour la Belgique, 4,7 % pour l'Italie, 5,5 % pour l'Espagne, 7,1 % pour le Portugal, 9,3 % pour l'Irlande, et 11,9 % pour la Grèce. Les marchés financiers refusent de renoncer à un scénario d'éclatement de la zone euro, selon lequel les mesures d'austérité entraîneraient une faible croissance et des troubles sociaux, de sorte que les pays du Sud finiraient par préférer quitter la zone. Pourtant, la crédibilité de ce scénario est renforcée par la faiblesse même de la réaction des Etats membres et des instances européennes, qui sont incapables de dire que leur solidarité est totale et qu'ils mettront en œuvre une stratégie macroéconomique cohérente dans la zone.

Un projet dangereux

Les instances européennes n'ont pas tiré les leçons de la crise financière. Au contraire, elles veulent utiliser la crise grecque pour faire oublier la crise financière et la période horrible où elles ont dû accepter de mettre le Pacte de Stabilité et « de Croissance » sous le boisseau. Maintenant, elles veulent utiliser la menace des marchés financiers et des agences de notation pour imposer leurs obsessions de toujours : contrôler les politiques budgétaires, les soustraire à des gouvernements soumis à des votes démocratiques, obliger les pays à réduire leurs dépenses publiques et en particulier sociales.

Le 12 mai dernier, la Commission avait publié une première



communication : « Renforcer la coordination des politiques économiques ». Elle maintenait, contre l'évidence, que « les règles et les principes du Pacte de Stabilité et de Croissance [étaient] pertinents et valables » ; et qu'il fallait seulement obliger les pays à les respecter.

Le 30 juin, la Commission a proposé d'introduire un premier « semestre européen », durant lequel tous les Etats membres présenteraient leurs politiques budgétaires, de court et de moyen terme, ainsi que leurs projets de réformes structurelles, à la Commission et au Conseil européen, qui donneraient leur avis avant le vote des parlements nationaux, au second semestre. Les parlements nationaux seront donc plus ou moins contraints par les décisions prises au niveau européen.

Certes, un tel processus pourrait être utile s'il s'agissait de définir une stratégie économique concertée, mais le risque de ce « semestre » est d'augmenter les pressions en faveur de politiques d'austérité budgétaire et de réformes libérales. On le voit aujourd'hui : la Commission lance des Procédures de déficit excessif contre tous les pays, mais elle ne demande pas aux pays qui ont des marges de manœuvre en matière de politique budgétaire ou salariale d'entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les efforts que font la Grèce, l'Irlande ou l'Espagne. Cette proposition a été acceptée par le Conseil le 7 septembre 2010.

Le 29 septembre, la Commission a présenté un ensemble de propositions visant à renforcer la gouvernance économique, qui en fait diminuerait l'autonomie des Etats membres, les obligerait au strict respect de règles sans signification économique, et nuirait à leur capacité à stabiliser leur économie :

- Les pays pourront être sanctionnés si les dépenses publiques augmentent plus vite que le taux de croissance *prudent* du PIB (sauf si ceci est compensé par des hausses de recettes ou si le pays est en excédent budgétaire). Cela interdirait les mesures de soutien par la hausse des dépenses publiques. Mais qui mesurera la croissance *prudente* ? Sera-t-elle de 1 % du PIB comme les dernières estimations de la Commission de la croissance potentielle ? En période dépressive, avons-nous vraiment besoin de « prudence » ? Que se passerait-il si, par « prudence », les ménages renonçaient à consommer, et les entreprises à investir ?

- Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB pourront être soumis à une procédure de déficit excessif si le ratio de dette n'a pas diminué d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 % (ceci en moyenne dans les 3 dernières années). Mais le problème est qu'il est pratiquement impossible d'éviter la croissance de ce ratio en période de ralentissement économique. Cette nouvelle règle renforce la contrainte sur le déficit en période de faible croissance. Pour un pays ayant une dette de 90 % du PIB et une inflation de 2 % par an, le déficit public ne devra pas dépasser 2 % du PIB si sa croissance est

de 2 %, mais il devra être limité à seulement 1 % si sa croissance ne dépasse pas 1 %. Selon la Commission, la décision de sanction tiendra compte de l'évolution conjoncturelle, mais aussi des réformes des systèmes de retraite introduisant un pilier de retraite par capitalisation. Après la crise financière, l'Europe doit-elle continuer à promouvoir la capitalisation ?

