

Note Lasaire n° 21

Janvier 2011



## Des causes non-dites de la crise à la crise de la zone euro

Michel Fried

*Cette note comprend deux parties :*

- **La partie I** dénonce les non-dits sur les causes profondes de la crise, l'amnésie collective que le libéralisme cherche à exploiter pour contre-attaquer et rétablir son hégémonie, en exigeant, plus qu'hier encore, des « réformes structurelles ».
- **La partie II** met l'accent sur la forme particulière de la crise qui frappe la zone euro ; on croyait que la monnaie unique protégeait ses Etats membres contre la spéculation et on les découvre vulnérables comme aux plus durs moments des attaques spéculatives de 1992 contre le « système monétaire européen » ; chacun s'accorde à reconnaître qu'il faut soustraire l'Europe, ce bien public primordial, aux égoïsmes nationaux et aux humeurs des marchés financiers, mais les décisions prises par le Conseil européen sont-elles à la hauteur de l'enjeu ?

Cette note a été largement débattue et enrichie au sein de Lasaire Eco. L'auteur remercie plus particulièrement Joël Maurice de sa contribution à ce débat.

## Partie I

### I. LES NON-DITS DES DÉBATS ACTUELS SUR LA POLITIQUE ECONOMIQUE DE SORTIE DE CRISE

*Cette contribution vise à alimenter la discussion sur les politiques économiques de sortie de crise. Le lecteur y trouvera la trace de bien des thèmes qui ont été abordés dans les publications de Lasaire, de 2001 (cahier « valeur actionnariale et nouvelles formes de gouvernance des entreprises ») à aujourd'hui (cahier « dette publique et crise »). Il nous apparaît que l'articulation de nos analyses produit une interprétation de la crise mondiale et montre en creux l'inadéquation des politiques économiques dites de sortie de crise actuellement à l'œuvre.*

*La thèse centrale développée ici est que la crise mondiale est la conséquence des limites du mode de croissance du capitalisme actuel et que les stratégies de sortie de crise sont déployées alors que les causes de la crise n'ont pas été résorbées, et, notamment, que le système financier reste fragile et que le partage salaire-profit reste défavorable à la croissance. Ces caractéristiques qui se renforcent mutuellement dans un contexte de financiarisation de la gestion des entreprises, ont toutes chances de déboucher sur une « décennie perdue » à la japonaise, mais, cette fois à l'échelle de l'ensemble des pays industrialisés. Ces caractéristiques insuffisamment intégrées comme des facteurs explicatifs essentiels de la crise, en constituent un non-dit quasi freudien. Les nouvelles difficultés de la période, la guerre des monnaies et la crise de l'euro (qui sera examinée plus en détail en partie II) sont les dernières manifestations de cette caractérisation très sommaire d'un modèle de croissance qui a atteint ses limites.*

« la tâche thérapeutique devait maintenant être conçue ...comme la découverte des refoulements et leur résolution par des actes de jugement qui pouvaient consister en l'acceptation ou en la condamnation de ce qui avait été autrefois repoussé »

S. Freud : « Ma vie et la psychanalyse »

Bien que la fin de la crise financière – qui a éclaté au grand jour en septembre 2008 – ait été quasi-officiellement annoncée, la restauration de la croissance aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, semble bien incertaine. L'arrêt des soutiens budgétaires, la hâte des banques à se dégager des soutiens publics sans avoir achevé l'assainissement de leurs bilans, les appels à la maîtrise de la dépense publique (ce qui englobe les dépenses de protection sociale) ne créent pas les conditions d'un retour durable de la croissance. En fait, il apparaît que la crise n'a pas été interprétée par les décideurs publics comme une critique en acte du paradigme néo-libéral et que la thérapie mise en œuvre pour la résorber n'a été conçue que pour sauver le système financier (ce qu'il fallait évidemment faire) mais non pour reconstruire la croissance et contenir le chômage. Contrairement à ce qui a été espéré, la crise n'a pas été le signal de la victoire d'une lecture keynésienne de l'économie. En fait, l'interprétation dominante de la crise fait l'objet d'un large consensus qui va des économistes néo-libéraux les plus orthodoxes jusqu'à des économistes pourtant plus critiques ; ils attribuent la cause principale de la récession à l'insuffisante régulation des banques et des marchés financiers, ce qui a mis en péril le système bancaire et entraîné le blocage des financements externes des agents non financiers. Cette approche explique alors la sortie de la récession par l'apurement des bilans bancaires et la simple annonce d'une nouvelle régulation qui ne sera pourtant pas pleinement effective avant trois à cinq ans.

## ■ Les non-dits de l'analyse de la crise

Selon nous, les causes véritables de la récession ne peuvent être attribuées aux seuls dérèglements de la sphère financière ; il est d'ailleurs significatif que, dans les années 2000, nombre d'excellentes analyses des impasses de la dérégulation du système financier ne débouchaient pas sur la conclusion de l'imminence de la plus forte récession depuis la crise de 1929. La transformation de la crise financière en crise de l'économie réelle n'est pas passée par le canal du crédit : les statistiques montrent que le taux d'endettement des agents non financiers (ménages et entreprises), dans tous les pays industrialisés, non seulement n'a pas diminué entre 2008 et 2010, mais il s'est même légèrement accru : le « *credit crunch* » a été (et reste) une menace, mais il n'est pas à l'origine de la récession.

En fait, comme l'ont souligné, entre autres, les travaux de Lasaire, la crise actuelle s'explique par l'instauration simultanée, depuis la fin des années 1980, de trois caractéristiques du capitalisme contemporain, caractéristiques qui sont entrées en résonance et ont alors provoqué la récession :

- La financiarisation de la gestion des entreprises
- La dérégulation de pans entiers de l'activité financière
- Le déplacement du partage de la valeur ajoutée au détriment des salaires

Les interrelations entre ces trois caractéristiques sont connues : la dégradation de la part salariale dans le PIB provient certes du choix du moins d'Etat qui a supprimé dans les pays industrialisés les possibilités de pilotage public des salaires (à l'exception du SMIC) et de la dérégulation du marché du travail prônée notamment par l'OCDE, mais elle résulte aussi pour une large part de la financiarisation de la gestion des entreprises, qui a créé une vive incitation à la mise en place de gestions restrictives de la masse salariale, non seulement en pesant sur le taux des salaires, mais en faisant aussi de l'emploi une variable d'adaptation conjoncturelle. Contrairement à la doxa libérale, le risque d'entreprise n'est désormais plus le fondement de la rémunération des entrepreneurs puisqu'il est largement supporté par les salariés.

Par ailleurs les caractéristiques de la période ont amplifié la fragilité financière des entreprises et, en conséquence, les exigences de leurs actionnaires concernant leur rémunération et la définition de leur stratégie. Les objectifs de rentabilité des fonds propres qui sont assignés aux entreprises, les ont vivement incitées à s'endetter (effet de levier), sur les marchés aussi bien qu'auprès des institutions financières<sup>1</sup>, ce qui a accru considérablement leur dépendance à l'évolution du couple coût du crédit-rentabilité économique<sup>2</sup>. Fait nouveau, le non apurement de la crise du système financier, accroît l'incertitude des entreprises quant à leur possibilité de renouveler leur dette, tant sur les marchés qu'auprès des banques ; cette contrainte nouvelle ajoute à la dictature de la rentabilité des fonds propres ce que l'on pourrait appeler la dictature du « *free cash flow* »<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>La part des marchés dans les financements externes des entreprises, forte et rapide depuis les années 1990, n'a pas progressé durant la crise, sauf probablement pour les grands groupes.

