

**ÉTÉ POURRI,
ÉTÉ MEURTRIER ?**

Jacky Fayolle

Billet du CEP
22 août 2011



Paris, 7 août 2011

*« Dans la zone euro, la reprise est en bonne voie
et l'euro repose sur des fondamentaux économiques solides »*
Déclaration des chefs d'Etat ou de Gouvernement
de la zone euro et des institutions de l'UE, 21 juillet 2011

*« Ouvrons les yeux : l'euro et l'Europe sont au bord du gouffre.
Et pour ne pas tomber, le choix me paraît simple :
soit les Etats membres acceptent la coopération économique renforcée,
que j'ai toujours réclamée, soit ils transfèrent des pouvoirs supplémentaires à l'Union.
La seconde option étant refusée par une majorité des Vingt-sept, reste la première... »*
Jacques Delors, *Le Soir & Le Temps*, 18 août 2011

Été pourri, été meurtrier ?

Cette note propose un décryptage d'étape de la relance de la crise financière qui agite l'été 2011. Elle commence par mettre en évidence les éléments du contexte conjoncturel propices à cette relance ; elle poursuit par l'analyse des facteurs de défiance institutionnelle et politique qui alimentent les nouvelles péripéties financières ; elle conclut en soulignant des enjeux clefs de la rentrée automnale.

Le déterminisme du chaos

La panique boursière de l'été, dont les ordres de grandeur la rapprochent d'un nouveau krach, est au confluent de deux mouvements :

Blocage de la reprise

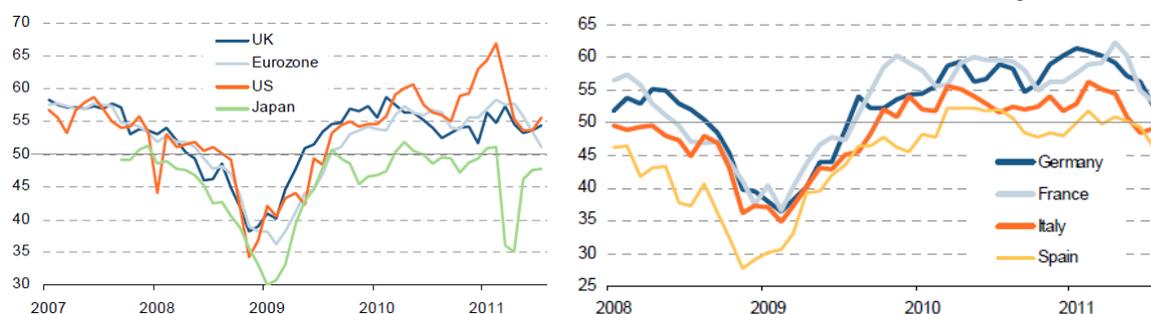
C'est d'abord l'entrée de plusieurs grands pays industrialisés dans une phase de l'activité économique parfois qualifiée de « blocage » par les conjoncturistes : cette activité, après avoir connu une période de reprise et d'expansion plus ou moins longue (en l'occurrence plutôt courte depuis la mi-2009, puisque les pertes enregistrées au cours de la récession de 2008-2009 ne sont pas toujours récupérées), ne progresse plus guère, sans s'être encore retournée à la baisse. C'est le cas, au deuxième trimestre 2011, aux Etats-Unis et dans la zone euro – y compris l'Allemagne. Selon le communiqué d'Eurostat publié à la mi-août, le PIB de la zone euro comme celui de l'Union européenne ne progressent plus que de 0,2% au second trimestre par rapport au premier (1,7% par rapport au deuxième trimestre 2010). Cette atonie du deuxième trimestre est particulièrement tangible dans quelques grands pays (Allemagne : +0,1%, France : 0,0%, Royaume-Uni : +0,2%).

La prudence s'impose dans la lecture des chiffres : ce deuxième trimestre compense pour partie un premier trimestre un peu trop flambant (+0,8% pour le PIB de la zone euro et de l'UE). Et si la production n'augmente plus que faiblement au cours du printemps, d'autres indicateurs, l'emploi et l'investissement en premier lieu, restent mieux orientés. Les indicateurs d'opinion confirment néanmoins ce coup

d'arrêt, ressenti par les acteurs économiques (cf. ci-dessous, graphiques des indicateurs PMI). C'est le propre de ces périodes de « blocage » : elles témoignent d'un équilibre instable, dont le dénouement incertain est hautement sensible au jeu croisé des anticipations privées et des décisions publiques.

L'entrée des Etats-Unis et de la zone euro dans cette phase de blocage de la reprise n'a rien de mystérieux : l'épuisement des mesures de relance (renforcé, en France, par la fin des primes à la casse) ; le retour des politiques monétaires à des pratiques plus conventionnelles (la fin du programme d'achat direct de bons du Trésor par la Réserve Fédérale aux Etats-Unis – le *quantitative easing* ; le resserrement modéré mais significatif, de 1 à 1,5% entre mars et juillet, du taux directeur de la Banque centrale européenne, toujours prompte à prévenir les risques supposés d'inflation sans accorder la même priorité à la consolidation de la reprise) ; l'atténuation du restockage classiquement associé à la reprise et le ralentissement du commerce international ; l'atteinte au pouvoir d'achat par la répercussion des hausses de prix des matières premières et énergétiques (au moins jusqu'au début de l'été) ; la désorganisation des chaînes de production à la suite du séisme et de l'accident japonais... Ces facteurs se sont cumulés pour freiner significativement l'activité au printemps, si bien que l'impact persistant des handicaps hérités de la crise de 2008-2009 se fait pleinement sentir : les agents encore trop endettés donnent la priorité, volontaires ou contraints, au redressement de leurs bilans et restreignent leurs dépenses, tandis que ceux qui disposent de marges de manœuvre – de grandes entreprises multinationales, notamment – protègent leur trésorerie, mobilisent éventuellement ces liquidités pour des opérations de croissance externe mais y regardent à deux fois avant de se lancer dans de nouveaux projets: le retour progressif à de meilleures perspectives d'investissement en 2010 n'était encore que l'amorce fragile d'un nouveau cycle d'investissement. De manière révélatrice, dans l'ébranlement boursier du mois d'août, les valeurs cycliques (les cours boursiers des entreprises sensibles au cycle) ont été particulièrement bradées, à côté des valeurs financières (les cours des banques).

