

Quand les marchés s'en mêlent : la crise des dettes souveraines dans la zone euro

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak
OFCE

La crise des années 2007-2009 est d'abord une crise bancaire et financière, provoquée par des innovations hasardeuses, dans un contexte de libéralisation et de globalisation financière non contrôlée. Les marchés financiers se sont révélés avides, aveugles et instables. La crise s'explique aussi par l'explosion de la masse des capitaux cherchant des placements liquides et rentables. Ces capitaux proviennent des pays néo-mercantilistes qui fondent leur croissance sur l'accumulation d'excédents extérieurs (Chine, Allemagne, pays scandinaves), des pays producteurs de matières premières, des fonds de pension des pays libéraux et des classes riches des pays développés et des pays émergents. Les politiques monétaires des pays anglo-saxons ont laissé gonfler l'endettement privé et les bulles financières et immobilières, ce qui permettait de soutenir la croissance sans distribuer de salaires ou de revenus sociaux. La crise provient ainsi des stratégies macroéconomiques insoutenables mises en œuvre d'un côté par les pays néo-mercantilistes, de l'autre par les pays anglo-saxons (Mathieu et Sterdyniak, 2009).

La crise ne provient pas de la hausse des dettes et des déficits publics. En 2007, le solde public de l'ensemble des pays de l'OCDE ne présentait qu'un déficit de 1,3 % du PIB ; celui de l'ensemble des pays de la zone euro un déficit de 0,6 %. La crise a cependant provoqué une dégradation sans précédent des finances publiques, en raison des politiques de soutien des banques, des politiques de soutien de l'activité, mais surtout de la baisse des recettes fiscales (et de la hausse des dépenses d'indemnisation du chômage) induite par la chute de l'activité.

Pour les marchés financiers et les institutions internationales, la question essentielle est devenue celle des déficits et des dettes publics. A partir de 2009, les marchés financiers ont prétendu avoir des doutes sur la soutenabilité des finances publiques, même celles des pays développés et ont réclamé de fortes réductions des déficits budgétaires même si ceux-ci demeuraient nécessaires pour soutenir l'activité.

La situation est particulièrement préoccupante pour la zone euro dont l'organisation économique n'est pas satisfaisante. Les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) n'ont pas de fondement économique ; une politique monétaire unique appliquée à des pays dont la stratégie économique et les situations économiques différent accentue les disparités économiques. L'indépendance de la BCE, son refus de financer les dettes publiques des Etats membres, l'absence de solidarité financière entre les pays de la zone deviennent problématiques en période de crise financière. A partir de la fin 2008, les marchés financiers ont spéculé sur l'éclatement de la zone. La crise financière s'est prolongée en une crise des dettes publiques de la zone euro.

Zone euro : une organisation défailante

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

La zone euro souffre de contradictions fondamentales, qui sont apparues au grand jour pendant la crise, mais qui étaient déjà présentes avant celle-ci. L'organisation de la politique macroéconomique (indépendance de la BCE ; Pacte de stabilité et de croissance, PSC) est marquée par la méfiance envers les gouvernements nationaux démocratiquement élus. Les signataires du traité de Maastricht ont voulu insérer les politiques budgétaires nationales dans des contraintes rigoureuses. En même temps, persuadés que les marchés avaient toujours raison, ils ont refusé de contrôler les institutions financières, les crédits privés et les déséquilibres extérieurs.

Le cadre économique de la zone euro comprend trois éléments. Le Pacte de stabilité et de croissance est le seul élément pour lequel la Commission a un pouvoir disciplinaire effectif, mais il est mal conçu :

1. Ses règles numériques (l'interdiction de dépasser 3 % du PIB pour les déficits publics, 60 % du PIB pour les dettes publiques, l'équilibre des finances publiques à moyen terme) visent à corseter les politiques budgétaires nationales, mais n'ont pas de fondement économique. Rien ne justifie les limites (3 % et 60 %) ou l'objectif d'équilibre à moyen terme. Par exemple, la théorie économique justifie de financer les investissements publics par le déficit public, ceci permet un objectif de déficit à moyen terme de l'ordre de 2,5 %.
2. La Commission peut lancer des Procédures de déficit excessif (PDE) contre les pays qui dépassent ces limites, mais l'expérience a montré que ceux-ci sont généralement des pays en situation de dépression économique (qui refusent, avec raison, de mettre en œuvre des politiques restrictives dans une telle conjoncture).
3. Le PSC ne permet pas à la Commission d'exercer une influence sur les politiques des Etats membres dans les périodes économiques favorables, lorsque des efforts budgétaires pourraient être faits.
4. Le PSC ne permet pas de mettre en œuvre des mesures à l'encontre des pays qui mènent des politiques trop restrictives.
5. Le PSC ne tient pas compte des soldes courants, de la compétitivité, des dettes privées, des bulles financières et réelles. Ainsi, la Commission est restée muette devant le gonflement des déséquilibres en Irlande ou en Espagne comme devant la stratégie allemande de recherche effrénée de compétitivité.

Selon le Pacte de stabilité et de croissance, les Etats devaient perdre toute possibilité de politique budgétaire autonome. Ils devaient d'abord faire passer leur solde structurel à l'équilibre, puis, celui-ci atteint, laisser jouer les seuls stabilisateurs automatiques. La BCE devait assurer la stabilisation macroéconomique par la politique monétaire. Mais il est

impossible de stabiliser les conjonctures de 17 pays avec un seul taux d'intérêt, comme de stabiliser la conjoncture avec le seul taux d'intérêt quand la dépression est trop profonde.

Le processus de coordination des politiques économiques (prévu par les articles 121 et 136 du TFUE) est resté purement formel. Il n'y a pas eu de réelles concertations sur les stratégies macroéconomiques à mener, à court et à moyen termes, adaptées à la situation économique et aux particularités de chaque pays. Les instances européennes n'ont pas été capables d'impulser une stratégie macroéconomique cohérente dans la zone. Polarises sur des objectifs indifférenciés de finances publiques, elles se sont refusées de prendre en compte les différences de situation entre pays, de mettre en place des objectifs en termes de croissance, d'emploi, de solde extérieur.

Les programmes de réformes structurelles consistaient principalement à libéraliser les marchés des biens, à déréguler les marchés financiers, à affaiblir le droit du travail. La Commission a fait pression sur les pays membres pour qu'ils introduisent ces réformes, ce qui permettait aux gouvernements nationaux d'invoquer cette pression pour imposer des réformes impopulaires. Ainsi, l'Europe a souffert d'une contradiction entre le fonctionnement démocratiques des Etats-Nations et la volonté des classes dominantes d'utiliser la construction européenne pour obliger les peuples à accepter des réformes libérales : forte baisse des dépenses publiques et sociales, flexibilisation du marché du travail, baisse des impôts, ouverture à la concurrence. Ces réformes passent par la technocratisation de la politique économique (indépendance de la BCE, rôle directeur de la Commission et de ses directions des Affaires économiques et de la concurrence) et surtout par l'ouverture des frontières aux travailleurs, marchandises, capitaux sans harmonisation fiscale, sociale et réglementaire. La crise a remis en cause la pertinence de ces programmes de réformes. L'Europe doit-elle garder l'objectif de la libéralisation des marchés financiers ? De substitution des fonds de pensions aux systèmes publics de retraite ? De baisse des impôts ?

L'UEM a vu, depuis 1999, la persistance d'une croissance relativement médiocre et l'accroissement des divergences entre les Etats membres en termes de croissance, d'inflation, de chômage et de déséquilibres extérieurs. Le cadre de politique économique de la zone euro, qui impose des politiques macroéconomiques semblables pour des pays dans des situations différentes, a élargi les disparités de croissance entre les Etats membres. Avant la crise, l'UEM avait fait des gagnants (Irlande, Espagne, Grèce) et des perdants (Allemagne, Italie, Portugal). Dans la plupart des pays, en particulier les plus grands, l'introduction de l'euro n'a pas provoqué l'accélération promise de la croissance. Pour d'autres, l'accélération de la croissance s'est payée de l'accroissement de déséquilibres difficilement soutenables. Les Etats membres n'ont pas été capables de définir une stratégie commune.

