

Qu'est-ce que la Chancelière ignore et que nous savons déjà ? Elle sait, depuis la rencontre de Strasbourg cette semaine que la France soutient le projet allemand de modification des traités européens. Mais elle paraît ignorer que, cette fois-ci encore, *l'Allemagne paiera*. Elle ignore aussi que la BCE va devenir une banque centrale classique, qui pourra indéfiniment battre monnaie pour soutenir la politique des états qui l'ont instituée. Cela *doit* arriver.

Peut-être Angela sait-elle tout cela, mais dans cette crise il est essentiel de cacher ses cartes. Les meilleures décisions suscitent toujours, au moment où elles vont être prises, les plus vives controverses.

Une crise comme celle-ci est trop facilement assimilée à un combat de rue, alors qu'elle est un processus créatif. Du fracas actuel vont sortir de nouveaux principes qui régiront l'existence financière de l'Europe. Ceux-ci apparaissent assez clairs pour que nous nous risquions à en donner ci-dessous la liste. Mais, pour que puisse vivre la nouvelle zone euro, il faut que la croissance revienne sur le continent. Elle ne sera pas donnée *en plus*, elle est la condition du succès. De cette crise émergera, ses défauts de conception enfin corrigés, une grande monnaie, l'euro.

### Dans la forge de Vulcain

L'observateur de bonne foi a, depuis le début de cette crise, l'impression que les gouvernements européens ont toujours un temps de retard sur les événements, comme au tennis lorsqu'un joueur court après les balles que son adversaire plus incisif fait revenir trop vite dans sa moitié de court. Les commentateurs font leurs délices de cette incapacité présumée des pouvoirs publics à ne pas *subir le match*. Les bonnes plumes financières de Londres (*ah, les Anglais sont trop malins pour être dans la zone euro !*) opposent cette impuissance politique à la détermination vertueuse *des marchés* qui, eux, *savent* (quoi, exactement ?) et vont leur donner (à nouveau) une leçon.

Ce faisant, ces esprits brillants paraissent commettre la même erreur, mais d'un point de vue opposé, que l'opinion publique européenne (si l'on ose parler en son nom), en considérant que les marchés sont l'ennemi des politiciens. En réalité les marchés aident les gouvernants à faire évoluer la zone euro vers des solutions raisonnables.

Comme le fait remarquer Fred Bergsten (*Prospect*, déc. 2011), il faut s'attacher à ce que *font* les gouvernements européens, plutôt qu'à ce qu'ils *disent*. Ce qu'ils pourraient dire pour calmer les marchés susciterait des oppositions violentes. Par exemple annoncer que la BCE va intervenir sans limite pour soutenir la dette italienne ferait peut-être baisser les taux de celle-ci, mais déplairait vivement au président de la Bundesbank.

Celui-ci s'oppose fermement à une intervention de cette nature, en invoquant le hasard moral, c'est-à-dire la prime qui serait donnée à ceux qui se sont mal comportés (le gouvernement italien) et qu'on tirerait d'affaires. Il rappelle aussi, comme le veulent la tradition monétaire et le conformisme allemand, que la monétisation d'emprunts d'état par le rachat sur le marché conduit à l'inflation.

On croit rêver: le problème de l'Europe est la récession, à laquelle contribue la politique restrictive de la BCE, qui maintient un taux d'intervention trop élevé et n'arrive pas à stimuler la croissance de la masse monétaire. Au 3<sup>e</sup> trim. 2011 M3 est en hausse de 3,1% sur un an. Les banquiers centraux allemands ne se consolent pas de la disparition de l'inflation des années 1970, qui leur donnait un si grand rôle, rôle que le traité de Maastricht a voulu perpétuer à contre-temps.

Les institutions européennes ont répondu à chaque poussée de la crise par des mesures qui, sans convaincre les marchés, ont permis à chaque fois de faire au moins un peu retomber la fièvre. Ce qui a été mis en œuvre, dans la cacophonie des intérêts divergents, n'est pas négligeable: consolidation (au moins provisoire) du système bancaire et renforcement du rôle de l'autorité de surveillance (EBA), création de l'EFSSF, interventions de la BCE sur le marché des emprunts d'état. La crise n'est pas domptée, mais le dompteur est toujours debout.