<sup>2</sup>Rappelons que l'effet de levier ne dope la rentabilité des fonds propres que pour autant que la rentabilité des capitaux investis est supérieure au coût des emprunts. Si un choc conjoncturel dégrade la rentabilité des capitaux investis, l'effet de levier s'inverse et dégrade profondément la rentabilité des fonds propres.

<sup>3</sup>Sans trop développer ce thème, il s'agit pour les entreprises de s'adapter à l'incertitude nouvelle qui pèse, du fait de la crise, sur leurs financements externes, bancaires et/ou de marché, en conservant dans leurs bilans une part importante des liquidités provenant de leurs activités opérationnelles, le « *free cash flow* ». En effet, un *free cash flow* faible, voire négatif, signifie que l'entreprise n'est pas en situation, une fois réglées toutes ses dépenses opérationnelles (exploitation, investissement, remboursement de dettes) de créer de la valeur pour ses actionnaires et de pouvoir les rémunérer, même si la rentabilité de ses fonds propres atteint le niveau exigé par les marchés (15 à 20%).

La période actuelle, est donc caractérisée par de fortes et nouvelles interrelations entre la stagnation – voire la baisse – des coûts salariaux, les difficultés du système financier et la financiarisation de la gestion des entreprises. Ces caractéristiques ont mis fin à l'illusion de la possibilité d'une croissance économique durablement déconnectée de celle des revenus. **La découverte de cette impossibilité est le « non dit » idéologique de la période.**

La crise a été la conséquence de l'impossibilité de prolonger durablement un tel mode de croissance : les systèmes financiers des pays qui ont poussé le plus loin ce nouveau régime de croissance, tels les Etats-Unis, le Royaume Uni ou l'Espagne, ont été déstabilisés par l'explosion des créances douteuses provoquée par la « découverte » de l'insolvabilité des ménages ; les établissements de crédit de ces pays ont cherché à se protéger en disséminant dans l'ensemble du système financier mondial des créances devenues « toxiques », selon une expression devenue usuelle. La fin de la crise a été proclamée par les banques et les Etats, lorsque les bilans des banques ont été purgés, nous affirme-t-on, -malgré les avis contraires, du FMI ou même de la BCE<sup>4</sup> (le risque d'un *credit crunch* persiste donc)-. La récession a été provoquée par l'inflexion du comportement des ménages et des entreprises qui ont cherché à restaurer leur situation financière, en accroissant leur épargne et en restreignant leurs investissements<sup>5</sup>. Cette lecture de la crise semble permettre d'éclairer un nouvel aspect de la crise, à savoir « la guerre des monnaies ».

### ■ La guerre des monnaies

Par guerre des monnaies, on entend le conflit entre les objectifs de change des Etats-Unis et ceux de la Chine :

- d'un côté, les Etats-Unis font pression sur la Chine, dont les prix de production sont très bas, pour qu'elle laisse le yuan s'apprécier, ce que ses excédents de balance commerciale auraient entraîné spontanément si des interventions des autorités chinoises ne contrecarraient pas cette hausse ; ces pressions n'aboutissant pas, les Etats-Unis viennent de décider de pratiquer une politique monétaire qui entraînera la baisse du dollar ;
- de l'autre côté, la Chine n'accepte qu'une hausse très lente de sa monnaie et renvoie les Etats-Unis à leur incapacité à résorber leur déficit commercial, du fait de l'importance de leur demande intérieure et de l'insuffisance de leur épargne domestique.

Ce conflit est quelque peu surréaliste car il masque la dépendance réciproque des deux économies, au point que certains analystes ont pu parler de la « Chinamérique », du fait que les excédents chinois constituent la principale source de financement des déficits américains et que ceux-ci constituent le principal débouché à l'épargne chinoise. Il n'en reste pas moins que ce conflit illustre le caractère universel de la question du rôle des revenus d'un pays comme soutien de sa croissance, chacun des deux pays reprochant à l'autre son aveuglement face à cette question.

---

<sup>4</sup> Selon la BCE (Rapport 2010 sur la stabilité financière), les dépréciations des encours de crédit des banques européennes devraient encore s'accroître de 30% en 2011 (135 Md€ contre 105 Md€ en 2010).

<sup>5</sup> Pour ne prendre que l'exemple de l'économie américaine, les analystes ont été surpris par deux caractéristiques de sa « sortie » de crise : la montée du taux d'épargne des ménages passé de 0% avant la crise à plus de 6% aujourd'hui, et par l'importance des gains de productivité des entreprises, telle que la part des salaires dans le PIB est tombée à son plus bas niveau depuis la guerre. Ces caractéristiques de la sortie de crise américaine font douter de la réalité du retour de la croissance.

Cette querelle semble mal étayée pour deux raisons : d'une part, comme l'a observé notamment J. Stiglitz<sup>6</sup>, une hausse du yuan ne permettrait pas de résoudre la question des déficits américains, car d'une part, elle ne ferait que provoquer le déplacement des usines chinoises vers des pays comme le Vietnam ou le Bangladesh, et, d'autre part, l'amoindrissement de la base industrielle américaine, encore amplifié par la crise, est tel que ce sont les grandes multinationales, notamment américaines, qui réalisent la moitié des exportations chinoises et n'ont donc pas intérêt à pousser à un recentrage de la croissance américaine.

Dans les faits, le point de vue chinois est désormais plus réaliste : ce pays admet que son mode de croissance tiré par les exportations n'est plus tenable, du fait de son poids dans l'économie mondiale<sup>7</sup>, et, à la différence des pays développés, notamment excédentaires (Allemagne), elle a annoncé son intention de rompre avec une politique salariale restrictive (la part des salaires dans le PIB chinois avait baissé de 7 points de 1995 à 2008, année où elle a représenté 47% du PIB) et d'accroître sa productivité en déclassant ses usines obsolètes ; ce changement, acté dans son dernier Plan, ne se réaliserait que très progressivement, et serait accompagné d'une réévaluation très progressive du yuan<sup>8</sup>, ce que l'on comprend, si on prend en compte le fait que la Chine détient le tiers des réserves mondiales, réserves qui représentent presque 50% de son PIB. Ce changement du mode de croissance est devenu d'autant plus nécessaire que la croissance chinoise actuelle, appuyée sur un endettement interne important, avait fini par fragiliser les banques chinoises dont le bilan supporte un volume inquiétant de créances potentiellement douteuses. On aura reconnu, dans la situation chinoise, une situation très voisine de celle qui a provoqué la crise des pays développés. La Chine semble consciente de la non viabilité de cette stratégie puisque, non seulement elle entend recentrer son mode de croissance, mais elle accompagne cette évolution qui sera longue, par un renforcement rapide des fonds propres de ses banques et un encadrement vigoureux du crédit.

Les Etats-Unis, pour leur part se sont trouvés face à un dilemme : ils ne peuvent soutenir leur demande intérieure en accroissant leur déficit budgétaire alors même que leurs entreprises ne créent plus d'emploi et ne revalorisent plus les salaires (voir la note 5 en bas de page), ils ne peuvent plus non plus réduire leur taux d'intérêt puisqu'il est déjà nul. La seule solution à leur disposition pour relancer la croissance a donc consisté à injecter massivement de liquidités (« *quantitative easing* ») par le rachat massif (600 Md \$, soit 5% du PIB)<sup>9</sup> par la FED, des bons du trésor qui avaient été émis pour financer le sauvetage des banques américaines et soutenir les secteurs en difficulté (l'automobile en particulier, quasi nationalisée).