Avant même la crise, la zone euro connaissait une augmentation des disparités entre deux groupes de pays conduisant des stratégies macroéconomiques insoutenables :

– Les stratégies néo-mercantilistes des pays du Nord (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Finlande) consistaient à brider leurs salaires et les dépenses sociales afin d'engranger des gains de compétitivité et d'accumuler de forts excédents courants. De 2000 à 2007, la part des salaires dans la VA a baissé de 4 points en Allemagne, de 5 points en Autriche. La faiblesse de la demande intérieure de ces pays comme leurs gains de compétitivité ont pesé sur la croissance de l'ensemble de leurs partenaires de la zone euro (les pays du Sud, mais aussi la France ou l'Italie).

– Les pays du Sud (Espagne, Grèce, Irlande) ont connu une croissance vigoureuse, impulsée par des taux d'intérêt bas relativement au taux de croissance, par des bulles

immobilières. S’y ajoute en Irlande une politique de dumping fiscal. Ils ont accumulé d’importants déficits extérieurs.

En 2007, plusieurs pays de la zone euro avaient de larges excédents courants (tableau 1) : Pays-Bas (8,1 % du PIB), Allemagne (7,9 %), Finlande (4,9), Belgique (3,5) et Autriche (3,3), tandis que d’autres avaient de forts déficits : Portugal (-8,5 % du PIB), Espagne (-9,6 %) et Grèce (-12,5 %). Ainsi, les 230 milliards d’euros d’excédent des pays du Nord créent et financent les 180 milliards de déficit des pays méditerranéens. Le cadre de politique économique mis en place par le traité de Maastricht a été incapable d’empêcher le creusement de déséquilibres qui sont devenus insoutenables avec la crise.

Tableau 1. Soldes courants en 2007

	En milliards d’euros	En % du PIB
Luxembourg	3,8	10,1
Pays-Bas	48,6	8,1
Allemagne	192,1	7,9
Finlande	7,3	4,9
Belgique	12,8	3,5
Autriche	9,1	3,3
Danemark	1,6	0,7
Italie	-27,7	-1,7
France	-43,0	-2,2
Slovénie	-1,6	-4,6
Slovaquie	-2,8	-4,7
Irlande	-10,1	-5,3
Portugal	-16,0	-8,5
Espagne	-105,1	-9,6
Grèce	-33,4	-12,5
Total zone euro	39,4	0,4

Source : FMI.

Toujours en 2007, la plupart des pays membres avaient un solde public primaire (SPP) excédentaire, soit un excédent de 2 % du PIB dans la zone euro (tableau 2). Si l’on compare le niveau du SPP au niveau requis pour stabiliser le ratio dette publique/PIB, on observe que seule la France avait un problème, et non la Grèce ou l’Espagne. Certains pays, comme l’Espagne, la Grèce, et l’Irlande, bénéficiaient de taux d’intérêt faibles au regard de leur croissance. Leurs dettes publiques se sont stabilisées, mais cet équilibre était fragile, puisqu’il dépend de l’écart entre les taux d’intérêt et la croissance. En 2007, les marchés financiers ne faisaient pas de distinction parmi les dettes publiques des pays de la zone euro. Ils pensaient que la zone était solide. En juin 2007, les taux d’intérêt à 10 ans n’allaient que de 4,5 % en Allemagne à 4,65 % pour la Grèce et l’Italie (graphique 3 et tableau 3).

La crise a conduit à une dégradation rapide des soldes publics, mais cette dégradation résulte de la chute de la production et de l’utilisation de la politique budgétaire pour soutenir la croissance. Les déficits publics actuels ne reflètent pas des déséquilibres structurels datant d’avant la crise, qui nécessitent d’être corrigés par des politiques budgétaires restrictives.

Tableau 2. Stabilité des dettes publiques in 2007

En % du PIB

	Solde public	Solde public primaire	Dettes nettes	Taux d'intérêt réel corrigé de la croissance du PIB	Ecart à la stabilité**
Allemagne	0,2	2,6	42,2	2,0	1,8
France	-2,7	-0,2	33,8	0,3	-0,3
Italie	-1,5	3,2	87,0	0,9	2,4
Espagne	1,9	3,0	18,5	-2,5	3,4
Pays-Bas	0,2	1,8	27,9	0,2	1,7
Belgique	-0,2	3,5	73,3	0,0	3,5
Autriche	-0,5	1,5	30,8	0,1	1,4
Grèce	-6,4	-2,2	79,8	-2,8	0,0
Portugal	-2,7	0,2	42,7	0,5	0,0
Finlande	5,2	4,6	-72,6	0,1	4,7
Irlande	0,1	1,0	-0,3	-4,0	1,0
<i>Zone euro</i>	<i>-0,6</i>	<i>2,0</i>	<i>43,3</i>	<i>0,3</i>	<i>1,9</i>
Royaume-Uni	-2,7	-0,8	28,5	-0,3	-0,7
Etats-Unis	-2,8	-0,9	42,4	-0,6	-0,6
Japon	-2,4	-1,8	81,5	0,9	-2,5

Note explicative : l'écart à la soutenabilité est mesuré par la différence entre le solde public primaire et le solde requis pour stabiliser la dette (le produit de la dette nette par le taux d'intérêt long corrigé de la croissance tendancielle).

Avant la crise, les pays de la zone euro ne pratiquaient pas des politiques extravagantes de hausses des dépenses publiques ; au contraire, la part des dépenses publiques dans le PIB a diminué de 2,9 points de 1997 à 2007. Mais, la plupart des pays ont mis en œuvre des stratégies de baisses d'impôt dans une situation de concurrence fiscale, l'UE n'ayant pas adopté de politique d'harmonisation fiscale. En même temps, ce désarmement fiscal a été choisi par les classes dominantes afin de tirer prétexte du déficit ainsi créé pour déclarer inéluctable la baisse des dépenses publiques. Ainsi, la plupart des pays ont supprimé l'impôt sur le patrimoine des ménages ; le taux supérieur de l'impôt sur le revenu est passé en moyenne de 50,5 % en 1995 à 42,1 % en 2008 ; le taux moyen de l'IS de 37,5 % à 26 %. Cette contre-révolution fiscale a continuellement alimenté le gonflement de la dette. Les réductions d'impôt et de cotisations se sont multipliées (sur les bénéficiaires des sociétés, sur le revenu des particuliers les plus aisés, sur les patrimoines, sur les cotisations patronales...), mais leur impact sur la croissance économique n'est pas apparu. Ces politiques ont donc aggravé à la fois les inégalités sociales et les déficits publics. Elles ont obligé les administrations publiques à s'endetter auprès des ménages aisés pour financer les déficits ainsi créés. Avec l'argent économisé sur leurs impôts, les riches ont pu acquérir les titres (porteurs d'intérêts) de la dette publique émise pour financer les déficits publics provoqués par les réductions d'impôts. Est-ce un hasard si les pays en difficultés aujourd'hui sont ceux qui ont les taux de prélèvements les plus bas de la zone : en 2007, le taux de prélèvement obligatoire était de 40,4 % pour l'ensemble de la zone euro, de 32,3 % pour la Grèce, de 31,4 % pour l'Irlande ?