Dépassée momentanément par la technique (de résolution des crises financières), *la politique* vient même de reprendre son rang. Quel chemin parcouru ! L'union fiscale, entrevue avant l'été comme une éventualité fumeuse, est bel et bien en marche. Lorsque la France et l'Allemagne se mettent d'accord sur plus de gouvernance européenne, ce n'est pas uniquement pour envoyer des contrôleurs en Grèce. Il s'agit bien plutôt d'établir des règles de gestion budgétaire qui s'appliqueront à tous les membres de la zone euro. Ce club-là commence à ressembler à une *fédération*.

Les règles une fois affirmées, les flux budgétaires pourront commencer à se rétablir, autrement dit les Allemands auront moins peur de prêter, directement ou indirectement, à la Grèce, ou à l'Espagne. Ces règles susciteront non seulement la confiance des créiteurs extérieurs, mais aussi celle des agents économiques européens. Elles sont un élément crucial de la sortie de crise.

De ce qui paraît être le chaos va émerger un nouvel ordre ou plutôt une zone euro beaucoup plus aboutie. Jean Monnet disait que l'Europe se forgerait dans les crises et serait la somme des solutions trouvées à ces crises. L'adolescente se comporte comme l'avait prévu le père fondateur.

## L'avenir comme si vous y étiez

Voici donc sur quoi va reposer le nouvel ordre économique européen. Ces affirmations n'engagent bien sûr que ceux qui les lisent.

1°- L'euro va survivre. *Failure is not an option.* Si mal conçu ait-il été à l'origine, il est devenu un symbole et un instrument indispensables de la construction européenne.

Celle-ci est l'enfant inattendu de la deuxième guerre mondiale. A la fin de celle-ci les pays vainqueurs occidentaux ont su éviter les erreurs historiques du traité de Versailles de 1919. La (re)construction européenne a été une réussite extraordinaire. Elle a établi la prospérité et la paix, au moins à l'Ouest du rideau de fer. Malheur à qui mettrait aujourd'hui en danger ce splendide héritage! L'euro sera donc défendu coûte que coûte.

Il va survivre car ses membres seront désormais obligés de suivre des règles précises. Peut-être aura-t-il besoin, en plus, d'un peu de souplesse. On pourrait imaginer que des pays puissent sortir du système, puis éventuellement y rentrer à une parité plus basse. On introduirait ainsi dans l'euro une notion de parité et de géométrie variables. Pour faire cela sans crise, un pays en difficulté (disons la Grèce) remplacerait l'euro par une drachme de valeur initiale égale à un euro, valeur qui serait garantie par la zone euro, mais qui s'ajusterait en fonction de l'évolution du déficit budgétaire et/ ou de la balance des paiements du pays. La Grèce serait donc rattachée à l'euro par un taux de change ajustable mais garanti, selon un système de *currency board*.

La zone euro aurait alors évolué: on passerait d'une monnaie unique à une zone dans laquelle deux ou plusieurs monnaies évolueraient de manière coordonnée ; ce serait un nouveau SME (système monétaire européen.). Ce système serait plus souple que l'actuel, mais représenterait, diraient les critiques, une forme dégradée d'union européenne. La réponse à cela est la suivante: un pays qui aurait suivi les prescriptions de la zone euro aurait toutes chances, une fois un ajustement effectué, de pouvoir rentrer dans la zone en tant que membre de plein exercice, c'est-à-dire, dans notre exemple, en repassant de la drachme à l'euro.

Au fond il serait bon de concevoir un système de cette nature pour ne pas avoir à l'utiliser .Il serait plutôt destiné à satisfaire intellectuellement les esprits qui font des objections à l'opportunité de l'existence de l'euro et à sa cohésion future.