Les indicateurs d'activité PMI dans le monde et en Europe



Légende : les indicateurs PMI (*Purchasing Managers' Index*) reflètent la confiance des directeurs d'achat d'un panel représentatif d'entreprises dans l'évolution de l'activité et de la production. Les indicateurs agrégés sont de nature plutôt coïncidente avec la dynamique du PIB : le niveau 50 d'un indicateur PMI est normalement un niveau neutre, présumant d'une variation nulle du PIB.

Source : Communiqués Markit des 3 et 10 août 2011, www.markit.com

La défiance contagieuse envers les politiques

Seconde évolution : la généralisation de la défiance envers la capacité de la gouvernance des Etats-Unis et de la zone euro à définir des stratégies politiques dotées d'une « cohérence temporelle » crédible, c'est-à-dire qui justifient l'anticipation par les acteurs économiques (et pas seulement par les opérateurs des marchés) de la consolidation de la reprise à court et moyen terme et de la maîtrise des dettes publiques à plus long terme. La défiance privée et l'incapacité publique peuvent se nourrir réciproquement en un cercle vicieux autoréalisateur : l'exigence d'une correction tangible des dettes publiques précipite des plans d'austérité bâtis à la va-vite, à coups de serpe, dont l'impact restrictif immédiat est plus sensible sur l'activité que sur la dette, si bien que l'emballement de cette dernière continue à se nourrir de la chute des recettes fiscales. Si ces expériences déflationnistes, qui ne sont pas neuves dans l'histoire, restent réservées à de petits pays, comme la Grèce, c'est encore maîtrisable ; si la diffusion de la défiance les étend à des pays de plus grande taille, comme l'Italie, c'est une autre paire de manches : à la mi-août, l'annonce par le gouvernement italien d'un nouveau plan de rigueur (45 milliards d'euros sur les deux années 2012 et 2013), vite bouclé sous la pression des marchés et de la BCE, réticente à acheter inconditionnellement et indéfiniment des titres publics italiens sur le marché secondaire, suscite de vives réactions syndicales mais aussi le scepticisme du FMI ou de l'ancien commissaire européen Mario Monti¹. La taille de la dette italienne, sa maturité limitée (de lourdes échéances de renouvellement durant les douze mois qui viennent) et l'exposition massive de banques européennes, notamment françaises, à cette dette ne sont pas des éléments rassurants. Leur juste prise en compte devrait interdire de jouer avec le feu et inciter l'ensemble des acteurs européens à établir vite les pare-feux nécessaires ; sinon, nul n'en sortira indemne.

Cette conjonction entre le quasi-blocage de l'activité réelle et la défiance envers les institutions publiques est périlleuse. Elle peut transformer ce blocage en une rechute récessive au travers d'une série de canaux interdépendants : le retournement pessimiste des anticipations des chefs d'entreprise, les contraintes resserrées sur la demande de consommation privée et publique, les effets de richesse négatifs suscités par la rechute boursière, le rationnement des investissements par la difficulté à lever du capital dans ces conditions comme par la restriction des crédits octroyés par des banques de nouveau fragilisées...

¹ Voir par exemple le commentaire de Christine Lagarde, Directrice générale du FMI, « Évitions que les coups de frein budgétaires ne bloquent la reprise mondiale », *Financial Times*, 16 août 2011, <http://www.imf.org/external/french/np/vc/2011/081611f.htm>

Ces dangers étaient perceptibles dès le début de l'année 2011² : la volatilité déjà tangible de la reprise américaine était contrée par la perfusion monétaire opérée par la FED ; la zone euro avait vécu toute l'année 2010 à la remorque des événements, en quête éperdue de dispositifs crédibles à la hauteur des crises grecque puis irlandaise, sans parvenir à stabiliser les anticipations ; des tensions nouvelles s'esquissaient dans les pays émergents et se sont confirmées depuis. Les ingrédients de « la crise après la crise », qui se manifeste au cours de l'été 2011 sur un mode plus systémique que jamais puisque la défiance envers les Etats et celle envers les institutions financières entrent en résonance dangereuse, étaient déjà là. Mais les enchainements qui se font jour depuis échappent à un déterminisme prévisible, dès lors que le duo euro-américain est affecté simultanément par cette nouvelle vague de défiance et que les valeurs refuge sûres se raréfient en conséquence. Si les causes élémentaires de cette surenchère de la défiance sont identifiables, c'est un déterminisme du chaos qui s'amorce : les conséquences potentielles sont difficilement calculables et peuvent être encore moins maîtrisables.

Une crise de défiance institutionnelle et politique

La dimension institutionnelle et politique de la crise de défiance a pris une nouvelle ampleur. Elle n'est pas aisée à dépasser rapidement parce que sa résolution passe par l'entente des parties intéressées et le respect des procédures institutionnelles en vigueur. Elle met à l'épreuve la capacité des démocraties nord-américaine et européenne à avoir prise sur les événements.