La dégradation des finances publiques

La crise a entraîné une forte augmentation des déficits publics et des dettes de tous les pays de l'OCDE (tableau 3). Les Etats ont dû soutenir l'activité, venir au secours de leur système bancaire ; ils ont dû augmenter leurs dépenses de prestations chômage ; ils ont surtout enregistré de fortes pertes de recettes fiscales. Globalement, la détérioration des finances publiques de la zone a été inférieure à celle des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne ou du Japon. Mais certains pays de la zone ont été particulièrement touchés, ceux qui connaissaient une croissance particulièrement vigoureuse : la Grèce (qui souffrait déjà d'un fort déficit public), l'Irlande et l'Espagne (qui ont souffert de l'éclatement de la bulle immobilière).

Tableau 3. Evolution des déficits et des dettes publiques durant la crise

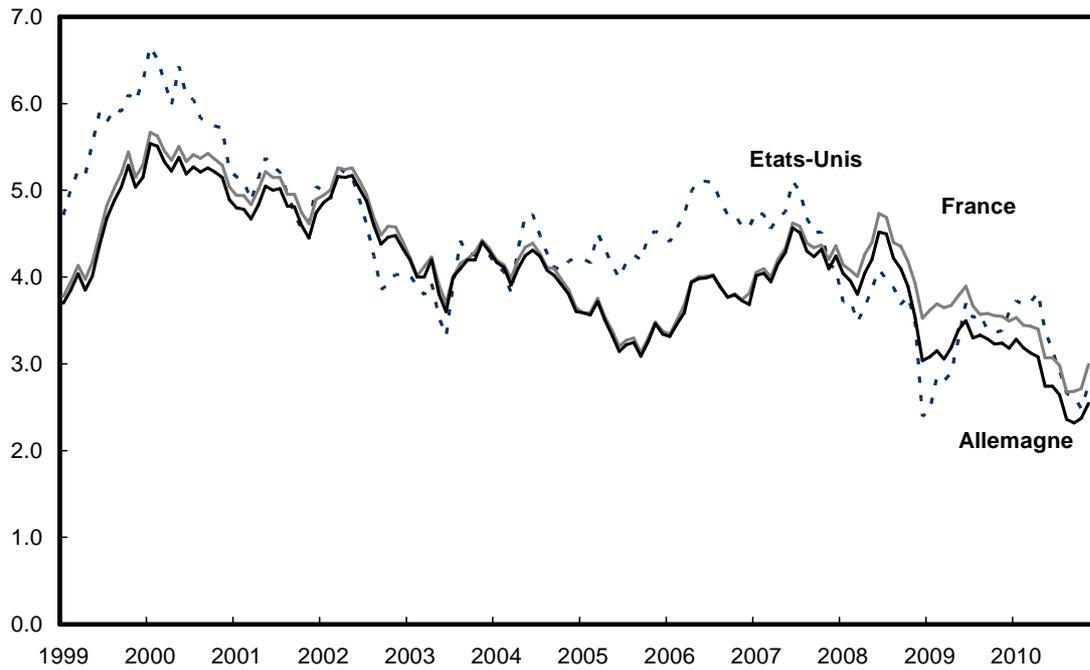
En % du PIB

	Solde public		Dettes au sens de Maastricht		Dettes nettes		
	2007	2009 ou 2010	2007	2010	2007	2010	Hausse
Etats-Unis	-2,8	-11,3	62,5	92	42,5	68	25,5
Japon	-2,4	-6,5	188	218	81,5	114	32,5
Royaume-Uni	-2,7	-11,4*	44,5	78	28,5	51	22,5
<i>Zone euro</i>	-0,6	-6,3	66,5	85	42	59	17
Allemagne	0,3	-3,7	65	76	42	50,5	8,5
France	-2,7	-7,7	64	83	34	57	23
Italie	-1,5	-5,3*	103,5	119	87	103	16
Espagne	1,9	-11,1	36	64,5	18,5	43,5	25
Pays-Bas	0,2	-5,8	62	70,5	28	35	7
Belgique	-0,3	-6,0*	84	98,5	73	82,5	9,5
Autriche	-0,4	-4,3	59	70,5	31	42	11
Grèce	-6,4	-15,4*	105	140	81	112	31
Portugal	-2,8	-9,3	63	83	43	63	20
Finlande	5,2	-3,1	35	49	-72,5	-56,5	16
Irlande	0,0	-12,4	25	97,5	0	61,5	61,5
<i>OCDE</i>	-1,3	-7,9*			38	58	20

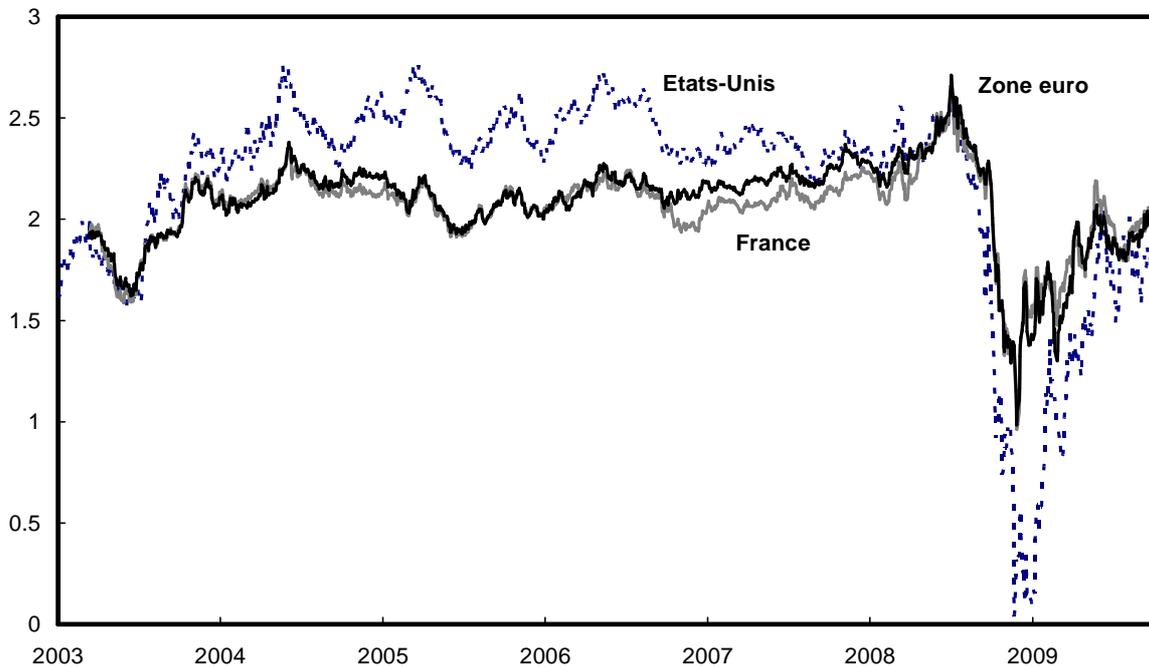
Source : Perspectives économiques de l'OCDE, n° 88 ; * 2009 quand le déficit de 2009 est supérieur à celui de 2010.

Durant la crise, la forte augmentation des dettes et des déficits publics n'a pas entraîné de hausses des taux longs à l'échelle mondiale, parce qu'elles ne faisaient que compenser la chute de l'endettement privé et la hausse de l'épargne privée. Les taux longs ont plutôt baissé, les marchés estimant que les taux monétaires resteraient longtemps bas, que la dépression était telle qu'il n'y avait pas de risque d'inflation ou de surchauffe. En Allemagne, par exemple, le taux à 10 ans sur la dette publique a baissé de 4,6 % en juillet 2008 à 3 % à la mi-2009, 3,2 % en janvier 2010 ; il a baissé à 2,25 % en septembre avant de remonter à 2,95% en décembre (graphique 1).

Graphique 1. Taux d'intérêt publics à 10 ans



Graphique 2. Anticipations d'inflation



Sources: AFT, Réserve fédérale.