<sup>6</sup> « La mauvaise querelle du yuan » Les Echos du 19/4/2010

<sup>7</sup> Selon le FMI, la Chine représente en 2009, 13% du PIB mondial et 9% des exportations mondiales de biens et services, les Etats-Unis, 20% du PIB mondial et 10% des exportations mondiales et la zone euro, 15% du PIB mondial et 29% des exportations mondiales (dont 9% pour l'Allemagne).

<sup>8</sup> Le principe de la réévaluation du yuan est acquis depuis juillet 2005 (abandon officiel du lien avec le dollar). De 2005 à 2008 le yuan a été revalorisé de 20%, mais depuis le change avec le dollar n'a que peu progressé aux environs de 6,8 yuan. La Chine n'a pas accepté de laisser flotter librement sa monnaie, mais a annoncé, en 2009, son intention de se donner une cible de change par rapport par rapport à un panier de monnaies. Par ailleurs on peut noter que la Chine cherche depuis 2009 à étendre, au détriment du dollar, l'usage du yuan comme monnaie de transaction internationale, toutefois cette action est cantonnée aux échanges réalisés par les entreprises implantées dans les grands centres exportateurs (Shanghaï, Canton, Shenzhen notamment) avec quelques pays (les pays de l'ASEAN, Hong Kong et Macao, les pays du Moyen Orient pourraient être associés). En pratique, l'extension du yuan comme monnaie de transaction internationale vient buter sur son inconvertibilité qui empêche la création d'un marché à terme permettant aux entreprises qui libelleraient leurs contrats en yuan de se couvrir contre le risque de change.

<sup>9</sup> La BCE, pour d'autres raisons, s'est également résolue, en mai 2010, à des mesures de quantitative easing, mais seulement pour un montant de 65 Md € (soit 0,7% du PIB de la zone euro), et la Banque d'Angleterre pour un montant représentant 14% du PIB britannique.

Pas plus que par le passé, l'emploi de mesures monétaires non conventionnelles n'a de chance de soutenir la croissance, si elles ne sont pas appuyées sur une relance de la demande domestique : faute de cette action, la liquidité ainsi injectée a toutes chances d'alimenter la demande d'actifs et donc d'être à l'origine de la formation de nouvelles bulles, plutôt que d'alimenter la demande de biens et services, en un mot, de soutenir la croissance ; en revanche, si l'action directe sur la croissance semble douteuse, elle provoquera une dépréciation souhaitée du dollar<sup>10</sup> qui améliorera la compétitivité-prix des Etats-Unis et qui est susceptible de déboucher sur une véritable guerre des monnaies : dorénavant et déjà un grand pays émergent comme le Brésil a annoncé qu'il n'accepterait pas la hausse du real et le Japon intervient déjà sur le marché des changes pour casser la hausse du yen.

On retrouve donc à l'origine de la guerre des monnaies, **le caractère intenable d'une croissance de grands pays fondée exclusivement sur une politique d'offre compétitive. C'est un deuxième non-dit des origines profondes de la crise mondiale.** Le refus de poser la **question du partage de la valeur ajoutée** rend impossible de concevoir une politique de soutien des revenus des ménages, alors même qu'il est nécessaire, pour soutenir la demande, de neutraliser les effets récessifs du désendettement des ménages. **Cette question n'a jamais été inscrite à l'ordre du jour du débat actuel de politique économique, des G20 en particulier.** Les Etats-Unis, en formulant, en octobre 2010, la proposition Geithner, entendaient implicitement déplacer le débat entre les nations, des devises et du change, vers les **responsabilités réciproques des pays ayant des soldes courants excédentaires et déficitaires** (ils avaient proposé un seuil, discutable de 4% du PIB) ; ils ont ainsi fait un pas timide vers la coordination internationale des décisions de politique économique agissant sur la demande intérieure. Mais leur proposition a été enterrée lors du G20 financier d'octobre 2010, à l'initiative de l'Allemagne, qui y a vu une dérive inacceptable vers une « économie commandée ».

Le tabou du partage de la valeur ajoutée s'étend *a fortiori* au tabou plus crispé encore sur les moyens d'y parvenir, c'est-à-dire de redresser le rapport de forces en faveur des salariés, face à l'excès de pouvoir dont jouissent les actionnaires... et les marchés financiers.

---

<sup>10</sup> Les baisses programmées du dollar et celles, effectives de la livre, font irrésistiblement penser aux politiques de sortie de crise adoptées après la crise de 1929, lorsque en 1931 le Royaume Uni a dévalué, suivi en 1933 par les Etats-Unis, alors que les pays du bloc-or, autour de la France et de l'Italie refusèrent de dévaluer, et furent acculés à une politique de déflation.

## Partie II

### II. LA CRISE DE LA ZONE EURO

La crise mondiale prend au sein de l'Union européenne et plus spécifiquement au sein de la zone euro une forme aiguë qui lui est propre, et qui résulte de sa singularité institutionnelle : à savoir une zone monétaire non optimale dotée d'une monnaie unique.

Il y a peu de temps encore, l'euro était célébré comme une protection sans faille contre la spéculation sur les monnaies nationales qui avait si souvent et si durement affecté les pays européens, les obligeant à modifier le taux de change de leurs monnaies<sup>11</sup>. Mais brutalement, depuis janvier 2009, les « marchés » ont recommencé à arbitrer les uns contre les autres, la dette des pays de la zone euro puis à mettre en doute la pérennité de cette zone. Loin d'être une protection, l'euro est attaqué dans son existence même !

Cette crise de l'euro a pour origine une erreur conjointe des marchés, des agences de notation et des gouvernements, concernant l'appréciation des créances souveraines des pays de la zone euro : ces acteurs considéraient à tort que l'appartenance à la zone euro donnait aux investisseurs une protection implicite contre le risque de défaillance de l'Etat émetteur ; les concepteurs de la zone euro avaient jugé inutile de mettre en place un mécanisme de solidarité entre les Etats, (bien au contraire, le traité européen en interdisait le principe<sup>12</sup>), le respect des critères de Maastricht étant supposé éviter tout risque de défaut, même en cas de choc asymétrique.

#### Encadré I

##### **Le problème constitutionnel de l'instauration d'un mécanisme de stabilité financière**

Trois articles du traité constitutionnel européen encadrent les possibilités d'action commune au bénéfice d'un pays membre :

- > article 122 §2 : « lorsqu'un Etat membre connaît des difficultés ou une menace sérieuse de graves difficultés en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle, le Conseil, sur proposition de la Commission, peut accorder sous certaines conditions, une assistance financière de l'Union à l'Etat membres concerné »
- > article 123 §1 : « Il est interdit à la Banque Centrale Européenne ...d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit ... aux Administrations centrales ... des Etats membres. L'acquisition directe ... par la Banque Centrale d'instruments de leur dette est également interdite ».
- > article 125 §1 : « L'Union ne répond pas des engagements des Administrations centrales ... d'un Etat membre, ni ne les prend à sa charge ... Un Etat membre ne répond pas des engagements des Administrations centrales ... d'un autre Etat membre, ni ne les reprend à sa charge, ... »

L'instauration du mécanisme provisoire de stabilité financière a été rendue possible par la mise de côté de l'article 125 et par une interprétation si « limite » de l'article 122 que la ministre de l'économie et des finances française, Christine Lagarde, a déclaré à ce sujet dans un entretien au Wall Street Journal : « Nous avons enfreint toutes les règles ... »

La crise grecque, crise de mal-gouvernance atypique, a montré qu'une zone monétaire non optimale ne pouvait s'affranchir d'un mécanisme de solidarité entre ses membres. Pour éviter un défaut de paiement de la dette souveraine de ce pays et une contagion à d'autres pays dans le collimateur des marchés, les Etats membres de la zone euro, contraints et forcés, ont dû se résoudre en mai 2010 à instaurer en catastrophe un mécanisme temporaire de

<sup>11</sup> L'un des derniers cauchemars avait été celui des attaques qui, en 1992, ont obligé la Livre à sortir du Système monétaire européen.