Psychodrame américain

Aux Etats-Unis, le psychodrame joué par démocrates et républicains, congrès et président, à propos du relèvement du plafond légal de la dette fédérale recouvre de profondes césures au sein de la société américaine sur le rôle des institutions fédérales et les principes même de vie commune. La solution provisoire adoptée pour relever ce plafond à la dernière minute avant l'échéance du 2 août entérine la contraction budgétaire à court terme, sans sacrifier le cœur des programmes sociaux, et permet au président de repousser l'échéance légale au-delà de la prochaine élection, sans garantir la maîtrise des comptes fédéraux à plus long terme. Un Comité bipartisan est en charge de produire un schéma plus convaincant d'ici la fin de l'année 2011, mais la crédibilité de ses résultats n'est pas acquise. Dans ces conditions, le déclassement de la notation de la dette publique américaine par l'agence *Standard and Poor's*, le 5 août, n'est pas plus choquant que le maintien de la note AAA par sa concurrente *Fitch*, quelques jours après : *Fitch* justifie largement ce maintien par l'exceptionnalité américaine, à savoir le rôle pivot joué par les Etats-Unis, via le dollar et les bons du Trésor, dans le fonctionnement du système

² Cf « 2011, année de tous les dangers », *Billet du CEP*, Groupe ALPHA, Janvier 2011, <http://www.groupe-alpha.com/fr/etudes-prospective/publications/billets-cep/2011-danger.html>

monétaire et financier international³. La confiance dans la solvabilité américaine vire à la pétition de principe : le principal débiteur mondial ne saurait être insolvable puisqu'il émet, libellés en sa propre monnaie, les titres publics qui, échangés sur un marché liquide, restent la valeur refuge admise à grande échelle (l'or et le franc suisse, fort recherchés pourtant ces temps-ci, n'ont pas la même envergure). Les marchés adhèrent encore à ce postulat puisque, même au maximum de la panique boursière déclenchée par le blasphème de *Standard and Poor's*, les obligations publiques américaines ont bénéficié d'une demande faisant baisser à de faibles niveaux les taux supportés par ces obligations.

Le scepticisme chinois s'exprime en revanche, puisque la décision de déclassement de la note américaine par l'agence *Dagong*, dès le 2 août, a significativement précédé celle de *S&P* : on conçoit que les autorités chinoises, dont les réserves de change donnent une large place aux bons du Trésor américains, s'inquiètent de détenir un jour de la monnaie de singe. Ce ne sont pas tant ces décisions de déclassement qui font problème – elles ont de bons arguments, notamment lorsqu'ils portent sur les défaillances de la gouvernance américaine – que le rôle d'ordre statutaire confié au trio oligopolistique *S&P*, *Moody's* et *Fitch* par la régulation américaine et la réglementation internationale dans l'évaluation des dettes privées et publiques : peut-on s'en remettre, pour juger de la soutenabilité à long terme des politiques publiques, dans des sociétés démocratiques, à un trio d'entités privées, techniquement et déontologiquement faillibles ?

Le problème fondamental posé aux Etats-Unis depuis l'entrée en crise de 2008 persiste, irrésolu : comment résorber les déséquilibres de l'économie américaine, ses excès d'endettement et son déficit d'épargne privée, sans chuter dans la déflation (et y entraîner le monde) ? Comment, à la fois, épargner plus, pour corriger les déséquilibres, et dépenser assez, pour consolider la reprise ? Le soutien monétaire apporté par la FED a suppléé, jusqu'à présent, à la carence d'une orientation budgétaire claire qui concilie ces exigences. La crédibilité politique de l'administration Obama est mise à l'épreuve par l'impossibilité, jusqu'ici, à bâtir avec un congrès désormais hostile, sous pression du *Tea Party*, un compromis viable et durable sur le rééquilibrage budgétaire de moyen et long terme. L'obtention de ce compromis bute sur l'incompatibilité des préférences, entre programmes sociaux et réductions fiscales, qui se manifeste crûment et ne devrait guère s'atténuer d'ici l'élection de 2012. Un plan de relance de l'économie et de l'emploi sera annoncé en septembre par le président Obama : sa complémentarité avec les recommandations à venir du comité bipartisan n'est pas non plus acquise.

³ « Fitch Affirms United States at AAA; Outlook Stable. The affirmation of the US 'AAA' sovereign rating reflects the fact that the key pillars of US's exceptional creditworthiness remains intact: its pivotal role in the global financial system and the flexible, diversified and wealthy economy that provides its revenue base. Monetary and exchange rate flexibility further enhances the capacity of the economy to absorb and adjust to 'shocks' ». http://www.fitchratings.com/index_fitchratings.cfm

Dans l'attente, la FED joue la montre. Réticente à s'engager d'emblée dans une troisième phase d'assouplissement quantitatif (QE3), elle annonce la stabilité de son taux directeur au voisinage de zéro jusqu'à la mi-2013 et prévoit d'intervenir au coup par coup sur le marché secondaire des bons du Trésor en fonction des circonstances. Comparativement à d'autres pays, la gestion de la dette publique américaine est facilitée par les bas taux d'intérêt dont elle bénéficie encore de manière privilégiée. Une remontée de ces taux rendrait bien plus difficile le contrôle de la dette.

Impuissances et dissonances européennes

Depuis le printemps 2010, lors de l'éclatement de la crise grecque, les sommets européens ont du, à répétition, réagir en urgence face à la succession des péripéties (crises grecque, puis irlandaise, ensuite portugaise, second tour de la crise grecque au printemps 2011, avec l'adjonction de Chypre, contagion à l'Italie et à l'Espagne, voire à la France...), sans jamais parvenir à être maîtres du jeu. L'attitude des gouvernants et dirigeants européens combine, en fonction des personnes et des circonstances, la légèreté, la dénégation, l'incantation, la procrastination, le désarroi...⁴. La menace d'insolvabilité grecque a longtemps été déniée, avec la bonne intention de gagner du temps, mais en dépit de calculs simples montrant l'infaisabilité des excédents budgétaires exigés pour parvenir aux objectifs affichés de réduction de la dette. Gagner du temps et éviter la contagion par la mise en quarantaine de l'exception grecque : cette tactique a connu une usure accélérée, depuis le printemps 2011, face à l'exigence de clarté portée par des opérateurs conscients d'une crise globale de la zone euro.