Les marchés ne croient pas à un risque d'inflation : la comparaison de la rentabilité des titres non-indexés à celle des titres indexés sur l'inflation montre que l'inflation anticipée actuellement est de l'ordre de 1,8 % en moyenne pour les 10 prochaines années, aux Etats-Unis comme dans la zone euro (graphique 2).

En avril 2010, les taux publics à 10 ans restaient proches de la croissance et de l'inflation anticipées par *Consensus forecasts* pour tous les grands pays industrialisés (tableau 4). On ne

peut donc pas dire que les dettes publiques élevées aient provoquées une hausse des taux d'intérêt.

Tableau 4. Taux d'intérêt publics à 10 ans et inflations anticipées par *Consensus Forecasts*, en juin 2010

	Taux d'intérêt à 10 ans	PIB*	Inflation*	Taux d'intérêt réels corrigés de la croissance du PIB
Etats-Unis	3,8	2,8	2,2	-1,2
Japon	1,3	1,4	0,8	-0,9
Royaume-Uni	4,0	2,3	2,4	-0,7
Allemagne	3,05	1,4	1,6	0,05
France	3,4	1,9	1,85	-0,35
Italie	3,9	1,2	1,7	1,0
Pays-Bas	3,3	2,3	2,4	-1,4

*Croissance anticipée à 10 ans selon *Consensus Forecasts* (juin 2010)

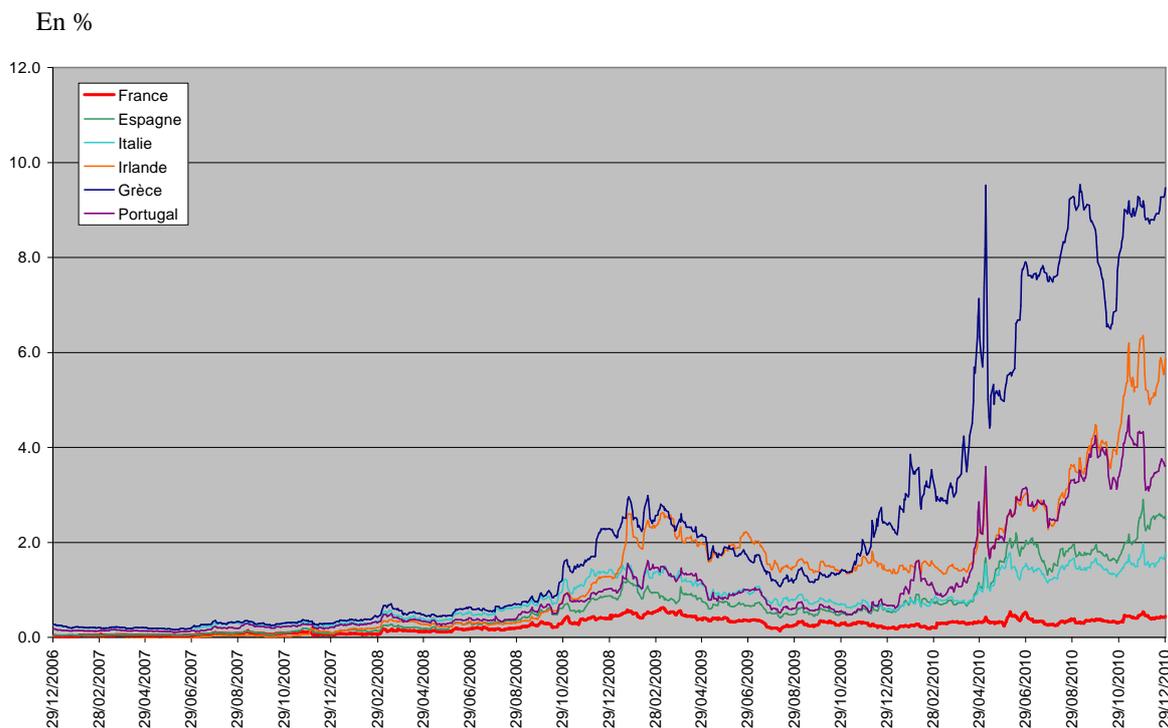
La crise met cruellement à nu les failles de la zone euro

A partir de la mi-2008, les marchés se sont rendu compte d'une faille dans l'organisation de la zone euro (graphique 3). Alors que les gouvernements des autres pays développés ne peuvent pas faire faillite car ils peuvent toujours être financés par leur Banque centrale, au besoin par création monétaire, les pays de la zone euro ont renoncé à cette possibilité. Lors de la mise en place de la monnaie unique, certains pays (en particulier l'Allemagne) qui voulaient s'assurer que l'euro serait une monnaie forte, gérée avec la même rigueur que le mark, qui voulaient éviter tout risque de devoir venir au secours des pays du Sud (qu'ils nommaient, avec condescendance, les pays du Club Méditerranée) ont conditionné leur accord à la mise en place de deux verrous : la BCE n'a pas le droit de financer directement les Etats (article 123 du TFUE) ; la solidarité financière entre les Etats membres est interdite (article 125 du TFUE). Ainsi, chaque Etat doit financer sa dette publique sur les marchés financiers. Aussi, le financement des pays de la zone euro n'est-il pas assuré. La spéculation a pu se déclencher contre les pays les plus fragiles de la zone : Grèce, Irlande, Portugal, Espagne. Avant la crise, ces pays connaissaient une forte croissance avec une certaine inflation, le taux d'intérêt qu'ils payent sur leurs dettes publiques ou privées était faible par rapport à leur taux de croissance nominal. Ces pays ont pu ainsi accumuler une forte dette privée et une forte dette extérieure. Mais l'accumulation de dette est devenue insoutenable, d'autant plus que leur taux de croissance a chuté. Les marchés ont demandé alors des taux élevés qui ont accentué cette insoutenabilité. La crise financière est devenue une crise de la zone euro.

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

imaginer qu'une banque centrale n'interviendrait pas pour secourir son Etat, comme elle l'a fait pour les banques ?

Graphique 3. Ecart des taux publics à 10 ans vis-à-vis du taux allemand



Source : marchés financiers, Datastream.

La spéculation a été facilitée par le jeu des agences de notation, qui ont déclaré risquées les dettes des pays du Sud de la zone alors même que le scénario où un pays de la zone euro ferait défaut n'avait *a priori* qu'une probabilité très faible. Ce sont les agences de notation elles-mêmes qui ont renforcé cette probabilité. L'évaluation financière n'est pas neutre : elle affecte l'objet mesuré, elle construit le futur qu'elle imagine. Ainsi les agences de notation financières contribuent largement à déterminer les taux d'intérêt sur les marchés obligataires en attribuant des notes empreintes d'une grande subjectivité – voire de la volonté d'alimenter l'instabilité –, source de profits spéculatifs. Lorsque les agences de notation dégradent la notation d'un Etat, elles obligent un certain nombre d'investisseurs institutionnels à ne plus détenir la dette de cet Etat, ou à se couvrir sur le marché des CDS (*credit default swaps*) : cela augmente le taux d'intérêt sur les titres de la dette publique de cet Etat, et augmente par là-même le risque de faillite que les agences ont annoncé. Un pays peut avoir une dette publique soutenable tant que les marchés acceptent de lui prêter à un taux d'intérêt de 3 % ; mais la dette devient insoutenable si les marchés demandent 10 %, car le pays doit dégager un fort excédent primaire, en baissant ses dépenses publiques et en augmentant ses impôts. Cet effort fait chuter sa croissance, réduit ses rentrées fiscales et peut paradoxalement conduire à une hausse du ratio dette publique / PIB.