2°-les pays de l'euro Nord vont devoir, à nouveau, subventionner le Sud, pour remettre à flot les pays les plus faibles. La Grèce, c'est maintenant convenu, ne remboursera pas toutes ses dettes. Mais peut-être faudra-t-il investir encore pendant des années dans le *mezzogiorno* de l'Europe. Pour que les Allemands, les Français... soient convaincus de le faire, il faut que des règles garantissent que ce ne sera pas à fonds perdus. Autrement dit, que les pays aidés aient des chances de redevenir de bons citoyens euro.

Si c'est le cas, la générosité du Nord apparaîtra comme ce qu'elle doit être i.e. un investissement rentable. Le Nord profite des déficits du Sud, car celui-ci lui achète ses marchandises.

De plus, la Grèce et l'Italie, etc permettent à l'Allemagne de jouir d'un taux de change avantageux pour elle. On peut aussi faire valoir, comme S. Mallaby (*FT* 24.11), que les taux d'intérêt peu élevés dont avait joui jusqu'ici la zone euro, grâce aux bons ratings des pays du Nord, ont poussé au crime les pays du Sud : si les Grecs ont trop dépensé, c'est la faute des Allemands...

D'un point de vue strictement financier, les pays du Sud pourraient continuer à emprunter dans des conditions saines tant qu'ils respecteraient certains ratios. Un banquier prêtant à une entreprise s'attache principalement non pas au montant de la dette, mais à la capacité de remboursement de son client i. e. au ratio *charge de la dette / cash flow*. Par analogie, une Grèce assainie pourrait emprunter tant que la charge de sa dette resterait dans des proportions raisonnables par rapport au solde de son budget primaire.

3°-Le fonctionnement de la zone euro sera défini par des règles précises, qui paraissent être l'objet d'un consensus de plus en plus large :

-La règle d'or voudra que les budgets des états membres soient en équilibre primaire. A elle seule cette règle nous fait entrer dans un monde nouveau. C'est probablement la fin de l'Etat-providence.

-L'exécution des budgets sera supervisée par une autorité communautaire. Aura-t-elle les dents suffisamment acérées, autrement dit pourra-t-elle prendre des sanctions efficaces contre les pays délinquants? Ou bien les sanctions seront-elles automatiques?

-Les politiques fiscales (taux d'imposition, mais aussi, peut-on espérer, les philosophies d'imposition), seront harmonisées.

-Les institutions des pays membres telles que la fonction publique, certaines professions, les réglementations diverses (création d'entreprises, entre autres) seront libéralisées. La corruption (en Grèce et ailleurs) sera combattue.

4°-Les politiques d'emprunt des pays membres seront partiellement fusionnées. Pour les montants qui seront conformes à l'orthodoxie financière nouvellement établie, la fédération euro empruntera au nom de ses membres, faisant bénéficier ceux-ci d'un avantage considérable en termes de taux et de liquidité. Le marché des Eurobonds sera le deuxième ou troisième plus large au monde et tous les grands investisseurs (la Chine...) voudront y être actifs. L'Europe, présentée ces temps-ci comme à la dérive, sera peut-être la meilleure signature mondiale.

5°-La BCE- appuyée par l'EFSSF, qui deviendra un fonds monétaire européen- pourra alors fonctionner comme une banque centrale ordinaire, mais son mandat évoluera. Telle qu'elle est, la BCE est fille de la Deutsche Bundesbank, elle-même conçue lors de la réforme monétaire de 1948, mais créée en tant que telle en 1957. Le rôle de la Bundesbank était précisément défini: il consistait à défendre la stabilité des prix et l'équilibre du système bancaire allemand.

L'effondrement économique de la république de Weimar s'était-on se le rappelle- accompagné d'une inflation *galopante*. La crise avait amené les nazis au pouvoir en 1933. Dans l'Allemagne de l'après-guerre la maîtrise de l'inflation a pris un caractère presque religieux. La Bundesbank, gardienne du temple, a merveilleusement rempli sa mission, assurant pendant quarante ans la stabilité des prix et la solidité de la monnaie.