Même le sommet de fin mars, actant le « Pacte pour l'Euro plus » comme une réforme fondamentale de la gouvernance européenne, avec la mise en place de dispositifs resserrés de prévention et de correction des déséquilibres macroéconomiques et budgétaires et d'un dispositif permanent d'assurance financière mutuelle à partir de la mi-2013, ne parvient pas à retourner le jeu des anticipations qui pointent les failles de la gouvernance européenne. Les dispositifs annoncés sont un peu des « tigres en papier » : trop lents à mobiliser en raison des lenteurs de la ratification juridique par les Etats membres, sous-dimensionnés dès lors que les pays à soutenir ne sont plus quelques petits pays isolés mais incluent un ou deux pays de grande taille. Ces dispositifs, qui formalisent la stratégie de *bail-out* (apport de garanties) à l'égard des Etats défaillants, constituent, sur le papier, des constructions imposantes, à condition qu'ils ne soient pas sollicités de manière répétée et que leur usage reste exceptionnel : le cumul et l'accélération des

⁴ Ce cocktail est tangible, dès son titre, dans l'article, postérieur au plan du 21 juillet, de Herman Van Rompuy, président du Conseil européen, « Nous vivons une crise non pas de la zone euro mais de l'endettement public. Mettons un terme aux malentendus relatifs au redressement de la Grèce », *Le Monde*, 3 août 2011

événements depuis le printemps 2010 fait qu'on n'en est plus tout à fait là. La communauté des pays européens a besoin de pare-feux collectifs, qui coupent franchement les relais de la contagion.

Le cas grec a joué le rôle de relais dans l'entretien de la spirale de la défiance. Un an après la mise en place du premier plan de soutien et des mesures d'austérité associées, la cure déflationniste infligée à la Grèce aggrave le problème plus qu'elle ne le résout – quand bien même on attribuerait à cette cure des vertus punitives à l'égard des dérives antérieures du pays. En conséquence, il s'agit pour la Grèce, fin juin 2011, à la fois de tirer 12 milliards d'euros (8,7 de l'Union européenne, 3,3 du FMI) sur le premier plan de soutien de 110 milliards et d'obtenir un second plan du même ordre, pour couvrir les besoins de financement attendus sur les 3 prochaines années. La première étape est franchie par l'adoption parlementaire serrée d'une nouvelle dose d'austérité et d'un vaste plan de privatisations. La seconde dépend d'une entente sur les modalités de participation du secteur privé, qui amènent les banques à renouveler leurs financements à la Grèce sans que cela obère à l'excès leurs comptes. Le principe d'une restructuration ordonnée de la dette grecque, avec une coordination des créanciers et un menu d'options à leur disposition, a fini par s'imposer de fait : il est entériné par l'accord européen du 21 juillet mais reste à mettre en œuvre opérationnellement.

Les investisseurs privés deviennent en effet d'autant plus fébriles que leur implication dans les procédures de restructuration des dettes publiques est annoncé pour l'après 2013, lorsque le dispositif permanent (le Mécanisme Européen de Stabilité, MES) sera en place et aura priorité dans les remboursements : ces investisseurs ne sont pas prompts à renouveler leurs prêts d'ici là, lors des lourdes et délicates échéances de remboursement auxquelles sont confrontés plusieurs Etats membres. Les Etats en situation critique peuvent être mis à genoux avant 2013 par le retrait des investisseurs et les taux d'intérêt prohibitifs (dès lors que les primes de risque qui leur sont imposées s'envolent) : avec la déflation des recettes fiscales, c'est un risque de cercle vicieux dont l'Espagne et l'Italie ont éprouvé les prémices au cœur de l'été. La jonction avec 2013 devrait au moins viser à garantir un niveau suffisant des recettes fiscales par un soutien adéquat à la croissance des Etats en situation difficile. Les *clash* à répétition sont assurés si l'émission de dette publique est gonflée par la déflation forcée de l'activité et des recettes fiscales et si les prêteurs privés retirent leurs billes par crainte de leur exposition à partir de 2013. Face à ce risque, l'annonce est faite, fin juin, que le futur MES n'aura pas un statut prioritaire senior, au moins pour le trio Grèce, Irlande, Portugal. Ce changement vise à rassurer les créanciers privés.

Les faiblesses des dispositifs transitoires, en particulier les rigidités et les limites du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), sont mises en évidence par la

réticence et la défection de ces investisseurs. Au cours de l'été, la capacité effective d'intervention du Fonds est élargie en urgence par le sommet européen du 21 juillet, sans que les marchés soient convaincus par des annonces qui devront attendre les ratifications nationales, d'ici l'automne, pour pouvoir être mises en œuvre. Le doute des opérateurs est plus fondamental que la seule impatience devant les procédures : le FESF, fonds intergouvernemental, a vocation à garantir ou relayer des dettes nationales suspectes par une capacité d'emprunt dont la crédibilité repose, en dernière instance, sur la caution apportée par la signature des Etats membres émettant des titres considérés comme des actifs de référence sans risque. Le nombre de ces Etats se réduit cependant, y compris par l'effet mécanique des garanties qu'ils prennent en charge (comme lorsque vous apportez une caution à un ami locataire impécunieux) : faisant le compte des engagements contingents qu'ils ont pris ou pourraient prendre, les gouvernements (français, néerlandais...) constatent qu'il s'agit d'ordres de grandeur approchant ou dépassant un pourcentage à deux chiffres du PIB.

Le recours aux *Eurobonds*, c'est-à-dire à des titres émis par un fonds véritablement communautaire, n'évite pas d'emblée cette difficulté : en l'absence d'une union politique européenne suffisamment consistante, la signature allemande reste de fait la caution ultime. Dirigeants et citoyens allemands n'ont pas envie de voir cette signature galvaudée et de partager avec d'autres le fardeau des primes de risque. Des clivages se dessinent dans l'opinion publique allemande : si la perspective des *Eurobonds* n'est pas tabou pour certains dirigeants, à gauche mais aussi à droite, sous réserve d'être assortie d'une conditionnalité contraignante à l'égard des politiques budgétaires nationales sous l'égide d'un Trésor européen (hypothèse ouvertement évoquée par le président de la BCE, Jean-Claude Trichet), un scepticisme germanique s'exprime simultanément sur la pérennité de la zone euro dans son contour actuel, y compris dans le monde patronal.