La spéculation a aussi été facilitée par le développement du marché des CDS, qui permettent de spéculer sur les dettes publiques et privées. Les gestionnaires de fonds sont à la recherche perpétuelle de sources de profits élevés, supérieurs à ceux des activités productives. Ils les trouvent soit dans la création de bulles financières, soit dans la spéculation, qui est d'autant plus rentable que les marchés sont volatils ; les fonds spéculatifs gagnent de l'argent soit en vendant des couvertures contre cette volatilité, soit en exploitant leurs capacités à

réagir plus rapidement que les autres intervenants. Les institutions financières ont trouvé une nouvelle source de profit en créant le marché des CDS sur les dettes souveraines des grands pays, qui est un marché spéculatif, parasitaire et déstabilisant. Cela permet de dynamiser le marché des titres publics, qui jadis était relativement inerte, donc sans intérêt pour les spéculateurs. Il devient possible de spéculer à la faillite des Etats. En semant le doute sur la capacité des pays à tenir leurs engagements, les fonds spéculatifs obligent les fonds de placement à se couvrir (ce qui leur permet de leur vendre des CDS). Le marché des CDS permet à certains opérateurs de gagner de l'argent en vendant des protections (qu'ils pensent n'avoir jamais à assumer). Il est ainsi possible d'acheter des protections contre une faillite de l'Etat grec même si l'on ne détient pas de titres publics grecs. Les fonds spéculent alors, soit à la hausse du risque (j'achète une protection à 5 ans pour 2 % ; comme la crainte de défaillance grandit, je peux la revendre deux mois plus tard à 4 %), soit à la faillite effective (je toucherai une indemnisation si la Grèce fait faillite, bien que je ne détienne pas de titres grecs) ; soit pour d'autres à la baisse du risque ; soit même à la non-faillite (je fais courir la rumeur que la Grèce va faire faillite, mais je n'y crois pas moi-même, je vends une protection que je n'aurai jamais à verser). Les perdants dans l'opération sont l'Etat grec, qui doit payer plus cher son endettement, ce qui fragilise plus encore sa situation budgétaire et les fonds qui détenaient déjà des titres grecs (qui doivent dévaloriser leur créance). Considérons un fonds d'investissement qui a acheté 100 millions d'euros de titres grecs à 10 ans en juin 2007 à un taux de 4,65 %. En janvier 2011, le taux des titres grecs est de 11,5 %, la valeur de marché de sa créance n'est plus que de 77,6 millions. Le fonds doit enregistrer une perte de 22,4 millions.

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

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

La spéculation financière actuelle se nourrit des défaillances d'une construction européenne mal conçue. Hors zone euro, les pays ne peuvent faire défaut sur leur dette souveraine et les marchés ne peuvent spéculer sur leur faillite. Si un pays souffre d'une demande privée insuffisante, la banque centrale abaisse son taux directeur et le gouvernement accepte un certain déficit public. Les taux d'intérêt à long terme sont automatiquement faibles, ce qui soutient l'activité et limite la hausse de la dette publique. Si nécessaire, la Banque centrale intervient pour financer le déficit public. En régime de change flexible, ces politiques font baisser le taux de change, ce qui soutient l'activité. Des mécanismes stabilisateurs existent et le risque de défaut est nul. C'est ainsi que fonctionnent, par exemple, les Etats-Unis.

Dans la zone euro, ces mécanismes ont été supprimés puisqu'un pays, frappé d'une crise spécifique ou plus déprimé que ses partenaires, ne peut diminuer son taux d'intérêt ou laisser sa monnaie se déprécier. Ils n'ont pas été remplacés par des mécanismes de solidarité entre pays. Le risque est que demain, un pays de la zone euro ne puisse plus augmenter son déficit, de crainte que les marchés ne provoquent une hausse des taux d'intérêt, sous prétexte de prime de risque. Cette hausse rendrait impuissante la politique budgétaire. On ne peut laisser

les marchés financiers paralyser les politiques économiques, on ne peut laisser les incendiaires donner des instructions aux pompiers. Aussi, le risque de faillite des Etats de la zone euro doit-il être nul : la Banque centrale doit garantir les dettes publiques, en ayant l'obligation de financer les Etats en dernier ressort. Dans un monde financier globalisé, la zone euro ne pourra pas survivre à une situation où les marchés spéculeraient en permanence sur la faillite des Etats membres. La zone euro devra choisir entre se dissoudre ou changer ses institutions pour assurer la garantie des dettes publiques.

Les jeux des marchés financiers

Le stade actuel du capitalisme, le capitalisme financier, se caractérise par le développement prodigieux des marchés financiers. Tandis que les institutions financières (banques, fonds de placement, fonds spéculatifs) obtiennent des profits exorbitants en jouant de la volatilité des marchés, des masses énormes de capitaux sont perpétuellement à la recherche des placements les plus rentables, les plus liquides et les moins risqués possibles.

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

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

Dans une économie où la masse des capitaux financiers est importante, l'endettement est automatiquement élevé. Beaucoup d'agents sont endettés et certains le sont plus que les autres. Il y a donc en permanence des doutes sur la solvabilité des emprunteurs. Les marchés sont moutonniers ; leurs anticipations sont auto-réalisatrices et les opérateurs le savent. Ils sont vigilants, mais leur vigilance accentue les risques de crise. Il suffit qu'une rumeur mette en doute la solvabilité d'un pays pour que certains gestionnaires de fonds (ceux qui recherchent la sécurité) soient obligés de se vendre les titres qu'ils détiennent sur ce pays ; cela fait monter les taux d'intérêt supportés par ce pays, ce qui induit les agences de notation à le déclasser (puisque cette hausse augmente les risques de faillite), ce qui induit d'autres gestionnaires à vendre, ce qui entraîne une nouvelle hausse des taux, etc. La globalisation financière oblige l'économie mondiale à vivre en permanence sous la menace de crises de la dette. Elle provoque en permanence le gonflement des déséquilibres qui finissent un jour par éclater.

La crise de 2007-2008 a montré que des événements inimaginables, comme la faillite de Lehman Brothers, pouvaient se produire ; de sorte que les marchés sont plus nerveux, plus rapides à envisager des scénarios extrêmes, ce qui accentue leur instabilité. Les marchés financiers se souviennent qu'ils ont réussi à faire exploser le Système monétaire européen en

1992, qu'ils ont obligé l'Argentine à sortir du *currency board* en 2001. Pourquoi ne réussiraient-ils pas à faire exploser la zone euro ?

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

Dans la finance globalisée, les politiques économiques doivent se consacrer à rassurer les marchés, alors même que ceux-ci n'ont aucune vision pertinente de l'équilibre et de l'évolution macroéconomique, comme en témoignent les fortes fluctuations des marchés financiers (cours boursiers ou taux de change).

Les détenteurs de capitaux veulent détenir des avoirs financiers importants. Avant la crise, ce désir avait été satisfait grâce au développement de bulles financières et immobilières. Après l'éclatement de celles-ci, le déficit de demande doit être comblé par le déficit public et par de bas taux d'intérêt. Si les marchés financiers refusent cette logique, en faisant augmenter les taux d'intérêt de long terme, sous prétexte de prime de risque quand l'Etat soutient l'activité, si les pays qui se sont endettés pour soutenir l'activité (et le secteur financier) doivent rapidement se désendetter, la politique économique devient impuissante et l'économie mondiale ingouvernable. Ainsi, en 2011, les pays risquent de payer lourdement leur manque de courage collectif à s'attaquer à la domination des marchés financiers.

Zone euro : une solidarité défailtante...

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

En novembre 2009, le nouveau gouvernement grec a fortement révisé à la hausse les chiffres de déficit public annoncés par le gouvernement précédent, faisant ainsi passer le déficit de 2009 de 3,75 à 12,7 % du PIB. Cela a donné le départ à une forte crise de défiance contre la dette grecque. Les instances européennes et les autres pays membres ont tardé à réagir, ne voulant pas donner l'impression que les pays membres avaient droit à un soutien sans limite de leurs partenaires et voulant sanctionner la Grèce, coupable de n'avoir jamais respecté le Pacte de stabilité et de croissance et d'avoir masqué l'ampleur de ses déficits. Ils ont proclamé qu'ils voulaient éviter que les pays laxistes, assurés que l'UE viendrait toujours à leur secours, puissent avoir la tentation d'accumuler sans limites les déficits.

