

L'été, le temps des crises. Les activités balnéaires du mois d'août ont été contrariées par des vents violents. Pourtant en juillet les Grecs avaient fait ce qu'on attendait d'eux. Rarement une démocratie s'était engagée dans un tel programme d'austérité. Il fallait vraiment que celle-ci n'eût pas le choix. L'Europe en aura-t-elle plus ?

Par sa nouveauté et sa virulence cette crise amène l'observateur à formuler quelques idées inconfortables :

-la Grèce, l'Irlande, le Portugal ne rembourseront jamais leurs dettes. Le faire, estime-t-on, serait pour ces pays assumer un fardeau équivalent au poids des réparations imposées aux pays vaincus lors de la première guerre mondiale, dont Keynes avait prophétisé les conséquences désastreuses.

-des pays normalement présentables comme l'Espagne et l'Italie peuvent être réduits à l'insolvabilité par la hausse des taux sur leurs emprunts. Celle-ci résulte de la spéculation intense dirigée contre eux ; dans cette mesure la vision des spéculateurs est auto-réalisatrice. Récemment la France elle-même a été frôlée par la vague -et l'énumération de mesures présentées il y a quelques jours par le Gouvernement, si bien intentionnées soient-elles, n'est pas forcément de nature à dissuader les éventuels spéculateurs.

- des politiques de restriction budgétaire peuvent entraîner des effets secondaires systémiques, autrement dit : si plusieurs grands pays occidentaux réduisent simultanément leurs dépenses tout en relevant les taux d'imposition, à l'image de la Grande-Bretagne, une récession généralisée devient probable. Elle provoquerait naturellement un tarissement des recettes fiscales et un alourdissement des charges sociales. La pratique généralisée de la vertu peut mener au désastre.

Les fondements de l'euro sont remis en cause, alors même que les gouvernements européens répètent haut et fort que la citadelle sera défendue, quoi qu'il advienne. L'idée fondatrice, selon laquelle la monnaie commune survivrait à des divergences financières entre les pays membres, paraît dévaluée. Le souvenir des échecs des unions monétaires du 19<sup>e</sup> siècle ne peut plus être refoulé. A contrario l'exemple des treize colonies américaines du 18<sup>e</sup> siècle s'impose : le choix d'une monnaie commune, le dollar, a été pour elles le bon parce qu'elles se sont fédérées en un état.

Parlez d'une gouvernance i.e. d'une union financière plus forte de l'Europe, et une objection s'élèvera: ce n'est pas en absorbant les pays malades que l'on va régénérer le tissu économique européen ! Avant de souscrire à cette sentence, il faut s'interroger à la fois sur les causes de la pathologie qui affecte certains membres de la zone euro et sur la capacité de celle-ci à produire des anti-corps.

## Coupables, mais pas seuls responsables

Un des aspects de la maladie est son caractère contagieux. On peut comprendre que la Grèce, l'Irlande, le Portugal provoquent la méfiance des investisseurs. Mais on s'étonne que par la suite des pays plus sains et mieux armés pour se défendre, comme l'Espagne ou l'Italie soient attaqués avec virulence. C'est que les spéculateurs manquent d'imagination. Inspirés par une notion implicite de bi-polarité au sein de l'euro, ils s'en prennent à tous les pays susceptibles d'être classés parmi *les mauvais*.

Ils y sont encouragés par la faiblesse de la réponse donnée par les gouvernements européens à chaque vague spéculative: les pompiers courent après chaque foyer, mais l'incendie continue sa progression. Les défenseurs de l'euro, prisonniers de leur doctrine, se battent avec des seaux d'eau contre des pyromanes à qui le marché financier et les systèmes informatiques donnent des moyens d'action considérables pour amplifier toute tendance baissière.