La BCE doit s'affranchir aujourd'hui de ces liens de filiation. La zone euro à 17 pays n'est pas la République fédérale de 1957. La référence à la seule stabilité des prix ne peut satisfaire indéfiniment des pays dans lesquels la lutte contre l'inflation ne s'est jamais imposée comme une priorité face au soutien de la croissance et à la fluidité du crédit. La Bundesbank a toujours été la seule de son espèce parmi les grandes banques centrales. Aux Etats-Unis, le Federal Reserve a pour mission d'assurer la stabilité des prix *et* de soutenir la croissance. L'expérience suggère que le choix entre les deux s'est souvent fait à l'avantage de la croissance. A cela une brillante exception est la politique de Paul Volcker, qui en 1981 résolut de briser l'engrenage inflationniste, quel qu'en fût le prix à payer. Mais c'était une situation de crise, une autre crise...

### **La croissance ou le chaos**

Ce qui, en effet, est en jeu aujourd'hui est la croissance, non pas l'inflation. Invoquer le danger d'inflation pour restreindre l'action de soutien de la BCE c'est vouloir acheter un parapluie après l'averse. La crise, à la fois monétaire et financière, ne pourra se résoudre que dans le retour à la croissance. L'austérité soi-disant vertueuse ne fait qu'affaiblir les économies et creuser le tombeau des finances publiques. L'austérité dans tous les pays de la zone euro *en même temps* crée un risque systémique, que les Allemands paraissent avoir du mal à concevoir.

Ce danger est d'autant plus grand que les réformes de structures exigées des Grecs, des Italiens et bientôt de tous les autres pays risquent de provoquer un phénomène de courbe en J. Autrement dit, elles contribueront à la récession, par exemple en réduisant des revenus de fonctionnaires ou les aides sociales, avant de libérer les capacités de croissance des pays membres de la zone euro.

On le sait bien maintenant, la difficulté de trouver une solution à la crise tient à la nécessité de pratiquer simultanément deux manoeuvres contradictoires, comme le font les pilotes de rallye : freiner les dépenses et accroître les recettes, tout en maintenant la vitesse, cela évidemment sur une route sinueuse et verglacée ! Appuyer sur le frein sans rien faire d'autre n'amène à rien de bon, comme nos amis britanniques sont en train de le découvrir à leurs dépens.

L'exercice est délicat: il faut essayer de supprimer les dépenses peu utiles d'un point de vue économique et social, et trouver de nouvelles ressources, cela de manière aussi peu douloureuse que possible. De plus, il faut assurer le financement des investissements garants de la croissance future: enseignement, recherche, infrastructure.

Exercice de prestidigitation, sans doute, et on pourrait désespérer, s'il n'existait un ingrédient non pécuniaire à notre disposition, qui peut permettre de sortir de l'impasse. Il s'agit de la *confiance*.

Imaginons que l'on ait mis en oeuvre toutes les règles énumérées ci-dessus. La doctrine de l'équilibre budgétaire aurait conquis tous les esprits, les dettes les plus criantes auraient été réduites ou rééchelonnées, la solidarité financière entre tous les membres de la zone euro mise en place. La BCE aurait ramené à zéro son taux d'intervention. Les réformes de structure seraient en marche. L'Europe financière serait enfin établie. Alors les investisseurs financiers se précipiteraient sur le papier euro, les industriels mondiaux redécouvraient l'exceptionnel réservoir de compétences, de savoir faire et de talents que constitue l'Europe. L'Asie, en comparaison, ferait presque pâle figure !

Pour que ce qui précède ne soit pas un conte de fées il faut la réunion de trois éléments :

- la capacité de se projeter dans l'avenir et de voir qu'une solution existe, si la zone euro accepte la logique d'une solidarité, à laquelle de toute façon elle ne peut plus échapper ;
- le courage du sauteur à l'élastique i.e. celui qui permet d'affronter une discontinuité radicale, de changer de système ;
- enfin, *le temps*: il en faut, parce que les changements institutionnels nécessaires ne seront pas accomplis du jour au lendemain; il faut que les investisseurs donnent du temps à l'Europe, autrement dit soient prêts à *acheter pendant les travaux*. Mais il n'y a guère de doute là-dessus: si la marchandise est appétissante, ils entreront dans la boutique.