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

Début mai 2010, la BCE a annoncé qu'elle continuerait à prendre inconditionnellement des titres publics grecs en pension. En même temps, l'UE et les pays membres ont accepté de

dégager 110 milliards d'euros de prêts pour la Grèce, mais ils lui ont demandé un taux d'intérêt élevé (5,2 %), supérieur aux 3 % auxquels les pays de la zone s'endettaient. La Grèce a dû s'engager à réduire de 6 points son déficit de 2009 à 2010, puis encore de 5,5 points de 2010 à 2014, engagement difficilement tenable. Il a été demandé au Fonds monétaire international (FMI) de contribuer à ce plan, pour bien montrer que les conditions imposées à la Grèce seraient aussi sévères que celles que le FMI a coutume d'imposer aux pays en développement qu'il « aide ». Mais cet appel a marqué une faillite politique de la zone ; pour que cette procédure de prêt à la Grèce soit mise en œuvre, il a fallu proclamer que la « zone euro » n'existait pas, que seuls les Etats existaient, pour le FMI comme pour les marchés financiers.

Le 10 mai 2010, les pays de la zone ont créé dans l'urgence un Mécanisme Européen de Stabilisation (MES), capable de lever 750 milliards d'euros, pour venir en aide aux pays menacés, soit 60 milliards empruntés par la Commission, 440 milliards levés par un Fonds européen de stabilisation financière (FESF), créé à cet effet, garantis par les Etats membres (chacun apportant une garantie proportionnelle à sa part dans le capital de la BCE), 250 milliards fournis par le FMI. En même temps, il a été indiqué que ce fonds n'était créé que pour trois ans ; il a été réaffirmé que l'aide apportée serait très fortement conditionnée à la mise en œuvre de plans de réduction des déficits publics, et que les taux d'intérêt demandés aux pays qui feraient appel au Fonds incorporeraient une prime de risque. Ce plan n'a rassuré les marchés que pendant un court laps de temps. En juin 2010, l'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre la Grèce et l'Allemagne est vite remonté à près de 8 points (graphique 3).

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

La crise grecque a entraîné, par contagion, une hausse générale des taux des pays européens les plus fragiles (tableau 5) : ceux qui avaient un fort déficit extérieur (Espagne, Portugal) ; ceux qui étaient le plus frappés par la crise financière (Irlande) ; voire même de pays comme l'Italie ou la Belgique (qui ont traditionnellement des dettes publiques relativement importantes qu'elles financent sans problème). Chaque gestionnaire de fonds se dit qu'il y a un petit risque que la dette de ces pays soit attaquée ; il faut donc s'en débarrasser au plus vite ; cette réaction suffit à enclencher une hausse des taux.

A partir de mai 2010, la BCE lance un programme d'achat de titres publics sur le marché secondaire, ce qui lui permet de soutenir des dettes des pays en difficulté. En février 2011, elle avait accumulé ainsi 77,5 milliards de titres publics. Ce programme n'est guère conforme à l'orthodoxie monétaire, ni à l'esprit du traité. Il a suscité la réprobation publique, puis la démission, d'Axel Weber, le président de la Bundesbank.

En novembre 2010, éclate la crise irlandaise. L'Irlande, qui était naguère le meilleur élève de la classe libérale, avec le plus bas taux de dépenses publiques des pays de la zone, le plus bas taux d'imposition (avec des taux d'imposition sur les sociétés et des taux de cotisations sociales particulièrement bas), avec un excédent budgétaire de 2,5 % du PIB en 2006, avec une croissance particulièrement vigoureuse (en jouant de la concurrence fiscale, en bénéficiant de taux d'intérêt très faibles par rapport à son taux de croissance, en laissant se développer une bulle immobilière) a subi de plein fouet la crise financière, et en particulier l'éclatement de la bulle immobilière. Son système bancaire hypertrophié s'est retrouvé en faillite. Ses finances publiques ont été mises à mal par la crise (qui a entraîné une perte de

croissance du PIB de 22 % par rapport à la tendance d'avant la crise) mais l'Irlande a choisi de garantir toutes les créances de ses banques et de gonfler son déficit public de 2010 de 13,2 % à 32,3 % (un niveau sans précédent pour un pays européen en temps de paix), afin de recapitaliser ses banques. Ainsi, la dette irlandaise devrait-elle passer de 25 % du PIB en 2007 à 108 % en 2012 (en dette nette de 0 à 75 %).

Tableau 5. Taux d'intérêt publics à 10 ans et CDS

	Juin 2007		17 mars 2011		
	Taux à 10 ans	CDS	Taux à 10 ans	CDS	notations S&P
Allemagne	4,5	0,04	3,15	0,45	AAA
France	4,55	0,07	3,5	0,71	AAA
Italie	4,65	0,18	4,75	1,05	A+
Espagne	4,55	0,07	5,2	1,47	AA
Pays-Bas	4,5	0,02	3,3	0,53	AAA
Belgique	4,55	0,03	3,95	1,06	AA+
Autriche	4,5	0,06	3,5	0,55	AAA
Grèce	4,65	0,20	12,3	7,97	BB+
Portugal	4,6	0,08	7,75	3,68	A-
Finlande	4,5	n.d.	3,45	n,a,	AAA
Irlande	4,45	0,13	9,45	4,46	A-
Danemark	4,45	0,13	3,45	0,40	AAA
Royaume-Uni	5,3	n,a,	3,55	0,61	AAA
Suède	4,3	0,34	3,25	0,33	AAA
Etats-Unis	5,0	0,13	3,25	0,56	AAA
Japon	1,85	0,23	1,2	1,33	AA-

Source : Marchés financiers, Thomson Datastream.

L'annonce du gonflement du déficit irlandais a marqué le point de départ d'un nouvel accès de spéculation contre l'Irlande. L'UE et le FMI ont donc accordé une « aide » de 85 milliards d'euro à l'Irlande, au taux d'intérêt exorbitant de 5,8 %. En contrepartie, l'Irlande s'est engagée dans un programme d'austérité budgétaire qui devrait représenter 12 points de PIB d'ici à 2014. Mais l'Irlande a refusé d'augmenter son taux de l'impôt sur les sociétés et son taux de cotisations sociales, qui sont, selon elle, ses deux atouts dans la concurrence européenne. En mars 2011, sa mauvaise volonté a été sanctionnée : le FESF lui prête à 5,8 % alors qu'il prête à 4,2% à la Grèce. L'UE et le FMI ont donc accordé une aide de 85 milliards d'euros à l'Irlande, au taux d'intérêt exorbitant de 5,8 %. En contrepartie, l'Irlande s'est engagée dans un programme d'austérité budgétaire qui devrait représenter 12 points de PIB d'ici à 2014. Mais l'Irlande a refusé d'augmenter son taux de l'impôt sur les sociétés¹

L'Irlande (comme naguère l'Islande) est victime de la liberté d'établissement prônée par la Commission. Les banques ont la liberté de s'installer où elles le veulent en Europe ; personne ne contrôle le rapport entre la taille des banques et le pays où elles sont installées.

¹ En mars 2011, sa mauvaise volonté a été sanctionnée : le FESF lui prête à 5,8 % alors qu'il prête à 4,2 % à la Grèce.