Les capacités de garantie des dettes à l'échelle européenne sont à mobiliser pleinement par l'activation des dispositifs annoncés mais elles ne sont certainement pas illimitées : à socialiser ou mutualiser toutes les dettes privées et publiques pour mieux les garantir, on reporte en effet les risques souverains à une échelle plus vaste, sans être sûr de les diluer. La mobilisation active des dispositifs européens ne dispense probablement pas d'une dévalorisation ordonnée des dettes jugées insoutenables. Ce point continue à faire crispation entre institutions et pays européens, la BCE considérant une telle perspective comme une source majeure de déstabilisation tandis que les dirigeants allemands ont insisté de manière récurrente sur l'implication « substantielle, quantifiable et volontaire » (Wolfgang Schäuble, ministre des finances allemand) des créanciers privés dans la restructuration des dettes publiques insoutenables.

Le relèvement de son taux directeur par la BCE, entre la fin de l'hiver et le début de l'été 2011, montre qu'elle n'a pas perdu sa boussole, à savoir la lutte contre l'inflation. Elle a de nouveau pris le risque, comme en quelques autres circonstances, d'une action procyclique puisque, au même moment, la reprise s'effiloçait. En même temps la BCE est conduite à complexifier ses arbitrages. Elle s'impose – et son président en particulier – comme le pompier en chef qui colmate les brèches de la liquidité. Elle peut donc parler haut et fort, publiquement ou confidentiellement, en direction des gouvernements, quitte à se faire rabrouer. Mais elle n'est plus pleinement libre de ses gestes : réticente à poursuivre les programmes d'achat de titres publics des pays dits périphériques (Grèce, Irlande, Portugal), elle a dû les reprendre au cours de l'été, après les avoir interrompus pendant plusieurs mois et, qui plus est, les étendre finalement aux titres espagnols et italiens, lorsque la spéculation, après l'accord du 21 juillet, a joué à l'encontre de ces titres. La BCE s'inquiète en conséquence pour la qualité de son bilan et craint d'être entraînée, à son corps défendant, dans la monétisation inflationniste des dettes publiques. Elle souhaite une prise de relais du soutien aux Etats par le FESF puis par le MES à partir de 2013 : à charge pour les Etats de solder la note, en dernière instance, avec l'appui de leurs contribuables...

La résistance forcenée des banquiers centraux à une restructuration ordonnée de la dette grecque, en menaçant de ne plus accepter les titres décotés en garantie collatérale, n'a sans doute pas favorisé l'émergence d'un compromis, entre pays et institutions européens, qui, en traitant de manière équilibrée les parties impliquées (les créanciers privés, les contribuables, etc...) soit jugé rapidement recevable par les acteurs économiques et financiers ⁵. En brandissant le risque de réaction en chaîne à la suite de la restructuration de la dette grecque, la BCE a peut-être favorisé sa réalisation.

Le feuilleton estival (en résumé !)

La spéculation joue son rôle. Les marchés vacillent à partir de la mi-juillet. C'est l'entrée dans une phase, toujours en cours, où nulle annonce publique ne les rassure vraiment et où les mauvaises nouvelles (les déceptions conjoncturelles, le déclassement de la note américaine,...) précipitent la chute. La perception du risque italien grandit et s'alimente des péripéties de la vie politique de la péninsule. Les disparités entre les taux d'intérêt sur les dettes publiques européennes vont s'accroître, jusqu'au moment où la BCE se résout à acquérir des titres espagnols et

⁵ Après d'autres propositions, notamment celles du think-tank européen BRUEGEL, Daniel Gros (*Centre for European Policy Studies*) et Thomas Mayer (*Deutsche Bank*) présentent, dans un dossier *Europe in Crisis* de la revue de l'Institut Ifo de Munich, un argumentaire raisonné et empirique pour défendre un schéma de restructuration d'une dette publique, qui contribue à la faisabilité économique et à l'acceptabilité sociale de la politique de correction budgétaire : « To Default or Not to Default ? », *CESifo Forum*, Volume 12, N°2, Summer 2011, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1207624.PDF>

italiens sur le marché secondaire. Les *Credit Default Swaps*⁶ reviennent sur le devant de la scène. On attendrait, naïvement, de cet instrument d'assurance du créancier contre le défaut du débiteur, qu'il joue un rôle stabilisant et facilite le traitement ordonné des défaillances mais c'est plutôt le contraire : échangés et évalués comme des instruments autonomes, les CDS sont certes un indicateur avancé et sensible des risques d'insolvabilité et de leur localisation, mais ils deviennent aussi un signal de la spéculation, dès lors qu'un détenteur de CDS a intérêt à un franc défaut du débiteur pour réaliser une bonne opération. Dans les efforts pour freiner la spéculation sur les dettes publiques (voir le projet de taxation des transactions financières remis en selle, à la mi-août, par Angela Merkel et Nicolas Sarkozy), c'est un type d'opérations à propos duquel il faut considérer que la messe n'est pas dite : la volatilité des CDS ferait presque regretter l'arbitraire des agences de notation...

L'accord européen du 21 juillet entérine un défaut partiel sur la dette grecque et envisage la participation exceptionnelle du secteur privé à la couverture de ce défaut : un menu d'options (reconduction d'emprunts ou *roll-over*, échange de titres, rachat de créances) est mis à l'étude au sein de l'IIF (*Institute of International Finance*, association d'institutions financières d'envergure mondiale). L'accord amende le FESF pour qu'il puisse intervenir sur les marchés secondaires de dettes publiques, dans des circonstances exceptionnelles, appréciées comme telles par la BCE. Le FESF pourra prêter aux Etats à des conditions de taux et d'échéance favorables et participer à la recapitalisation des banques. Il dessine un compromis entre les voies de la restructuration et de la mutualisation de la dette grecque. C'est aussi un compromis avec les positions de la BCE, dont le Président souhaitait une intervention plus résolue du FESF et des Etats membres dans le soutien à la Grèce, sans implication du secteur privé dans la restructuration. Des mécanismes de rehaussement de crédit (apport de garanties) seront mobilisés pour que les banques grecques puissent continuer à accéder aux refinancements de la BCE. Le nouveau soutien à la Grèce passera par une combinaison de prêts publics (UE et FMI) et d'engagements des banques et assureurs, amenés à provisionner la dévalorisation programmée des créances grecques (encore bien en deçà d'une dévalorisation jugée réaliste par nombre d'analystes). L'attention portée par les marchés à la santé des banques s'en trouve évidemment relancée, même si le communiqué du Conseil européen prend soin de préciser que la participation du secteur privé au soutien à la Grèce restera « exceptionnelle » : qui sera cependant d'emblée convaincu de cette incantation ? Ne faudra-t-il pas aborder de front la dévalorisation des excès généralisés d'endettement accumulés depuis des années ?