## **L'Europe enfin, telle qu'en elle-même**

Au milieu de l'incendie nous débattons de la meilleure façon de replanter la forêt. Sommes-nous donc grossièrement à contretemps ? Sûrement pas: c'est la définition de ce que sera le monde après la crise qui permettra de désarmer celle-ci, autrement dit de faire changer l'espoir de camp, de rassurer des opinions légitimement inquiètes.

Nous venons de franchir une étape importante: l'acceptation (par l'Allemagne) d'une solidarité renforcée en échange de la promulgation de règles de bonne conduite. Du principe à l'application le chemin est semé d'embûches, mais au moins la carte est dessinée. On est tenté de dire que la crise, sous son aspect intellectuel, est révolue. Cette *constitution économique* de l'Europe, dont nous parlons, va s'imposer inéluctablement, mais elle ne sera pas une conséquence de la crise, elle sera la cause majeure de la fin de celle-ci.

Dans ce monde nouveau l'euro sera une grande monnaie, mais pas nécessairement une monnaie forte ! Ce sera la monnaie d'une entité économique comptant dans ses rangs des pays plus ou moins solides. Le D-Mark, cher au cœur de nos amis allemands, ne reviendra pas. Ils ont de la peine à l'accepter et les marchés ont de la peine à le percevoir.

Depuis le début de la crise ceux-ci jouent la bonne monnaie (l'euro) contre les mauvais emprunts (grecs, italiens -et la liste s'allonge). On croyait jusqu'ici l'euro aussi fort que le serait isolément la monnaie du pays le plus fort, l'Allemagne. Fatale erreur ! L'euro ne serait le DM que si le système éclatait - et le marché paraît commencer à se rendre compte que cela n'arrivera pas ! L'échec relatif de l'émission allemande la semaine dernière suggère qu'il n'y a, aux yeux du marché, plus de très bon papier, même l'allemand. Il n'y aurait donc plus de monnaie-refuge, il n'y aurait plus que...l'euro.

Ce n'est pas la fin d'une ère de stabilité vertueuse pour l'Allemagne, c'est le début d'une époque prometteuse pour l'Europe. L'euro, disions-nous, sera une grande monnaie aux côtés du dollar et devant le yen et le yuan. Comme tel, il fluctuera, mais, si l'Europe s'engage sur le bon chemin, il sera plus souvent fort que faible, comme le sera elle-même, économiquement et politiquement, la zone euro.

Comme monnaie (très) forte il ne restera que le franc suisse. C'est presque une malédiction qui menace la Confédération. Comme les Hollandais protégeant leurs polders, les Suisses vont devoir s'opposer aux vagues de la spéculation. Déjà la Banque nationale suisse a établi la garde aux frontières, en intervenant sans limite sur le marché. Mais ce n'est pas une solution durable. L'avenir réside sans doute dans un système liant étroitement le franc suisse à l'euro. Tiens, l'euro recrute de bons éléments !

Tu l'as compris, ami(e) lecteur(trice), il y a, dans le trop long papier que tu as eu la patience de parcourir jusqu'ici, un parti- pris spéculatif. Nous dansons au bord du cratère et l'auteur ne prétend pas disposer sur le sujet qu'il traite de clairvoyance particulière. Mais il est essentiel de voir que, dans le tumulte, un monde nouveau est en train de naître. Une catastrophe peut encore se produire, mais elle n'est pas l'éventualité la plus probable. En tout cas un grand mouvement est en route et nous sommes tous attachés à la roue de la Fortune.

La crise bouillonne, tant mieux. La politique économique à dix-sept (ou même 2+15) se cuisine toujours à la chaleur du volcan. Quand la République italienne doit emprunter à 8% -et quand *The Economist* demande, sur la première page de son édition de cette semaine (26.11-2.12), « *Is this really the end ?* » (de l'euro), on ne peut manquer de se dire que la tendance va bientôt se renverser et de répondre « *No, it is actually a new beginning* ». It must be.

Si Angela savait ça, elle achèterait les valeurs de l'indice DAX.

Anthony Shea