<sup>12</sup> La BCE, le 6 janvier 2010, refusait encore l'idée de la création d'un mécanisme de solidarité, son Président, Jean Claude Trichet, déclarant « Les traités [européens] prévoient la clause de non sauvetage et les règles sont faites pour être respectées ».

solidarité<sup>13</sup>, mis en œuvre (après bien des dénégations) en coordination avec une intervention du FMI. Le pays bénéficiaire de cette solidarité ne peut y accéder qu’en supportant des conditionnalités sévères<sup>14</sup> : il est sommé de restaurer l’équilibre de ses finances publiques en trois ou quatre ans, en mettant en œuvre une cure drastique d’austérité. L’idée même d’une restructuration de la dette des pays en difficulté de la zone euro a alors été éludée. On y reviendra ci-dessous.

## Encadré 2

### Quelques aspects de la crise irlandaise

Devenue évidente en avril 2010, la crise irlandaise est une illustration des effets du non achèvement de la crise bancaire, qui a touché un pays qui était devenu le deuxième pays le plus riche d’Europe, notamment par une stratégie forcenée du moins disant fiscal. Les banques irlandaises, gavées d’actifs toxiques, domestiques et étrangers, avaient atteint une taille (900% du PIB) sans rapport avec la dimension du pays. Bien que les régulateurs aient accordé aux banques irlandaises un brevet de bonne santé puisqu’elles avaient passé avec succès, en juillet 2010, leurs « stress tests », lorsque la dévalorisation de ces actifs est devenue inéluctable, le gouvernement irlandais a dû engager le tiers de son PIB pour les sauver<sup>15</sup>, en sorte que le déficit budgétaire de 2010 atteindra 33% du PIB, dont les deux tiers proviennent du soutien à des banques désormais nationalisées de fait ou de droit. Bien que l’Irlande n’ait pas besoin d’aller sur les marchés pour se financer avant plusieurs mois, les Etats de la zone euro lui ont imposé de recourir dans l’urgence au mécanisme européen de soutien et d’en subir les conditionnalités<sup>16</sup>, afin d’éviter le risque de la contagion de la crise. Mais, comme ce fut le cas pour la Grèce, l’objectif visé n’est pas de rétablir les conditions de la croissance, mais exclusivement de préserver, dans les délais les plus rapides, les banques européennes, restées fragiles malgré les déclarations des régulateurs, des conséquences d’une défaillance irlandaise<sup>17</sup>.

On notera que les agences de notation n’ont pas été convaincues par les mesures de sauvetage des banques et le plan d’austérité irlandais : à la mi-décembre, elles ont continué à dégrader la dette publique (de 5 crans, à Baal, avec implication négative !); il est vrai que quelques jours après, le FMI annonçait que la croissance future du PIB irlandais serait plus faible que celle sur laquelle était bâti le plan budgétaire, et qu’en conséquence le rééquilibrage des finances publiques ne respecterait pas le calendrier annoncé... entraînant la nécessité de prévoir des mesures d’austérité supplémentaires.

<sup>13</sup> Le mécanisme européen de solidarité, créé en mai 2010 pour trois ans, d’un montant de 750 Md€, comprend trois dispositifs : l’Union Européenne a mobilisé un fonds de 60 Md€, afinancer par des emprunts, utilisable à la majorité qualifiée des membres de l’UE ; un Fonds Européen de Stabilité Financière, noté AAA du fait de la garantie conjointe des 16 Etats de la zone, susceptible de lever 440 Md€ sur les marchés euro ; l’utilisation du fonds nécessite la décision unanime des pays membres de la zone ; une contribution de 250 Md€ du FMI. La Grèce a bénéficié d’un plan d’aide de 110 Md€ dont 80 Md€ provenant de prêts bilatéraux des Etats de la zone et 30 Md€ du FMI. Il y a un consensus pour considérer que ce dispositif a la capacité de garantir le refinancement, pendant trois ans, de la dette souveraine de la Grèce, de l’Irlande, du Portugal et de l’Espagne. (Selon le Président de la Bundesbank, Axel Weber, il manquerait 140 Md€, facilement mobilisables par les Etats membres).

<sup>14</sup> Ces conditionnalités ne sont pas sans rappeler celles du Consensus de Washington de naguère, qui furent dénoncées avec force pour leur ultra libéralisme aveugle (voir notamment J. Stiglitz, P. Krugman, etc), Avec cette différence que dans le cas des conditionnalités imposées à la Grèce et à l’Irlande, c’est le FMI qui est intervenu pour modérer certaines des exigences des plus « orthodoxes » des Etats membres de la zone euro.

<sup>15</sup> Les conséquences budgétaires du sauvetage des banques irlandaises ont été minimisées par des artifices techniques : la recapitalisation sur fonds publics des banques a été réalisée pour partie par le biais de l’émission par le gouvernement de billet à ordre de 10 ans (ce qui permet d’étaler sur 10 ans les besoins de financement de l’Etat) et pour partie par la souscription d’actions par le Fonds national des retraites, dont le soutien n’apparaît pas comme un financement public. En fait les banques irlandaises ne survivent que grâce au soutien de la BCE (elles absorbent à elles seules 25% des liquidés consenties aux banques de la zone euro).

<sup>16</sup> L’Irlande devra réduire sa dépense publique de 15 Md€ (soit 9% de son PIB) d’ici 2014, mais elle a réussi à résister à la pression européenne pour augmenter le taux de son impôt sur les sociétés. (resté à 12,5% ).

<sup>17</sup> Selon la BRI, l’exposition de l’ensemble des banques étrangères sur les banques irlandaises est de 168,6 Md€, celle des banques allemandes est de 46 Md€, celle des banques britanniques est de 42,3 Md€, celle des banques françaises de 21,1 Md€ et celle des banques américaines est de 24,6 Md€. On notera que l’exposition des banques sur l’ensemble du risque irlandais (ménages, entreprises et banques) représente pour les banques britanniques 222 Md€, pour les banques allemandes 206 Md€ et pour les banques françaises 86 Md€.



Plus récemment les marchés ont marqué leur défiance à l'égard de l'Irlande (crise ouverte), suivie du Portugal, puis de l'Espagne (crise latente), voire de la Belgique et de l'Italie. Où ce jeu de dominos s'arrêtera-t-il ?

### Encadré 3

#### Quelques aspects de la situation espagnole

Le Portugal est également au bord de la tourmente, mais c'est la situation de l'Espagne, très voisine de celle de l'Irlande, qui suscite le plus d'inquiétudes, du fait de son poids économique<sup>18</sup> : selon les calculs de la BRI<sup>19</sup>, les banques françaises, allemandes et belges sont exposées sur l'endettement public espagnol à hauteur de 12% de leurs fonds propres, les banques italiennes, néerlandaises et suisses et britanniques à hauteur de 3% également (ainsi que les banques japonaises). Ce risque n'est pas insupportable en lui-même, mais il accroît la probabilité de voir les banques européennes contraintes de restreindre les crédits qu'elles consentent aux ménages et aux entreprises.