⁶ Les CDS sont constitutifs du marché de l'assurance contre le risque de défaut des agents emprunteurs : un acheteur de CDS auprès d'une institution jouant le rôle d'assureur se couvre contre ce risque mais il peut aussi acquérir ce CDS à des fins de spéculation comme un joueur parie sur une victoire ou une défaite.

L'accord du 21 juillet est perçu comme étant à mi-chemin : il double le soutien à la Grèce, réduit son coût et allonge son terme (jusqu'à 30 ans), sans alléger encore suffisamment le fardeau de sa dette pour que son retour à la solvabilité et à la croissance soit assuré⁷. Il s'engage dans la voie d'une mutualisation prudente des dettes, sans faire encore du FESF un véritable fonds communautaire. L'élargissement de la vocation du Fonds suppose passage par les ratifications nationales, d'ici l'automne. Et l'élargissement de sa capacité d'intervention effective, jusqu'à approcher les 500 milliards d'euros annoncés pour le futur MES, n'est pas encore, pour nombre d'analystes, à hauteur des risques associés à la déstabilisation des dettes publiques des pays de grande taille.

La conclusion de l'accord n'empêche pas, au milieu de l'été, la contagion de la défiance en direction de l'Espagne et de l'Italie : les taux sur leurs obligations publiques s'élèvent à des niveaux qui, s'ils se maintenaient, contribueraient mécaniquement au caractère insoutenable de leur dette. La Grèce restera-t-elle une exception ou est-elle un cobaye ? Le désarroi, accompagné d'un penchant à la dénégation des difficultés, est tangible chez les responsables européens : « De manière surprenante, depuis notre sommet, le coût de l'emprunt a de nouveau augmenté pour un certain nombre de pays de la zone euro. Je dis de manière surprenante, car tous les fondamentaux macroéconomiques indiquent le contraire...Et il est tout bonnement risible que dans les classements des *Credit Default Swaps*, ces pays figurent parmi ceux qui présentent le risque le plus élevé de défaut de paiement »⁸. Plus généralement, le Président du Conseil européen ne juge pas recevables les critiques alertant sur les limites du dispositif annoncé le 21 juillet.

Le vendredi 5 août, alors que les marchés boursiers sont déjà franchement baissiers, le déclassement de la note américaine par *S&P* jette de l'huile sur le feu : américains et européens commencent à être rangés dans le même sac des Etats impécunieux. Les responsables chinois et japonais (le cours du yen s'envole, ce qui est rude pour un pays plongé dans les difficultés consécutives au séisme) appellent à la coopération et à la remise en ordre. Les nouvelles décevantes sur la tenue de la conjoncture américaine (une récession 2008-2009 plus prononcée qu'estimé jusque-là et une récupération postérieure incomplète, qui s'essouffle) se combinent au désordre européen pour précipiter et accélérer la chute des Bourses.

De manière symptomatique, les tensions sur les taux des bons du Trésor espagnols et italiens se replient à des niveaux plus raisonnables (en deçà de 6% pour les taux à 10 ans, la seconde semaine d'août) lorsque la BCE, relançant son

⁷ A titre d'exemple, BNP Paribas annonce, début août, une décote de 21% sur ses encours de dette souveraine concernés par le plan du 21 juillet, soit une provision de 534 millions d'euros. Le Directeur général Baudoin Prot considère ce chiffre comme « un solde de tout compte » mais des analystes considèrent qu'une dévalorisation de la dette grecque suffisamment ample pour permettre le redressement du pays devrait être de l'ordre de 50%.

⁸ Herman Van Rompuy, op.cit.

programme d'achat d'obligations publiques en sommeil depuis quatre mois, se décide, ou se résigne, à acquérir des obligations de ces deux pays. La BCE entre dans cette extension de son programme d'achat avec force réticences : l'unanimité de ses gouverneurs n'est pas acquise et l'opposition allemande pèse lourd ; elle commence, début août, par racheter des titres des pays dits périphériques (Grèce, Irlande, Portugal) et se résout à étendre le programme aux titres espagnols et italiens lorsque la panique s'empare des marchés et que les *spreads* sur les taux italiens et espagnols deviennent démesurés. La BCE relance aussi les dispositifs d'allocation illimitée de liquidités aux banques, à trois et six mois, afin de faciliter le refinancement des banques des pays sous pression, qui souffrent sur les marchés interbancaire et obligataire. Mais elle redoute d'être entraînée, contre son gré, dans une politique d'assouplissement quantitatif à l'américaine, qui remiserait au second plan sa priorité anti-inflationniste. Comme en 2008, l'action de la BCE s'avère cruciale dans les moments paroxysmiques de la crise – et son président reste l'homme fort de l'Europe. Mais, ce faisant, les contraintes qu'elle est amenée à gérer l'écartent de sa stricte doctrine originelle, héritée du code génétique légué par la Bundesbank : la monétisation des dettes s'amorce. Les titres publics américains ne souffrent pas encore, eux, du désamour des investisseurs : les taux qu'ils supportent sont au plus bas et l'action discrétionnaire de la FED y est sans doute pour beaucoup, avec l'aide, bien sûr, du privilège du dollar.