- Les pays dont les dépenses publiques augmentent *trop* vite ou ceux soumis à une procédure de déficit excessif devront faire un dépôt de 0,2 % du PIB, qui pourra être confisqué si les mesures requises ne sont pas mises en œuvre.

Le projet maintient la limite de déficit budgétaire de 3 % du PIB, l'objectif d'équilibre (déficit nul) à moyen terme, et la contrainte pour les pays ayant un déficit structurel de réduire celui-ci d'au moins 0,5 % par an, alors même que ces contraintes n'ont aucun fondement macroéconomique, et qu'elles ont été la source de tensions permanentes dans la zone. La Commission veut que les sanctions du non-respect de ces règles deviennent automatiques et plus lourdes.

La Commission veut imposer aux pays d'intégrer dans leurs cadres budgétaires les règles européennes (les limites de 3 % et de 60 %, l'objectif d'équilibre à moyen terme) et de mettre en place un contrôle du respect de ces règles par une « institution budgétaire indépendante ».

- La Commission réclame qu'il faille désormais la majorité qualifiée au Conseil pour s'opposer aux mesures et aux sanctions qu'elle préconise, cela devant assurer l'automatisme des sanctions.

- La Commission se propose de surveiller les déséquilibres macroéconomiques excessifs en suivant un tableau de bord des variables pertinentes (compétitivité, déficit extérieur, dettes publiques et privées). Bien sûr, le taux de chômage n'y figure pas. Une procédure de déséquilibres excessifs sera mise en place. Des recommandations seront envoyées aux pays en situation de déséquilibre. Des amendes pourront être décidées. Mais rien n'indique que la surveillance sera symétrique, ni que l'on sanctionnera les pays qui pèsent sur les autres par des politiques budgétaire et salariale trop restrictives. Rien n'indique que la Commission préconisera une stratégie coordonnée pour lutter contre les déséquilibres : compenser la politique restrictive de certains pays par des politiques expansionnistes dans d'autres, réduire les différentiels de compétitivité par des hausses de salaires dans les pays où la part des salaires dans la valeur ajoutée a diminué, lancer de grands emprunts européens pour aider les pays en difficulté et pour financer la reconversion verte de l'industrie.

Le projet de la Commission demande une révision du traité de Lisbonne ; il met gravement en cause l'autonomie des Etats membres ; c'est une nouvelle étape vers la dépolitisation des politiques budgétaires ; il augmentera encore les tensions entre la Commission et les Etats membres. Par ailleurs, ce projet est



dangereux au niveau économique : il imposera à tous les pays de se lancer dans des politiques d'austérité qui freineront la reprise pour atteindre un objectif, l'équilibre des finances publiques, qui peut être incompatible avec les nécessités de l'équilibre macroéconomique ; il soumettra la politique budgétaires des Etats à des comités d'experts, alors que la crise a bien montré le besoin d'une action forte et résolue. La Commission reste dans sa vision technocratique : il lui faut contrôler des Etats membres gaspilleurs et indociles.

Fin octobre, le Conseil européen a accepté les fondements économiques de ce projet, en refusant toutefois l'augmentation des pouvoirs de la Commission : les sanctions devraient être automatiques, mais continueraient d'être décidées par le Conseil à la majorité qualifiée. C'est un compromis ambigu et lourd de futures tensions.

Trois scénarios de sortie

Début décembre 2010, trois scénarios de sortie de la crise peuvent donc être imaginés.

Selon **le scénario de la Commission**, tous les pays mettraient en œuvre des politiques budgétaires restrictives pour réduire leurs déficits publics et pour rassurer les marchés financiers, les pays du Sud mettant en œuvre les mesures les plus violentes.