L'économie espagnole, qui, comme l'économie irlandaise, respectait les critères de Maastricht, souffre d'une crise d'une nature très voisine de celle qui a affecté l'économie américaine. Sa croissance était pour l'essentiel alimentée par des investissements immobiliers débridés<sup>20</sup>, investissements financés à crédit au point que le taux d'endettement des entreprises et surtout des ménages est le plus élevé des pays industrialisés et que, si les banques espagnoles provisionnaient à hauteur de 10% leurs créances immobilières (ménages et promoteurs), 50% de leurs fonds propres seraient absorbés<sup>21</sup>. Or la récession, pourtant modérée en 2010, et un chômage qui atteint 20% de la population active font exploser les situations d'insolvabilité. Comme aux Etats Unis, la question de la solvabilité et du désendettement des ménages et des promoteurs se pose. Les grands pays européens et leurs banques sont-ils en état de supporter une défaillance espagnole ?

Dans ce contexte, le Conseil européen vient de décider le 16 et 17 décembre 2010 d'instituer un « **mécanisme [européen de stabilité-MES-] permanent destiné à préserver la stabilité financière de la zone euro dans son ensemble** » et appelé à prendre le relais du mécanisme temporaire existant, qui viendra à échéance en juin 2013. Cette fois, à la demande de l'Allemagne, pour sécuriser juridiquement ce mécanisme, le traité constitutionnel est modifié selon la procédure simplifiée prévue par le traité européen<sup>22</sup>.

<sup>18</sup> L'Espagne représente en 2009, 11,9% du PIB de la zone euro, alors que l'Irlande, la Grèce et le Portugal en représentent ensemble 6,3% (respectivement 2,6%, 1,8% et 1,9%).

<sup>19</sup> Bulletin trimestriel de septembre 2010.

<sup>20</sup> De 2005 à 2007, 2,2 millions de logements ont été construits en Espagne, soit autant que la France, le Royaume Uni et l'Allemagne réunis. En 2011, les besoins de refinancement de l'Etat espagnol seront relativement limités (90 Md€), mais du fait de l'importance de la dette privée, les besoins de refinancement de la dette totale serait proche de 300Md€ selon Moody's.

<sup>21</sup> Le système bancaire espagnol est dual : ce sont les 45 Caisses d'épargne (la moitié du système bancaire) qui sont fragilisées ; elles sont en restructuration avec l'aide du fonds de restructuration bancaire (le FROB) sous l'œil vigilant de la Commission Européenne qui a limité l'aide du fonds (au taux de 7%) à 2% des actifs douteux de chaque établissement (autorisation au cas par cas au-delà).

<sup>22</sup> Selon la procédure simplifiée (prévue par l'article 48, paragraphe 6 du traité de l'Union européenne (TUE), il est ajouté à l'article 136 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) un paragraphe ainsi rédigé : « les Etats membres dont la monnaie est l'euro peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble. L'octroi, au titre du mécanisme, de toute assistance financière nécessaire, sera subordonné à une stricte conditionnalité ».

Cette perspective suscite les réflexions qui suivent :

### ■ Pourquoi restructurer des dettes souveraines ?

La gestion de la crise économique de 2008-2009 dans les différents Etats membres de la zone euro (et plus largement de l'Union européenne) a consisté pour l'essentiel à substituer de la dette publique à la dette privée afin d'assurer la survie du système bancaire et, de façon plus modeste, pour soutenir la demande ; ce faisant, l'endettement souverain<sup>23</sup> des pays périphériques de la zone euro a atteint un niveau tel que, confortés par la dégradation de la note de ces pays par les agences de notation, les créanciers privés, les banques notamment, ont exigé des primes de risque extrêmement élevées<sup>24</sup> pour continuer à financer les Etats, exacerbant ainsi la contrainte budgétaire nécessaire à la restauration des capacités de remboursement de ces pays.

Les autorités responsables de la zone euro sont alors face à trois choix possibles :

- Soit mobiliser la solidarité des pays les plus riches vers les pays rencontrant des difficultés, en acceptant un transfert provisoire de ressources au risque d'encourir le reproche politique de récompenser des gestions laxistes. Cette solution, probablement la plus efficace, semble s'imposer dans une zone monétaire non optimale, car ses membres sont dotés de caractéristiques économiques suffisamment hétérogènes pour qu'un pays puisse se trouver en situation d'affronter un choc économique qui n'affecterait pas les autres pays membres<sup>25</sup> ; dans ce cas, la politique monétaire, commune à toute la zone, a toute chance de ne pas être adaptée à la situation de ce pays, et si, de plus, celui-ci perd la confiance des investisseurs du fait de lourdeur de son endettement, il perd la capacité d'utiliser l'arme budgétaire dans des conditions de coût supportable. La seule solution pour éviter qu'un membres se retrouve ainsi désarmé, est que la collectivité des Etats membres ait créé **un instrument budgétaire supranational**, ce qui suppose que la zone euro soit dotée d'un **budget et d'une structure fédérale**, ce qui n'a pas été le choix retenu lors de la mise en place de la monnaie unique.
- Soit faute de disposer d'un instrument supranational permettant de transférer des ressources vers le(s) pays en difficulté, celui-ci se voit contraint de mettre en œuvre une politique d'austérité drastique afin de restaurer dans les meilleurs délais (trois à quatre ans en pratique) sa capacité de remboursement et de refinancement sur les marchés. Ce pays affronte alors le risque d'une spirale récessive<sup>26</sup>, sa capacité de remboursement de sa dette, dépendant de sa croissance (qui conditionne l'évolution des ressources de l'Etat) et du taux d'intérêt de sa dette (résultant, entre autres, de sa prime de risque) ; Les marchés semblent d'ailleurs bien avoir compris ce risque de spirale récessive, puisque l'adoption des mesures de rigueur par les pays les plus endettés de la zone euro (Grèce et Irlande), sans restructuration de leur dette, n'a pas été suivie d'une baisse significative de leurs primes de risque, alors que les pays qui ont restructuré leur dette, en dernier lieu l'Islande en 2009, ont pu recommencer à se refinancer sur les marchés dans des conditions plus acceptables.

---

<sup>23</sup> L'endettement souverain ne comprend que la dette de l'Etat, alors que la dette publique ajoute à la dette de l'Etat, celle des entités publiques du pays.

<sup>24</sup> Alors que les primes de risque des pays de la zone euro dont la solvabilité est jugée aujourd'hui douteuse ne dépassaient pas 60 points de base (pb) à la mi octobre 2008 , elles atteignent à la fin novembre 2010 des niveaux extrêmes : 900 pb pour la Grèce, 650 pb pour l'Irlande, 430 pb pour le Portugal, 280 pb pour l'Espagne et 200 pb pour l'Italie (la prime de risque est mesurée ici par l'écart entre le taux d'intérêt de la dette publique à 10 ans du pays et le taux allemand de même nature).

<sup>25</sup> Ce que la littérature économique appelle un choc asymétrique.

<sup>26</sup> D'autant plus qu'il ne peut pas compter sur une augmentation de ses exportations et une diminution de ses importations pour doper sa production intérieure, puisqu'il ne peut pas dévaluer sa monnaie.

- Soit alléger la charge de remboursement de sa dette souveraine en organisant sa restructuration<sup>27</sup>, et en mixant cette option avec la création d'un substitut palliant l'absence d'un véritable budget fédéral. Cette option permet de rechercher un optimum entre le degré de rigueur supporté par le pays en défaut et la pénalisation des créanciers de ce pays<sup>28</sup>.

Cette troisième option, dont aucun Etat membre ne voulait avant la crise, et qui était absente du dispositif provisoire de solidarité mis en place en mai 2010, s'est pourtant progressivement imposée : le Conseil européen a adopté la possibilité, dans le cadre du futur mécanisme européen de solidarité, de restructurer des dettes souveraines ; il entérine ainsi une logique d'avantages réciproques du créancier et de l'emprunteur : le premier minimise l'ampleur de sa perte, qui, ultérieurement, aurait été plus importante si la capacité de remboursement de son débiteur se dégradait encore faute de croissance, le second, en diminuant la charge de sa dette, restaure sa capacité de remboursement et peut atténuer ainsi ses mesures d'austérité. Toutefois, le futur mécanisme européen borne les conditions de cet arbitrage, en exigeant, comme condition préalable à son intervention, une austérité particulièrement « rigoureuse ».