Ces spéculateurs sont peu imaginatifs, mais ils ne sont pas stupides. Ce n'est pas sur le marché de l'euro qu'ils interviennent. La monnaie européenne n'a pas de peine à se maintenir à un niveau stable contre le dollar, sinon contre le franc suisse. La lire et la peseta n'étant plus disponibles, la spéculation agit sur les marchés des *emprunts d'état nationaux*. Il est logique que l'euro se tienne mieux que ces emprunts. Ceux-ci sont faibles parce que les pays qui les émettent ne sont pas jugés à leur place dans l'euro. La qualité de l'un fait la faiblesse des autres.

En somme les pays vulnérables de la zone euro le sont pour deux types de raisons. Les premières tiennent à eux-mêmes : mauvaise gestion budgétaire, endettement excessif, systèmes bancaires fragiles, économies peu compétitives ou trop spécialisées. Les secondes viennent plutôt de l'appartenance de ces pays à une association avec des pays plus forts. En d'autres temps de crise leur monnaie eût été fortement dévaluée et ils auraient pu retrouver de la croissance. Dans l'euro cette possibilité n'existe pas et les efforts valeureux qu'ils peuvent faire pour rétablir leur situation ont d'autant moins de chances de succès que leurs partenaires plus fortunés, à commencer par l'Allemagne, mènent eux-mêmes une politique déflationniste.

Si l'on pouvait supprimer les effets externes négatifs qui s'exercent sur les pays les plus faibles de la zone, ceux-ci seraient-ils capables de rétablir leur situation tout en restant dans l'euro ? Il faudrait d'abord qu'ils aient pris chez eux des mesures d'assainissement suffisantes : réduire le nombre de fonctionnaires et le niveau des pensions, comme en Grèce, est courageux. On peut craindre pourtant que le remède ne tue le patient. Il faut donc en plus tenter de *rétablir les conditions de la croissance* : alléger dès que possible le fardeau fiscal, favoriser les investissements les plus productifs.

Une idée complémentaire a été émise: en l'absence de dévaluation, il faut que les Grecs réduisent leur coûts, par exemple dans le secteur du tourisme.

Leur gouvernement pourrait prendre à sa charge une partie des salaires des employés d'hôtels et de restaurants; les établissements correspondants pourraient donc baisser leurs prix et les touristes allemands reviendraient en masse. Les hôteliers de la Costa del Sol réclameraient alors un traitement semblable...

Une autre mesure d'assainissement serait la vente d'actifs publics, telle que la projette la Grèce. Comme des commentateurs l'ont suggéré, il faut ici éviter d'agir sous la pression des événements et de brader ces actifs. Ceux-ci valent plus cher si l'on annonce qu'ils seront cédés sur une période de plusieurs années. Ils peuvent donc intéresser des investisseurs, qui financeraient un fonds auquel ces actifs seraient apportés. L'état grec pourrait percevoir maintenant l'argent dont il a besoin ; les investisseurs récupéreront leurs fonds au gré des cessions qui seraient pratiquées en fonction des opportunités de marché. On aurait ainsi reconstitué de la valeur-temps.

### **Ambiguïtés européennes**

Pour réussir le sauvetage de ces pays- et de l'euro- il faut transformer la précarité de l'attelage européen en avantage compétitif. L'observation de quelques données montre que la solution est à portée de main.

La zone euro est une entité économique dont les ratios financiers se comparent favorablement à ceux du pays de référence, les Etats-Unis. Ainsi le ratio dette publique/ PIB est de 88% pour la zone Europe, de 99% pour les U.S.. De même, le déficit budgétaire euro s'élève à 4,4% du PIB celui des U.S. à 10%. L'émetteur public euro serait donc plus que présentable !

Autre argument, que l'Europe n'a pas encore su utiliser : l'effet de taille. Le marché de la dette publique euro a une taille très comparable à celui des plus grands marchés obligataires : d'après l'économiste Gavyn Davies (FT 20.7), l'ensemble des obligations d'Etat de la zone euro capitalise environ 5 500 Mrd EUR, le marché U.S. 6 600 Mrd EUR, le Japon 7 900 Mrd EUR.