Les banques installées en Irlande ont créé et nourri la bulle immobilière ; elles ont bénéficié du laxisme fiscal et réglementaire de ce pays ; en s'endettant à bas taux sur le marché financier européen, elles ont pu faire des prêts massifs et rémunérateurs qui apparaissaient sains puisque les prix de l'immobilier augmentaient fortement. La possibilité d'un retournement de l'évolution des prix n'a pas été envisagée. En même temps, il n'y a aucune solidarité européenne. Quand une banque est en difficulté, c'est le pays où elle est installée qui doit la secourir, et donc la population de ce pays. L'Irlande n'a pas voulu faire payer les responsables de la crise (les créanciers des banques irlandaises²), n'a pas voulu taxer les bénéficiaires de la bulle (pourquoi ne pas envisager un prélèvement exceptionnel sur les grandes fortunes, celles qui ont bénéficié de la bulle ?). L'Europe n'a pas voulu faire jouer la « solidarité de place » : faire payer aux banques européennes le coût des sauvetages bancaires.

Le Fonds européen de stabilité financière n'a été créé que pour une période de 3 ans. L'Allemagne a réclamé des conditions drastiques pour accepter sa prolongation. Elle a exigé que les pays aidés, ne diminuant pas suffisamment vite leur déficit, puissent se voir privés de leur droit de vote dans les instances européennes, entraînant de fait la possibilité de l'exclusion d'un pays, et puissent se voir privés des fonds d'aide structurels, ce qui aggraverait encore leur situation. Surtout, elle a demandé que soit mis sur pied un mécanisme de faillite ordonnée d'un Etat membre, faisant contribuer les créanciers privés.

Ces réticences ont été interprétées par les marchés financiers pour ce qu'ils sont, c'est-à-dire de nouveaux signes de l'absence de solidarité en Europe. Mi-mars 2011, les taux imposés par les marchés pour les titres à 10 ans étaient de 3,15 % pour l'Allemagne, 3,35 % pour les Pays-Bas, 3,45 % pour la Finlande, 3,5 % pour la France et l'Autriche, mais de 4,0 % pour la Belgique, 4,8 % pour l'Italie, 5,2 % pour l'Espagne, 7,75 % pour le Portugal, 9,45 % pour l'Irlande, 12,3 % pour la Grèce. Compte tenu de ces taux, les quatre pays menacés ne peuvent pas s'endetter à long terme sur les marchés financiers. Ils dépendent donc de l'aide des instances européennes ou de leurs partenaires. Les marchés financiers refusent de renoncer à un scénario d'éclatement de la zone euro, selon lequel les mesures d'austérité entraîneraient une faible croissance et des troubles sociaux, de sorte que les pays du Sud finiraient par préférer quitter la zone. La crédibilité de ce scénario est renforcée par la faiblesse même de la réaction des Etats Membres et des instances européennes, qui sont incapables de dire que leur solidarité est totale et qu'ils mettront en œuvre une stratégie macroéconomique cohérente dans la zone.

Il aurait fallu dire clairement que les dettes publiques de chaque pays étaient garanties par l'ensemble des pays de la zone euro et par l'UE ; il aurait fallu éviter que les dettes bancaires irlandaises soient ajoutées à la dette publique ; il aurait fallu prendre des mesures fortes pour augmenter les taux d'imposition effectifs dans les pays qui jouent de la concurrence fiscale ; il aurait fallu faire payer la crise par les banques et les institutions financières. Mais le manque de solidarité et de confiance entre les pays de la zone euro, leur refus de s'engager dans une nouvelle stratégie de croissance rompant avec le dogme néo-libéral d'efficacité des marchés financiers n'a pas permis qu'une telle solution soit adoptée.

Une réduction brutale des déficits publics passant par une baisse des dépenses...

² L'Etat irlandais a repris à sa charge 48 milliards d'obligations émises par les banques irlandaises (soit 30 % du PIB).

Face à cette crise, la stratégie actuelle de la Commission et des Etats membres comporte trois éléments : la mise en œuvre de plans d'austérité budgétaire, la réforme de la gouvernance de la zone euro ; enfin, la mise en place d'un mécanisme de solidarité financière. Nous allons voir que, dans ces trois domaines, l'Europe ne tire pas les leçons de la crise, ne prend pas le bon tournant.

Pour la Commission européenne, comme pour le FMI ou l'OCDE, même si la production et la demande restent déprimées, même si le taux de chômage dépasse 10 % pour l'ensemble de la zone, la réduction des déficits publics est devenue la question prioritaire. Elle doit principalement s'effectuer par la baisse des dépenses publiques car la hausse des impôts serait nuisible aux incitations à travailler, à épargner et à investir. Cette recette est valable pour tous les pays, mais surtout pour les pays du Sud de l'Europe qui doivent passer sous leurs fourches caudines.

Sous la pression du FMI et de la Commission européenne, les pays du Sud de l'Europe doivent mettre en œuvre des plans drastiques, et bien souvent aveugles, de réduction des déficits publics. De 2009 à 2012, l'effort représenterait 17 % du PIB pour la Grèce, 10,5% pour l'Espagne, 10 % pour l'Irlande, 9,5 % pour le Portugal. De 2009 à 2012, l'effort représenterait 16 % du PIB pour la Grèce ; 9 % pour l'Irlande, 8,5 % pour l'Espagne ; 8 % pour le Portugal. S'y ajoutent des programmes de privatisations (qui devraient représenter 20 % du PIB en Grèce). Les autres pays, pressés par la Commission de rentrer dans les clous du Pacte de stabilité et de croissance, craignant de voir leur dette déclassée par les agences de notation, se résignent à faire des efforts de l'ordre de 1 à 1,5 point de PIB, en se fixant un objectif de déficit inférieur à 3 % en 2012 ou 2013, puis d'un objectif de solde équilibré à long terme. Au total, les mesures de restrictions budgétaires représenteraient 1,8 % du PIB en 2011, et 1,2 % en 2012. La croissance en Europe en sera fortement affectée.

Tableau 6. Les impulsions budgétaires prévues par les Etats

	2009	2010	2011	2012
Allemagne	-0.1	1.5	-0.7	-0.7
France	2.3	-0.4	-1.7	-1.5
Italie	-1.2	-0.4	-1.4	-0.3
Espagne	3.4	-3,7	-4.2	-1.8
Pays-Bas	2.8	0.1	-2.4	-1.3
Belgique	2.4	-1.3	-0.8	-1.3
Autriche	-0.2	0.5	-1.4	-0.6
Portugal	4.2	-2.5	-4,4	-2.6
Finlande	1,0	0.5	-1.9	-1.3
Irlande	-0.2	-4.6	-3.1	-3.4
Grèce	3.0	-9.8	-4.7	-2.5
Zone euro	1.1	-0.6	-1.8	-1.2
Royaume-Uni	1.5	-2.3	-2.5	-2.5
Etats-Unis	2.7	-1.8	-0.4	-1.4
Japon	2.2	-0.6	-0.5	-0.5

Lecture du tableau: en France, les mesures mis en œuvre en 2009 représentaient une dépense supplémentaire de 2,3% du PIB ; puis, les mesures de 2011 des baisses de dépenses de 0,4 % du PIB, celles de 2011 de 1,7 %, ...

Ces programmes d'austérité mettent en cause le modèle social européen. Dans tous les pays, ils comportent de fortes réductions des investissements publics, du nombre de fonctionnaires, ils nuiront donc à la qualité de l'enseignement, de la santé, des services publics. Partout, les retraites publiques sont diminuées et l'âge de la retraite est repoussé. Souvent, les prestations familiales sont réduites. L'Espagne diminue les prestations chômage, l'Irlande son salaire minimum (de 12 %) et l'Allemagne son revenu minimum ; tous les pays font pression sur leurs salaires pour gagner de la compétitivité. Dans de nombreux pays (Royaume-Uni, Portugal, Irlande, Espagne et Grèce), la hausse de la TVA va réduire le pouvoir d'achat des ménages. Même le Royaume-Uni, les Pays-Bas, la France et l'Allemagne, qui ne sont pas directement attaqués par la spéculation, ont annoncé des mesures restrictives sur les dépenses publiques, les dépenses sociales, l'emploi et les salaires des fonctionnaires. Des politiques visant à réduire le système de protection sociale sont socialement et économiquement dangereuses. Elles ne pourraient qu'augmenter les taux d'épargne des ménages. Il serait paradoxal que la crise provoquée par les marchés financiers aboutisse à obliger les ménages à y avoir recours pour leur retraite et leur assurance maladie.