Trois raisons expliquent que la possibilité de restructurer des dettes souveraines des pays les plus fragiles n'a été examinée qu'avec réticence par l'Union Européenne :

- La conception doctrinale de la zone euro : car, d'une part, le Pacte de Stabilité était censé éviter l'apparition du risque d'insolvabilité<sup>29</sup>, croyance démentie par la crise actuelle et, d'autre part et surtout, il s'agissait d'éviter que le débiteur, en adoptant un comportement de « **passager clandestin** », concrétise le risque d'« aléa moral »<sup>30</sup>, qui pourrait résulter de l'existence même d'un tel dispositif ; ceci explique que le futur mécanisme de solidarité n'a pas défini les règles générales de ses interventions, maintenant ainsi l'incertitude sur l'éventualité d'un renflouement et/ou d'une restructuration de la dette souveraine, même si le prix à payer en raison de cette incertitude, est lourd, en termes de taux d'intérêt, comme l'a montré l'exemple grec.
- A ce refus de principe, s'ajoute une autre crainte, celle que la contagion de la crise de la dette publique à d'autres pays ne conduise à la désintégration de la zone euro, bien qu'une telle hypothèse ne soit pas très probable, ne serait-ce que parce que, si un pays sort de la zone euro dans des conditions d'insolvabilité, sa nouvelle monnaie serait dévaluée ; cette dévaluation serait, à terme, probablement favorable à sa croissance, mais se traduirait immédiatement par un alourdissement de la charge de remboursement de sa dette existante, elle, toujours libellée en euros.

<sup>27</sup> Par restructuration de la dette, on entend le réexamen de toutes les caractéristiques du contrat d'émission de la dette souveraine, afin d'en alléger la charge. Il existe un grand nombre de formes de restructurations, allégeant plus ou moins le service annuel de la dette. Il peut s'agir, entre autres, d'un simple rééchelonnement, c'est-à-dire un allongement de la durée du prêt, ce qui permet d'en réduire les annuités (intérêt plus remboursement d'une fraction du capital) ; de « *debt for debt swap* » (recul des échéances, émission d'une nouvelle dette se substituant à l'ancienne mais bénéficiant de la garantie d'un Etat solvable, ...) ; d'une dispense du paiement des intérêts de la dette qui viennent (en général) grossir le principal de la dette, ou d'un défaut entraînant la réduction de la dette elle-même. Toutes les solutions sont envisageables, mais toutes ne sont pas jugées acceptables par les investisseurs.

<sup>28</sup> Il est difficile d'admettre qu'un investisseur qui acquiert de la dette rémunérée à près de 12%, alors que la dette allemande ne l'est qu'à 2,7%, ignore la contrepartie en termes de risque de son investissement !!!

<sup>29</sup> Il est vrai que les tenants impénitents de ce mécanisme objecteront qu'en fait il n'a jamais été réellement appliqué et qu'il n'a donc pas pu jouer son rôle ; ce qu'ils réclament d'ailleurs, c'est beaucoup plus de fermeté (et pour certains, d'automatisme) dans son application !

<sup>30</sup> Si un Etat très endetté a la certitude qu'il sera renfloué et/ou que sa dette sera restructurée, il est censé toujours préférer faire défaut sur sa dette, dès lors que le coût économique (et politique) de l'ajustement budgétaire est plus élevé que le coût du renflouement.

- Enfin, les banques européennes détenant une part importante de la dette souveraine de la zone euro, il est parfois objecté que sa restructuration les fragiliserait. **Ce risque de fragilisation mérite un examen attentif.**

Les banques, comme tous les détenteurs de créances, ont intérêt à la préservation de la solvabilité de leurs débiteurs, même au prix de l’effacement d’une partie de leurs actifs. Si la solvabilité de leurs créanciers n’est pas restaurée, les banques se trouvent dans l’obligation de devoir provisionner leurs créances, au prix d’une détérioration de leur solidité financière. On ne peut donc prendre à la légère les pertes de revenus ou de patrimoine financier qui seraient supportées par les banques et, en dernier ressort, par l’ensemble des agents économiques des pays créanciers (tels que la France). On doit aussi mesurer le risque que les difficultés de certaines banques ne se répercutent en cascade sur les autres et nécessitent, pour conjurer ce risque systémique, une intervention massive des pouvoirs publics (injections de liquidités, mise en place de garanties, apports de fonds propres voire nationalisation en fait sinon en droit), bref, un retour à la case départ de la crise financière de fin 2008. Un diagnostic précis des pertes et de leur répartition serait extrêmement souhaitable ; il n’est pas, sauf erreur de notre part, aisément disponible ; le tableau ci-dessous fournit cependant quelques indications :

<b>Encadré 4</b>							
<b>Les détenteurs de la dette publique</b>							
<b>Part (en %) détenue par les non résidents</b>							
Etats-Unis	53	Allemagne	69	Espagne	45	Grèce	71
Japon	6	France	67	Belgique	58	Portugal	85
Royaume-Uni	28	Italie	45	Pays-Bas	96	Irlande	81
<b>L’exemple des détenteurs de la dette publique grecque</b>							
<b>Par pays</b>				<b>Par nature</b>			
Grèce	29	Royaume-Uni & Irlande	23	Banques	45		
Italie	6	Allemagne, Suède, Autriche	9	Gérants d’actifs et de fonds	29		
France	11	Benelux	6	Assurances et fonds de pension	14		
				Banques centrales, Etats	5		

(Source : Natixis – Flash Marchés, février 2010)

Quel est donc l’état réel de fragilité des banques ? Certes, les banques européennes ont (à quelques exceptions près) passé avec succès les « *stress tests* » de juillet 2010. Mais les banques irlandaises, pourtant déclarées saines, étaient en faillite virtuelle quelques semaines après ces tests<sup>31</sup> ! On ne peut exclure que les banques ne soient sorties de la crise plus fragiles que leur bilan ne le laisse croire.

<sup>31</sup> Sur 91 banques contrôlées, représentant 65% des actifs bancaires européens, seules 7 banques (5 espagnoles, une grecque et une allemande) ont échoué, les régulateurs leur demandant en conséquence de renforcer leurs fonds propres de 3,5 Md€. Pour justifier un résultat aussi favorable et inattendu, la BCE a expliqué que le plan d’aide des pays endettés de mai 2010 permettait d’exclure l’hypothèse d’un défaut souverain.

De ce point de vue, les titres de dette souveraine détenus par les banques peuvent être classés soit dans leur « portefeuille de négociation », soit dans leur « portefeuille de crédit ». Dans le premier cas, elles peuvent à tout moment vendre ces titres pour faire face à leur besoin de liquidité, et en conséquence ces titres doivent être évalués à chaque instant à leur « valeur de marché », laquelle varie comme l'inverse du taux d'intérêt du marché secondaire ; les banques devraient donc avoir déjà provisionné les pertes de leur portefeuille négociable résultant de l'envolée des taux d'intérêt sur les dettes grecques, irlandaise, etc. Dans le second cas, celui du « portefeuille de crédit », les banques s'engagent à conserver les titres de dette souveraine jusqu'à l'échéance du prêt et dans ce cas, elles peuvent les évaluer à leur valeur nominale, sans dévalorisation, mais il faut qu'elles assurent leur liquidité par d'autres moyens. Or il se trouve que les régulateurs, lors de la crise, ont autorisé les banques à transférer une partie des titres qu'elles détenaient de leur portefeuille de négociation vers leur portefeuille de crédit permettant ainsi aux banques de ne pas provisionner les pertes de valeur d'une partie de leurs créances<sup>32</sup> au prix d'une réduction de leur liquidité. Il règne donc un certain flou sur le degré de provisionnement effectif des pertes, et corrélativement sur le degré réel de liquidité de l'actif des banques.