Sur les trois premières semaines d'août, la chute des bourses l'emporte, entrecoupée de rebonds, mais relancée dès lors que les informations macroéconomiques, partielles en ce mois vacancier, et que les suspicions microéconomiques, sur la solidité des banques notamment, viennent accréditer le pessimisme baissier. L'attention se porte sur les interventions de la BCE susceptibles de révéler le retour des difficultés d'accès au marché interbancaire pour certaines banques. Les doutes qui affleurent sur la pérennité de la notation AAA de la dette publique française et les interrogations sur la vulnérabilité des grandes banques françaises, chargées de titres européens attaqués, interagissent. Pour freiner la spéculation baissière sur les titres bancaires, l'Autorité française des Marchés Financiers interdit, le 11 août pour une durée prorogable de 15 jours, les ventes à découvert sur une liste de valeurs financières, initiative relayée dans plusieurs pays européens. Cette mesure n'empêche pas le retour de mouvements baissiers sur ces titres, la semaine qui suit.

Le 16 août, la chancelière allemande et le président français se rencontrent en vue d'accélérer la mise en œuvre de l'accord du 21 juillet. Les conclusions de cette rencontre manifestent la conscience du besoin de renforcement de l'intégration politique pour crédibiliser le dispositif adopté le 21 juillet : l'idée du gouvernement économique de la zone euro, au niveau le plus élevé des chefs d'Etat et sous l'égide du président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, est mise en avant. Elle

s'accompagne d'une série de propositions : généralisation d'une règle d'or budgétaire à tous les pays de la zone euro ; taxation des transactions financières ; harmonisation franco-allemande de l'impôt sur les sociétés (assiette et taux) ; conditionnalité accrue des fonds structurels (que l'accord du 21 juillet prévoit de mobiliser plus intensément). Quel que soit le degré de recevabilité de ces propositions, leur adoption passera par les méandres des procédures communautaires et nationales. Dans l'immédiat, elles n'ajoutent guère de dispositions concrètes à celles adoptées le 21 juillet pour faire face à la crise. Un air de déception flotte après cette rencontre, aussi bien sur les marchés que dans le monde politique. Les bourses hésitent puis rechutent. Le président français a entériné le rejet allemand, en l'état, des *Eurobonds* : la situation n'est visiblement pas mûre en Allemagne. Humour noir en provenance d'un pays resté soigneusement à l'écart de l'euro : des commentateurs britanniques du *Times* et du *Financial Times* conseillent à la France d'avancer vers une intégration plus résolue de la zone euro sans...l'Allemagne et quelques autres pays proches de cette dernière ⁹. Il est cependant peu probable qu'une tentation de *remake* de l'Union latine défunte du XIX^e siècle ait tant soit peu de réalisme et de crédibilité : Berlusconi plutôt que Merkel, la dette italienne plutôt que la rigueur allemande ?

Que faire ?

La capacité des autorités politiques et financières à agir efficacement sera décisive à la rentrée de septembre. Les Européens ne disposent pas de tous les leviers – l'annonce par le Président Obama d'un nouveau plan d'action en faveur de l'économie et de l'emploi aux Etats-Unis peut jouer un rôle clef, pour le meilleur ou le pire – mais leur part de responsabilité est énorme. Les dirigeants et les institutions de l'Union européenne donnent le sentiment de communiquer dans le désordre plus que d'agir véritablement en commun. Nul besoin de souligner l'enjeu économique et social : l'essoufflement de la reprise peut laisser place à une franche rechute récessive dès l'automne, si la poursuite du drame financier débouchait sur la paralysie conjointe des Etats et des institutions financières. Le risque dépressif ferait retour, avec son cortège de maux sociaux : il est normal que les acteurs sociaux s'en inquiètent activement et s'efforcent de prendre les devants.

La capacité des dirigeants nationaux et communautaires de l'Union européenne à coordonner leurs interventions sur un triple horizon temporel est cruciale :

– **A très court terme (d'ici l'automne)**, la force de frappe monétaire de la BCE et de l'Eurosystème est décisive pour contrer les enchaînements déflationnistes qui prennent vigueur sur les marchés des titres privés et publics. Son usage résolu est

⁹ Articles de Martin Sandbu (« *Europe need not wait for Germany* ») et d'Anatole Kaletsky (« *How to save the euro – kick out Germany* ») dans les éditions respectives du *Financial Times* du 16 août et du *Times* du 17 août.
Été pourri, été meurtrier ? – 22 août 2011

nécessaire pour éviter le retour d'un blocage du marché interbancaire et une envolée prohibitive des taux d'intérêt supportés par les Etats attaqués. L'argument de l'aléa moral – le sauvetage monétaire des Etats dispendieux – devient second face au risque dépressif et déflationniste. Depuis 2008, si la BCE est restée fidèle à son dogme anti-inflationniste, elle n'a pas pêché par mésestimation de la gravité de la crise financière : ses interventions opportunes et efficaces sur les marchés ont contribué à contenir la récession en 2008-2009, en sauvegardant le système financier. Aujourd'hui elle est de nouveau confrontée à une situation hors normes où l'entrée en résonance des doutes sur les dettes publiques et privées doit l'inciter à adapter son action. Sa politique de taux et d'émission devrait viser prioritairement la stabilisation des marchés de ces dettes, sur un horizon permettant la mise en œuvre, par les gouvernements et les institutions communautaires, des dispositifs durables qui ne sont encore largement que sur le papier. Une coordination serrée avec les autres banques centrales, la FED en premier lieu, est hautement souhaitable, afin d'éviter que l'instabilité des taux de change ne vienne compliquer les problèmes : l'euro reste à un niveau défavorable à la compétitivité européenne collective.