Ce programme nuira à la croissance de la zone, mais de plus il sera inefficace pour lutter contre la crise financière de la zone. Les pays du Sud seront confrontés à la perspective d'une longue récession, de coupes claires dans les dépenses sociales, d'une hausse du chômage, et de restrictions salariales pour rattraper la compétitivité de l'Allemagne (qui elle-même continuera à vouloir améliorer la sienne). La faible croissance augmentera le déficit public, ce qui obligera les pays à redoubler de mesures restrictives. Dans cette situation, les pays du Sud auront toujours la tentation de dévaluer ; du moins, les marchés leur prêteront en permanence cette intention. De plus, le risque est grand, nous l'avons vu, que la réforme du Fonds Européen de Stabilisation Financière aboutisse à un système bâtard où les marchés auront toujours la crainte que les pays en difficulté répudient ou restructurent leurs dettes. Les marchés continueront donc à spéculer contre les pays du Sud, réclameront toujours des taux d'intérêt élevés pour leur prêter, ce qui obligera ces pays à redoubler de rigueur, au risque de les déstabiliser et d'augmenter les craintes des marchés.

Ce scénario est donc peu crédible ; il est dangereux pour les pays du Sud et pour la construction européenne.

Le deuxième scénario est celui de l'éclatement

Les pays du Sud pourraient renoncer à rester dans la zone euro, car



l'effort à faire pour y rester est trop important, tant du point de vue des finances publiques que du point de vue de la compétitivité. Ces pays quittent la zone : leurs taux de change baissent de 25 % par rapport à l'euro ; ils regagnent donc la compétitivité qu'ils ont perdue depuis 1997. Ils restructurent leur dette, en la convertissant en monnaie nationale, avec un coefficient de réduction important. Ils peuvent alors repartir sur de nouvelles bases.

L'euro s'apprécierait contre le dollar mais les marchés seraient incités à spéculer contre l'Italie, la Belgique et la France, qui auraient subi une forte perte de compétitivité. Ces pays devront choisir entre suivre les pays du Sud ou suivre l'Allemagne et ses satellites.

Le défaut de paiement des pays du Sud fragiliserait le système financier des pays européens : une perte de 50 % de la valeur des dettes publiques des pays concernés coûterait 95 milliards d'euros aux institutions financières françaises, 75 milliards aux institutions allemandes et 30 milliards aux britanniques. Une nouvelle crise financière secouerait l'Europe.

Un tel scénario serait catastrophique pour l'Union européenne, mais les pays du Sud peuvent y être acculés. Il peut notamment advenir parce que les marchés financiers refusent de renoncer à leur scénario d'éclatement de la zone euro : ils imaginent que les mesures d'austérité vont entraîner une faible croissance et des troubles sociaux, de sorte que les pays du Sud vont devoir quitter la zone ; ils imaginent que l'Allemagne sera tellement exigeante que la zone euro ne parviendra pas à mettre sur pied une organisation crédible de la solidarité entre les Etats membres.

Le scénario d'éclatement aurait certes une certaine rationalité économique. Il témoignerait de l'impossibilité de maintenir une monnaie unique entre des zones qui ont des taux de croissance et d'inflation différents, et qui pratiquent des politiques économiques différentes. Ce scénario mettrait en évidence un « triangle d'impossibilité » : on ne peut avoir à la fois une monnaie unique, une parfaite liberté des capitaux et des politiques économiques autonomes et non solidaires entre elles. Mais ce scénario marquerait aussi un échec grave de la construction de l'Europe ; les peuples européens perdraient toute capacité à influencer l'évolution économique mondiale, à promouvoir leur modèle social. Le risque est grand que l'éclatement de la zone soit le signe de toujours plus de concurrence salariale, sociale et fiscale, auxquelles s'ajouterait la concurrence par les taux de change.

Le troisième scénario, celui que nous préconisons, suppose un profond changement de l'Europe vers plus de solidarité entre les pays, mais aussi une volonté résolue de réduire l'importance des marchés financiers, de desserrer l'étreinte qu'ils font peser sur les peuples.

A court terme, il faut garantir la dette publique des pays de la zone



euro et ramener rapidement les taux d'intérêt des pays du Sud au niveau des taux des pays du Nord, c'est-à-dire vers les 3 %. Nous proposons donc deux mesures indispensables pour que la monnaie unique fonctionne :

Mesure n°1 : Affranchir les Etats de la tutelle des marchés financiers, en garantissant le rachat de titres publics par la BCE, si nécessaire. Les Etats doivent pouvoir se financer directement auprès de la Banque centrale européenne à bas taux d'intérêt, desserrant ainsi le carcan des marchés financiers.