■ **Quels auraient pu être les mécanismes non spécifiquement européens de restructuration de la dette publique des Etats membres?**

Depuis plus de 50 ans, l'acceptation de l'option de restructuration de dettes souveraines, entraîne, sauf adoption d'une réglementation spécifique, la mise en jeu des institutions informelles que sont le Club de Paris et le Club de Londres, qui, à côté du FMI, existent comme des lieux de négociation entre l'Etat défaillant et ses créanciers.

Le **Club de Paris**, créé en 1956, rassemble 19 Etats (auxquels d'autres peuvent s'adjoindre en tant que de besoin) et traite des créances détenues par ces Etats sur l'Etat défaillant. Les modes de restructuration ne sont pas définis par des règles générales : chaque pays défaillant est traité de façon spécifique, et les décisions doivent être prises de façon consensuelle ; toutefois la dette ne peut être restructurée que sous la condition d'un accord préalable entre le pays défaillant et le **FMI** portant sur les « **conditionnalités** » ; par ailleurs l'accord de restructuration comprend toujours une **clause de comparabilité**, par laquelle le pays débiteur s'engage à ne pas accorder un traitement plus favorable à ses créanciers privés (une clause complémentaire dite de « full back » prévoit l'annulation de l'accord en cas de non-respect de la clause de comparabilité).

Le **Club de Londres**, créé en 1976, rassemble les banques créditrices qui négocient avec le pays défaillant un accord de restructuration de leurs créances, accord qui doit être approuvé à l'unanimité. Du fait de la clause de comparabilité, les accords du Club de Londres sont tenus par les accords du Club de Paris.

Mais le recours à ces institutions est devenu de plus en plus difficile dans les années 1990 du fait de **l'importance croissante des créanciers privés non bancaires**, notamment des fonds d'investissement<sup>33</sup> qui ne se considèrent pas liés par les décisions des Clubs, au nom de **l'intangibilité des contrats** d'émission de la dette. Pour résoudre cette difficulté, le FMI a

<sup>32</sup> A l'occasion des stress tests de juillet 2010, la Banque de France indiquait que pour les 4 grandes banques françaises (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE), l'exposition brute au risque souverain sur la Grèce, le Portugal et l'Irlande représentait 19 Md€ dont 5,2 Md€ seulement étaient logés dans le portefeuille de négociation et 13,8 Md€ dans le portefeuille bancaire.

<sup>33</sup> Une variété particulière de fonds s'est illustrée, notamment lors de la restructuration de la dette péruvienne, celle des fonds dits « vautour » qui se sont fait une spécialité d'acquiescer des créances décotées de pays en difficulté, puis une fois l'accord de restructuration signé, d'aller devant les tribunaux (en général Londres ou New York) pour exiger le respect du contrat initial... et de gagner.

proposé en 2002 d'abandonner la voie contractuelle du traitement des défauts souverains (proposition Krueger), en créant en son sein un tribunal des faillites souveraines, dont les décisions se seraient imposées aux créanciers contestataires. Le conseil du FMI, conformément à son orientation idéologique qui lui faisait à l'époque préférer par principe la voie contractuelle à la voie administrative, a refusé de suivre cette proposition, et a adopté, en 2007, une méthode contractuelle alternative dite **clause « CAC » (clause d'action collective)** ; cette clause qui doit être insérée dans tous les contrats d'émission de dette souveraine, prévoit, en cas de défaut, le principe d'un accord à l'amiable entre tous les créanciers, sans règle a priori de majorité ; si un tel accord se révèle impossible, les parties vont au procès.

Si l'Union Européenne s'est finalement rapproché de l'esprit de ces dispositifs « classiques », elle l'a fait en créant des institutions spécifiques.

### ■ **La marche hésitante de la zone euro vers un mécanisme de gestion des défauts souverains**

La crise de la dette souveraine des pays les plus endettés de la zone euro a commencé en décembre 2009, lorsque la dette grecque a été mise sous surveillance avec implication négative par les agences de notation. Dès lors, l'illusion précitée, selon laquelle la zone euro serait le parapluie des Etats fortement endettés, s'est évanouie rapidement et les primes de risque ont explosé<sup>34</sup>.

En même temps que le mécanisme provisoire de stabilité était créé, la BCE mettait en place des mesures « non conventionnelles », permettant d'alléger le fardeau de ce mécanisme, entretenant en retour la suspicion sur la solidité des banques européennes : Dès mai 2010, comme la FED<sup>35</sup>, elle entreprend de racheter les obligations souveraines des pays de la zone euro les plus endettés afin de tenter de contrer, avec un succès limité, l'envolée des primes de risque. Par ailleurs, la BCE opère un revirement doctrinal : alors qu'en janvier, elle avait déclaré qu'elle n'assouplirait pas ses exigences de qualité (notation) sur les titres qu'elle acceptait en garantie (collatéral) pour fournir aux banques des liquidités, en mai 2010, elle annonce que, « jusqu'à nouvel avis », le seuil minimal de notation des titres admis par elle est supprimé !<sup>36</sup>.

Le mécanisme provisoire de stabilité lui-même, créé en mai 2010, répondait alors à un cahier des charges très restrictif :

- Il avait pour objet de **contourner le refus de la France et de l'Allemagne d'autoriser l'Union Européenne à émettre directement des obligations** : le ministre allemand des finances Wolfgang Schäuble, déclara même très ouvertement que, si cette possibilité était accordée, cela signifierait « un changement fondamental » des règles de l'Union, en clair, un pas important vers un fédéralisme budgétaire<sup>37</sup> et une modification substantielle du traité de Lisbonne.

<sup>34</sup> Bien que controversé, on ne peut à l'évidence exclure, du fait des prises de position spéculatives prises sur le marché des CDS (*credit default swap*), c'est-à-dire des achats de CDS réalisés par des investisseurs ne détenant pas de titres souverains, que les marchés aient surestimé les probabilités de défaut. On trouvera un indice plaçant en ce sens, dans le fait que des pays comme la Grèce, l'Irlande, le Portugal ou l'Espagne, non seulement, tout au long de l'année 2010, ont pu continuer à s'endetter sur les marchés, mais qu'en règle générale, leurs émissions ont été sur-souscrites, de l'ordre de deux fois les volumes demandés.

<sup>35</sup> Les interventions de la FED visent un but explicite, théorisé par Bernanke, de soutien de la croissance et de pilotage du change, alors que les injections de liquidité liées aux achats d'obligations de la BCE (beaucoup plus limitées que celle de la FED), sont neutralisées (elles ne sont pas payées en créant de la monnaie) et ont pour seul but de faire baisser les taux d'intérêt à long terme. On rappellera que le traité constitutionnel de Lisbonne interdit ces opérations sur le marché primaire (Article 123).

<sup>36</sup> Dès octobre 2008, au cœur de la crise financière, la BCE avait déjà réduit son exigence de notation du papier qu'elle acceptait comme collatéral à BBB- au lieu de A-, moyennant une taxe de 5%.