– **A court terme (la fin de l'année 2011 et 2012)**, les gouvernements et les institutions de l'UE doivent s'entendre sur des procédures d'urgence permettant une mise en œuvre accélérée du dispositif de solidarité financière adopté le 21 juillet, en accélérant la transition au dispositif permanent programmé pour 2013. Aujourd'hui, la correction partielle et asymétrique des déséquilibres intra-européens passe prioritairement par l'ajustement déflationniste des pays déficitaires dont l'accès au marché des capitaux devient rationné, alors même que leurs créanciers sont souvent des institutions originaires d'autres pays européens et que de tels ajustements, qui se multiplient, ne sont pas favorables à la croissance collective de l'Union : ce sont là des arguments pragmatiques en faveur d'une gestion plus solidaire des situations nationales critiques¹⁰. L'attribution au FESF puis au MES d'une capacité suffisante pour garantir la solvabilité de gros Etats attaqués ou menacés passe par leur transformation en véritable fonds communautaire, capable de pratiquer des émissions d'*Eurobonds* dépassant la dispersion des capacités d'emprunt propres à chaque Etat membre : cette issue prendra certes encore du temps, car ce n'est de fait pas envisageable sans une entente sur la nature des conditionnalités – à l'égard des politiques budgétaires nationales – permettant de disposer du consentement des contribuables nationaux à la solidarité avec un pays menacé. Comme il s'agit d'un

¹⁰ Paul de Grauwe (Université catholique de Louvain) ajoute un facteur important, sur la base de la comparaison entre Espagne et Royaume-Uni dans la crise actuelle : un pays particulier d'une union monétaire, qui n'a plus un pouvoir autonome de création de la monnaie dans laquelle sa dette est libellée, peut se trouver coincé dans un « mauvais équilibre » où sa dette publique est menacée d'illiquidité : si les taux d'intérêt que supporte cette dette s'envolent en conséquence, c'est l'insolvabilité qui approche. Toutes choses égales par ailleurs, le Royaume-Uni, et encore plus les Etats-Unis, ne sont pas confrontés à ce risque comme peut l'être l'Espagne, quand bien même ils n'auraient pas été plus vertueux. C'est évidemment une incitation à mettre rapidement sur pied le dispositif permanent du MES, accompagné de clauses de conditionnalité adéquates, sans imposer pour autant des taux d'intérêt déstabilisateurs aux pays assistés. « Managing A fragile Eurozone », *CESifo Forum*, Volume 12, N°2, Summer 2011, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1207624.PDF>

consentement politique, son obtention ne relève pas que d'un sommet européen réussi mais sollicite l'adhésion des opinions publiques nationales : ce devrait être partie prenante d'une mise à l'épreuve démocratique du projet européen dans le tempo même de la crise, qui mobilise au moins en urgence les parlements nationaux et qui ne se dispense pas d'une concertation sérieuse avec les acteurs sociaux.

– ***A plus long terme, mais sans retard***, la communauté des Etats européens doit prendre à bras le corps le traitement des disparités structurelles qui minent la cohésion de la zone euro et de l'Union européenne. Non seulement les disparités qui préexistaient à la naissance de la zone n'ont pas été corrigées mais le fonctionnement même de la zone engendre des forces centrifuges, dès lors qu'il autorise des dynamiques d'endettement privé et public sans résultats à la hauteur en termes de productivité, d'emploi et de croissance durable : en ce sens, la zone euro est bien confrontée à un problème existentiel « fondamental », contrairement aux dénégations fréquentes (jusqu'au plus haut niveau) qui se contentent d'une acception très convenue des « fondamentaux ». La polarisation excessive et persistante, entre pays, des excédents et des déficits courants, exacerbe les tensions entre les égoïsmes nationaux au sein d'une union monétaire immature ; elle inhibe l'acceptabilité d'un fédéralisme raisonnable, où les transferts budgétaires (comme les fonds structurels) manifestent des résultats plus tangibles qu'aujourd'hui en termes de convergence des niveaux régionaux de développement et où tout pays soit assuré d'une solidarité assurantielle face à un choc spécifique qui pourrait un jour le frapper (soit un stabilisateur automatique à l'échelle d'une union monétaire, condition basique de protection de l'emploi face à un tel choc). Si les disparités, de compétitivité notamment, ne cessent de s'aggraver, un tel fédéralisme paraît impraticable dans l'état actuel de la construction européenne et de sa réception par les opinions nationales. Les politiques publiques sont à coordonner en amont pour prévenir le creusement des disparités et impulser des rattrapages positifs entre pays et régions, tout en respectant les préférences nationales dans les choix de développement.

Le « Pacte pour l'euro Plus », conclu par les chefs d'Etat européens en mars 2011, affiche bien formellement cette ambition et prétend à une vision exhaustive et préventive des déséquilibres. Il définit des procédures plus contraignantes de surveillance réciproque des politiques macroéconomiques et budgétaires. Mais, outre le risque de l'enlisement dans la complexité procédurière, il souffre de carences et de contradictions handicapantes ¹¹ : il s'abstient de s'engager dans la promotion d'outils communs d'impulsion de la compétitivité et de la croissance globales de la zone euro

¹¹ L'examen critique du Pacte pour l'euro est développé par la *Lettre du CEP*, n°6, Avril 2011, « Le pacte pour l'euro : les noces difficiles de la compétitivité et de la solidarité »
<http://www.groupe-alpha.com/data/document/lettre-cep-6-pacte-pour-euro.pdf>

et de l'UE¹² ; il reste marqué par une logique dominante de répercussion sur le monde salarial des coûts et des corrections des déséquilibres accumulés. Ce faisant, il n'incite pas à l'engagement actif des forces syndicales dans la défense et le renouveau du projet européen, ni à l'appropriation de ce projet par les peuples eux-mêmes mais facilite au contraire les rejets nationalistes ; il ne bâtit pas les conditions d'une compétitivité et d'une croissance européennes fondées d'abord sur la mobilisation et le développement des compétences humaines, ambition pourtant avancée par la stratégie *Europe 2020*. Les gouvernements européens seraient dans une autre position de force pour enrayer ensemble les forces dépressives et centrifuges s'ils étaient en mesure de se prévaloir, auprès de leurs opinions publiques comme sur le plan international, d'efforts crédibles et tangibles de cohésion sociale : ces efforts ne sont pas à renvoyer à l'agenda d'après-crise, mais sont une condition pour que les citoyens et salariés des pays européens s'engagent dans la sauvegarde d'un projet d'intégration qui, en dernière instance, ne peut être que le leur.

¹² En particulier, parmi ces outils, ceux aptes à promouvoir les investissements de long terme (formation, environnement, réseaux...) propres à mieux structurer, dynamiser et solidariser l'espace européen. Cf le dossier « Un plan d'action pour les investissements de long terme », *Confrontations Europe La Revue*, n°95, Juillet-Septembre 2011.