Mesure n°2 : Les pays de la zone euro doivent se porter garants de la dette de chacun des Etats de la zone.

Les titres publics étant garantis, les taux d'intérêt excessifs de ces deux dernières années ne se justifient plus.

Mesure n°3 : Abaisser les taux d'intérêt exorbitants des titres émis par les pays en difficulté depuis la crise. Ces titres doivent être rémunérés au même taux que les titres émis par les pays jugés sans risque par les marchés.

Une partie importante de la dette de certains pays (Irlande, Islande, Royaume-Uni, Pays-Bas, Autriche) provient de l'aide accordée au secteur bancaire. Les erreurs des banquiers ne doivent pas être payées par les peuples. Il faut remettre en cause le financement par les finances publiques des pertes des banques en difficulté, en particulier en Irlande. Il faut faire payer ceux qui ont bénéficié des bulles financières et immobilières.

Mesure n°4 : Faire assumer les pertes des banques en faillite par leurs créanciers (après avoir ruiné leurs actionnaires) et si nécessaire par la taxation des banques et des institutions financières (et non plus par les finances publiques). La garantie publique accordée aux créanciers des banques doit maintenant être strictement limitée.

Mesure n°5 : Mettre en place en Europe un prélèvement exceptionnel sur les grosses fortunes.

A moyen terme, il faut remettre en cause la domination et l'irresponsabilité du système financier.

Mesure n°6 : Mettre sur pied un système bancaire et financier public, qui pourra en particulier financer les dettes publiques et les investissements publics à des taux satisfaisants.

Mesure n°7 : Les agences de notation financière ne doivent pas être autorisées à peser arbitrairement sur les taux d'intérêt des marchés obligataires en dégradant la note d'un État : on doit réglementer leur activité en exigeant que cette note résulte d'un calcul économique transparent : ce calcul ne doit pas incorporer la possibilité d'un éclatement de la zone euro ; il faut créer des agences de notation publiques.

La zone euro a besoin de retrouver les 8 points de PIB perdus du fait de la crise. Le déficit public de la zone serait soutenable si l'activité perdue était retrouvée. Renoncer à cet objectif signifie accepter le



maintien du chômage de masse en Europe. Les instances européennes devraient présenter un scénario cohérent de sortie de crise, basé sur la reprise de la demande, de la consommation comme des dépenses publiques, et sur l'impulsion des investissements porteurs d'avenir, au lieu de se polariser sur les soldes publics.

Globalement, la demande n'est pas excessive en Europe. Il faut donc résorber les déséquilibres de façon coordonnée : les pays excédentaires doivent mener des politiques expansionnistes – hausse des salaires, des dépenses sociales... – pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud, qui doivent être allégées. Les pays qui ont des marges de manœuvre en matière budgétaire doivent continuer à soutenir l'activité.

Mesure n°7 : Assurer une véritable coordination des politiques macroéconomiques et une réduction concertée des déséquilibres commerciaux entre pays européens.

Mesure n°8 : Lancer un vaste plan européen, financé par souscription auprès du public à taux d'intérêt modéré mais garanti, pour engager la reconversion écologique de l'économie européenne et pour favoriser la convergence des pays du Sud et de l'Est.

Les pays qui ont des difficultés de financement doivent réduire leur déficit en augmentant leurs impôts (et non en diminuant les dépenses sociales). Est-ce un hasard si les pays en difficulté sont ceux qui ont les taux de prélèvements les plus bas de la zone (soit, en 2008, Irlande 29 %, Grèce 32 %, Espagne 32,5 % contre 37,5 % pour la moyenne de la zone) ?

Mesure n°9 : Si les déficits publics doivent être réduits, ce doit être en augmentant la taxation des revenus financiers, des plus-values, des hauts revenus dont le gonflement est une des causes de la crise. Il faut créer un taux d'imposition confiscatoire sur les revenus et plus-values exorbitants. A l'échelle européenne, cela passe par une stratégie d'harmonisation fiscale, fixant des taux d'imposition minimale pour les entreprises, les revenus élevés, les patrimoines, garantissant à chaque pays la possibilité de taxer ses entreprises et ses résidents.