<sup>37</sup> Dans une interview aux Echos du 3 décembre alors que Jean Claude Juncker et Giulio Tremonti tentaient de relancer ce débat.

- La possibilité de restructurer les dettes souveraines ne fait pas partie des options du mécanisme de sauvetage ; bien au contraire, la création du Fonds vise à rassurer les marchés sur l'exclusion de l'éventualité d'un défaut sur les dettes souveraines. De plus, l'intervention du Fonds s'accompagne de mesures budgétaires drastiques censées garantir la restauration de la solvabilité des pays de la zone euro ; aussi, une fois sa mission accomplie, d'ici juin 2013, le Fonds sera dissous.
- Les aides du fonds sont accordées pour une durée de 3 ans et ont pour but de permettre aux Etats qui en bénéficient de se refinancer et de restructurer leurs banques en attendant que l'« assainissement » de leur situation budgétaire leur permette d'émettre sur les marchés à des conditions acceptables<sup>38</sup>.

Toutefois, la création du dispositif ne rassure pas les investisseurs et la défiance persiste envers les pays les plus fragiles. Dans ce contexte, le mécanisme mis en place fait débat parmi les Etats membres. Le Conseil Européen parvient, le 28 novembre 2010, à un accord qu'il a concrétisé un mois après<sup>39</sup>, sur la création d'un dispositif permanent de gestion des crises qui prendra la relève du dispositif temporaire actuel. Cependant cet accord non totalement finalisé, de nombreux points devant encore être précisés, concrétise un assouplissement significatif de la doctrine européenne :

- L'objectif est désormais de construire un instrument pérenne de résolution des crises de la dette souveraine, instrument comprenant un fonds d'aide aux Etats en difficulté et la possibilité de restructurer leurs dettes ; reconnaître ce besoin, c'est reconnaître implicitement que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale ...
- « L'aide accordée à un Etat membre de la zone euro sera fondée sur un programme rigoureux d'ajustement économique et budgétaire et sur une analyse approfondie du niveau d'endettement supportable, réalisée par la Commission européenne et le FMI, en liaison avec la BCE », en clair, le soutien du mécanisme ne doit pas entraîner l'allègement des mesures d'austérité imposées au pays en difficulté.
- Une hiérarchie des créanciers sera instaurée, les prêts du mécanisme de stabilité bénéficiant du statut de créance privilégiée, qui ne seront inférieurs qu'à ceux des prêts du FMI, les créances détenues par le secteur privé, notamment par les banques, leur étant subordonnées.
- Les conditions d'intervention du mécanisme seront déterminées au cas par cas et non en application de règles prédéterminées, ce qui montre que la crainte de l'alea moral reste forte. Cette caractéristique est vivement contestée par les agences de notation et les banques qui font observer que l'incertitude ainsi entretenue sur la qualité de leurs créances ne permettra pas une bonne appréciation prospective des risques.
- Les nouvelles obligations émises par tout Etat membre de la zone euro devront comprendre une clause d'action commune permettant aux créanciers de restructurer leur dette de façon juridiquement contraignante, à la majorité qualifiée, « dans le cas où le débiteur serait dans l'incapacité de payer ».

<sup>38</sup> Les aides du Fonds Européen ne sont pas spécialement bon marché, puisque celui-ci, pour un prêt à 3 ans, exige un taux d'intérêt légèrement supérieur à 5%, plus élevé que celui des aides du FMI, alors que la garantie accordée par les Etats européens permet au fonds d'être noté AAA et donc d'émettre à un taux très faible..

<sup>39</sup> Conclusions -16et 17 décembre 2010-, annexe 2. « Composantes générales du futur mécanisme –déclaration de l'euro groupe du 28 novembre 2010- ». D'ici mars 2011, le détail du fonctionnement du mécanisme européen devra être précisé.

- Le montant du fonds, comme celui du fonds actuel, fait débat<sup>40</sup>, Le FMI et la BCE ayant réclamé son accroissement au-delà des 440 Md€ d’engagement actuel.

## CONCLUSION

La crise de la zone euro est le résultat des impasses d’une conception de la zone, ignorant sa caractéristique de zone monétaire non optimale. Or la gestion d’une telle zone exige un degré élevé de régulation transnationale, ce qu’ont sous-estimé non seulement les gouvernements des pays membres, mais aussi les marchés eux-mêmes. Dès que ceux-ci ont pris conscience de la faille, résultant de l’absence d’un mécanisme supranational de solidarité, ils ont arbitré entre la « bonne » dette souveraine et la « mauvaise », mettant potentiellement en cause l’existence même de la zone.

Le mécanisme permanent de solidarité qui s’est difficilement mis en place a été conçu pour préserver autant que possible les fondements idéologiques de la zone euro, et notamment minimiser, autant que faire se peut, la solidarité exigée de chaque Etat membre. Or il semble probable que sera repris le principe du mécanisme provisoire, dans lequel chaque Etat membre de la zone euro contribue à hauteur de sa part dans le capital social de la Banque centrale européenne et finance cette quote-part... en empruntant sur les marchés financiers, à un taux d’intérêt faible s’il est puissant (Allemagne, Pays-Bas, Autriche et France dans une moindre mesure), fort s’il est déjà sous la « surveillance » des marchés financiers. Etrange solidarité décidément que celle qui entend également imposer des « conditionnalités strictes » aux Etats membres déjà en difficulté sans se poser le moins du monde la question de savoir si les critères de Maastricht fixés il y a 17 ans, ont encore un sens dans le contexte de la crise actuelle.

Un pas appréciable dans la bonne direction serait fait avec l’émission **d’euro-obligations**, souscrites à taux indifférencié et garanties solidairement par tous les Etats membres de la zone euro. C’est la proposition formulée par Jean-Claude Juncker (Président de l’euro-groupe), soutenu par divers Etats membres ; elle est, hélas, refusée par l’Allemagne, la Finlande et les Pays Bas qui verraient le coût de leur dette s’alourdir... ainsi que par la France, surtout attentive à « coller » à l’Allemagne pour ne pas dégrader sa propre notation.

Les périodes de crise sont favorables à la mise en place, sous la contrainte, de solutions techniques destinées à franchir un passage difficile, elles ne présument en rien de la possibilité de réaliser un véritable aggiornamento idéologique, ce qui suppose l’existence d’un nouveau rapport de force politique et sociale. La solution de long terme à la crise européenne est connue : il s’agit d’aller vers une **Europe plus fédérale sur les plans sociaux et économiques**, ce qui supposerait la mise en place d’un véritable budget fédéral de la zone euro<sup>41</sup> et une coordination des évolutions salariales entre les pays membres<sup>42</sup>. Cela nécessiterait de vrais transferts de compétences avec les ressources budgétaires appropriées au niveau du gouvernement de la zone euro, sous le contrôle du parlement européen. Une telle mutation n’est certes pas utopique, mais elle implique que ses partisans soient capables de mener et de gagner une véritable bataille idéologique ...

---

<sup>40</sup> Le fonds de stabilité actuel est plafonné à 440 Md€, ce montant doit-il être accru ? Deux arguments s’opposent : la préservation de la notation AAA du fonds qui, selon les experts conduirait à ce que l’utilisation des engagements ne dépasse pas 250 Md €, car 6 pays seulement de la zone euro, représentant 58% du montant du fonds sont encore notés AAA ; le fonds ne serait donc pas en mesure de secourir l’Italie, en cas de besoin. L’argument en sens inverse est que si le fonds accroît sa taille, le marché considérera que la probabilité d’un défaut espagnol est élevée...

<sup>41</sup> voir le Cahier Lasaire « Dette publique et crise ».

<sup>42</sup> voir le Cahier Lasaire « Salaires et crise »