Un grand marché obligataire bénéficie de taux moins élevés, car les grandes institutions sont forcées d'y investir ; d'autre part, la liquidité qu'il offre réduit les coûts de transactions, en même temps qu'elle limite la volatilité, i.e. le risque pour les investisseurs.

Ainsi, là où les pays de l'euro sont faibles individuellement, l'union serait forte. La zone euro en temps que telle peut attirer les investisseurs et re-financer ses membres à un coût inférieur et pour des montants supérieurs à ceux qu'ils peuvent obtenir séparément aujourd'hui.

Mais l'Allemagne rejette cette communauté de destins. L'électeur allemand trouve sans doute qu'il en a assez fait pour la Grèce et les autres pays faibles. Il est particulièrement hostile à l'idée d'engagements nouveaux qui ne pourraient pas être quantifiés. Il regrette peut-être la mésalliance qu'il a commise en abandonnant le DM pour l'euro.

En France l'idée européenne est depuis longtemps devenue impopulaire : la bureaucratie bruxelloise, si forte pour régler la fabrication du fromage, arrose de notre épargne durement acquise des pays qui se moquent d'elle et de nous. Pour un candidat à des élections, *vendre plus d'Europe* paraît suicidaire.

Les électeurs des pays vertueux voient les inconvénients qu'il y a à soutenir les pays les plus endettés, mais sont peu conscients de la somme d'avantages qu'a apportés l'Europe: d'abord un grand marché unifié, facteur de croissance par le stimulant interne qu'il constitue et par la masse d'investissements non-européens qu'il attire. La monnaie unique a réduit le coût des transactions. La concurrence intra-européenne pèse sur les prix à la consommation, en même temps qu'elle élargit l'offre.

L'Allemagne a bénéficié d'une monnaie sous-évaluée par rapport à ce que vaudrait le DM isolé. Les Français pensent-ils aux attaques dont serait l'objet le franc aujourd'hui sous l'effet du lourd déficit commercial et des déficits publics ?

Peut-être un autre argument en faveur de l'euro serait-il mieux compris par les électeurs européens : les gouvernements des pays les plus prospères, ainsi que leurs banques, sont lourdement engagés auprès des pays les plus endettés. La veuve de Carpentras, ou bien de Sindelfingen, est-elle prête à accepter une baisse de sa pension ou de son assurance-vie si l'on coupe les vivres aux Grecs, ou aux Portugais ? C'est là un argument qui, à défaut de rendre l'Europe populaire, convaincrat peut-être l'électeur que, *au point où on en est...*

## **La politique suivra**

Il faut présenter à l'électeur réticent une politique européenne qui lui paraisse limiter son risque patrimonial propre et avoir des chances de succès. Les nombreuses idées émises récemment permettent d'esquisser ce que serait un *appareil institutionnel* convaincant. Tout d'abord il faut pouvoir contrôler l'usage des fonds qui sont distribués aux pays endettés. Il faut donc créer un organisme de supervision financière doté de pouvoirs étendus de contrôle et de police, dont les décisions s'imposeraient, en temps de crise, aux pays membres.

Il faut aussi faire accepter une règle d'or à tous les membres, autrement dit faire inscrire dans leur constitution l'exigence d'un retour à l'équilibre des finances publiques. Ainsi les gouvernements dépensiers seraient en théorie privés de fonds. Une règle n'est pas nécessairement respectée, mais elle permet au point de désigner le contrevenant à l'opprobre public.

La zone euro doit pouvoir faire profiter ses membres de son crédit et donc émettre, sous sa signature ou sa garantie, des *Eurobonds*, cela dans des limites strictement définies. A ce propos on a suggéré de créer deux catégories d'emprunt : jusqu'à un niveau d'endettement représentant 60% de leur PIB les membres pourraient émettre des obligations bénéficiant de la garantie européenne. Au-delà leur papier ne bénéficierait plus que de leur propre garantie.

Cette méthode rassurerait les Allemands, mais présenterait deux inconvénients : elle segmenterait le marché et elle renchérirait le coût du financement pour les pays les plus endettés, créant une possibilité d'arbitrage et donc de spéculation entre le bon et le mauvais papier.

Le fonds européen de soutien (EFSF) devrait être doté de fonds supplémentaires, afin qu'il puisse créer sur le marché un avantage psychologique à son profit. En contrepartie ses règles de fonctionnement seraient rigoureuses : les prêts qu'il consent aux membres bénéficieraient d'une séniorité de rang par rapport à la dette de ceux-ci et l'allocation de ces prêts, au-delà d'un certain montant supposerait l'approbation d'une majorité qualifiée de son conseil d'administration.

De plus, l'EFSF pourrait se refinancer auprès de la BCE. Le rôle de celle-ci serait renforcé dans une Europe financière unifiée. Dans un pays-type la banque centrale peut financer indéfiniment l'Etat, quitte à prendre le risque de provoquer la baisse de la monnaie et/ou de stimuler l'inflation. En Europe, comme l'a fait remarquer P. De Grauwe, tout se passe comme si les pays membres empruntaient en monnaie étrangère : en cas de crise les gouvernements étaient jusqu'ici incapables de se refinancer. En cela la politique d'achats d'emprunts de pays en difficulté que mène la BCE depuis cet été est franchement novatrice. Elle vise à éviter que les taux auxquels doivent émettre la Grèce, mais aussi l'Espagne et l'Italie, n'atteignent des niveaux insupportables.

Dans ce genre d'opération la BCE intervient en somme a posteriori en monétisant une dette existante, et non pas en prêtant directement aux états. Dans une Europe régie par un gouvernement financier unifié, la BCE pourrait mener l'action d'une banque centrale classique. Il est vrai que le modèle Bundesbank serait alors jeté aux orties, mais celui-ci convenait à un pays riche et aux finances équilibrées, auquel l'Europe de 2011 ressemble assez peu. Comme la Fed aux Etats-Unis, la BCE n'aurait plus seulement pour mission de défendre la monnaie, mais aussi de soutenir la croissance.

La réforme institutionnelle ainsi accomplie ne porterait ses fruits que si le quasi-gouvernement économique et financier de l'Europe mettait en œuvre une politique appropriée visant à l'équilibre financier, mais aussi et plus encore à la croissance. L'austérité généralisée ne peut mener qu'à l'échec et aux difficultés politiques.

Comme le disent le FMI et d'autres observateurs, il faut tenter de rétablir les finances publiques à *moyen terme* tout en prenant *dans l'immédiat* des mesures susceptibles de nous éviter une récession. Une réforme de la fiscalité doit encourager l'effort des entrepreneurs, les investissements productifs, la recherche et l'éducation.

Comme chacun sait, la crise apporte avec elle à la fois des dangers et des opportunités. Dans des démocraties les grandes décisions ne se prennent que sous la contrainte. Dans une somme de démocraties comme l'Union européenne la pression doit être encore plus forte pour que la réaction se produise.

En créant l'euro l'Union s'est engagée plus qu'elle ne le pensait sur la voie du fédéralisme .Quoi qu'on pense de celui-ci, revenir en arrière serait économiquement ruineux et politiquement désastreux.

Pourtant le poids des oppositions à un projet *fédéralisant* est énorme. Que va-t-il se passer ? Les pères fondateurs Jean Monnet et Robert Schuman pensaient qu'il fallait créer des mécanismes d'intégration économique; la politique suivrait le mouvement. Aujourd'hui on déplore le déficit démocratique de l'Europe. Faut-il donc faire évoluer l'Europe sans trop le dire aux citoyens, ou au contraire leur expliquer qu'on n'a pas le choix ? Il faudra encore quelques convulsions sur les marchés pour que la démarche institutionnelle aboutisse, mais on se rappelle le principe: quand quelque chose *doit* arriver, cela *va* arriver.

Anthony Shea