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

Les pays obligés de mettre en œuvre des politiques très fortement restrictives, dans une situation de fort taux d'intérêt et d'instabilité financière, le paieront par une forte chute de l'activité. Selon les prévisions de la Commission, la croissance de la zone euro serait de 1,6 % en moyenne pour 2010-2011, mais de 0,4 % pour l'Irlande, 0,3 % pour l'Espagne, 0,2 % pour le Portugal, et -3,6 % pour la Grèce. Les pays du Sud connaîtraient à court terme un fort recul de leur activité, puis une longue période de récession et de chômage élevé. Selon la Commission elle-même, le taux de chômage en 2012 serait de 11 % au Portugal, de 13 % en Irlande, de 15 % en Grèce, et de 19 % en Espagne. Dans ces conditions, les objectifs de déficit public ne pourront être tenus, les pays souffriront d'une hausse des charges d'intérêt et d'une baisse des recettes fiscales, le ratio de dette s'envolera, ce qui justifiera... la mise en œuvre d'autres mesures restrictives.

On voit mal d'où pourrait venir la croissance dans la zone. En 2011, la demande y est nettement insuffisante. Les pays du Nord de l'Europe, qui ont des marges de manœuvre, auraient dû entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud. Des programmes européens d'investissements écologiques ou de soutien à la reconversion industrielle auraient dû être lancés. Tant que l'économie européenne ne se rapproche pas à une vitesse satisfaisante du plein emploi, la politique budgétaire ne devrait pas être globalement restrictive dans la zone euro. Certes, certains économistes ont mis en évidence dans le passé des épisodes où une politique budgétaire restrictive n'a pas eu d'effet défavorable sur l'activité, mais cette politique était accompagnée d'éléments qui manquent aujourd'hui, comme une forte dépréciation du taux de change, une forte baisse des taux d'intérêt, un essor du crédit privé dû à la dérégulation financière, ou un fort essor de la demande privée dû à un bouleversement économique.

Si le multiplicateur d'une baisse généralisée des dépenses publiques en Europe est de 2 que les pays de l'UE font un effort de 1 point du PIB par an pendant 5 ans, la croissance européenne sera réduite de 2 points par an pendant 5 ans, soit un total de 10 points de PIB, les soldes publics ne seront pas améliorés (puisque la baisse d'activité réduira les recettes fiscales), et les ratios de dette augmenteront du fait du ralentissement économique. Cette politique serait indispensable, nous dit la Commission, pour *rassurer* les marchés, mais une politique qui aboutirait à une longue période de dépression est-elle *rassurante* ? Ce qu'oublie les partisans de cet *ajustement structurel*, c'est que les pays européens ont pour principaux clients et concurrents les autres pays européens, l'Union européenne étant globalement peu ouverte sur l'extérieur. Une réduction simultanée et massive des dépenses publiques de l'ensemble des pays de l'Union ne peut avoir pour effet qu'une récession aggravée et donc un alourdissement de la dette publique.

Dans une perspective de long terme, le risque est grand que l'austérité budgétaire ne compromette l'effort nécessaire pour soutenir les dépenses d'avenir (recherche, éducation, santé, infrastructure, politique familiale) qui améliorent le potentiel de croissance, pour aider l'industrie européenne à se maintenir et à se redéployer dans les secteurs d'avenir (économie verte).

Les stratégies de sortie de la crise budgétaire peuvent-elles faire l'impasse sur les causes de la crise ? La crise est due à des stratégies de croissance basées sur la pression sur les salaires et les revenus fiscaux, la baisse de la demande étant compensée par des gains de compétitivité pour les pays néo-mercantilistes, par des bulles financières et immobilières et la croissance de l'endettement des ménages dans les pays anglo-saxons et les pays du Sud de l'Europe. La faillite de ces deux stratégies a obligé les déficits publics à prendre le relais comme support de la croissance. La crise n'est pas due à une hausse des dépenses, des déficits ou des dettes publiques. Réduire ces déficits ne peut se faire qu'après avoir défini une autre stratégie de croissance qui devrait s'appuyer d'un côté sur la distribution de salaires et de revenus sociaux, dans les pays du Nord de l'Europe comme dans les pays anglo-saxons, de l'autre sur une nouvelle politique industrielle, visant à organiser et à financer le tournant vers une économie durable. Les difficultés des finances publiques avant la crise proviennent de la stratégie de concurrence fiscale imposée par la mondialisation libérale. La restauration des finances publiques passe par la lutte contre l'évasion fiscale et les paradis fiscaux, l'augmentation des impôts sur le secteur financier, les revenus et les patrimoines les plus élevés.

Des règles budgétaires

Après la crise, certains pays veulent renforcer les contraintes pesant sur leur politique budgétaire, bien que ce ne soient pas les politiques budgétaires qui aient été responsables de la crise et que la crise ait montré au contraire qu'une politique budgétaire vigoureuse était nécessaire. Ainsi, en juin 2009, l'Allemagne a adopté une loi créant un frein à l'endettement (*debt brake*), qui interdit tout déficit structurel supérieur à 0,35 % du PIB à partir de 2016, le déficit structurel étant estimé selon la méthode de la Commission qui est fragile et contestable. Selon cette estimation, le déficit structurel allemand a pratiquement toujours été *excessif* (supérieur à 0,35% du PIB) depuis 1974. Mais peut-on penser qu'un pays qui a eu en 2005-2007 un excédent courant supérieur à 6,5 % de son PIB, un taux de chômage supérieur à 9 % et une inflation de 1,5 % avait un déficit public excessif ?

Le plafond de déficit pourra être dépassé en cas de « catastrophe naturelle ou de circonstances économiques exceptionnelles ». Ces circonstances devront être reconnues par

une majorité des deux tiers au Parlement. La loi crée un compte d'ajustement notionnel, dans lequel seront cumulés les montants des déficits publics supérieurs à 0,35 % (en raison de la situation économique ou d'une mauvaise exécution du budget). Ces dépassements devront être compensés en période économique favorable ou par des politiques budgétaires discrétionnaires. Le montant de ce compte sera limité à 1,5 % du PIB.

A court terme, tout dépend de la définition des « circonstances exceptionnelles ». Le Parlement acceptera-t-il d'y inclure les périodes de récessions ? En période de faible croissance, la contrainte qui pèsera sur la politique budgétaire dépendra fortement de l'estimation de l'écart de production. Comme la Commission a tendance à la sous-estimer, la politique budgétaire devra être pro-cyclique. En 2010, la Commission estime que le déficit structurel allemand a été de 3,4 % : si la loi avait été en vigueur, que se serait-il passé : le Parlement aurait-il voté les circonstances exceptionnelles ou la politique budgétaire aurait-elle dû être restrictive en période de récession ? A long terme, si l'on suppose que l'Allemagne connaisse une croissance tendancielle de 3 % par an en termes nominaux, un déficit permanent de 0,35 % du PIB réduirait la dette publique à 12 % du PIB : est-ce réaliste ? Lors de la phase transitoire, la politique budgétaire allemande va devoir être restrictive, de 2011 (où le déficit structurel sera de 3 % selon la Commission) à 2016, ceci quelle que soit la situation économique.

Cette règle n'est pas satisfaisante. Elle repose sur trois théories implicites mais erronées : les pays n'ont pas besoin d'utiliser la politique budgétaire pour soutenir l'activité plus que par le jeu des stabilisateurs automatiques ; un pays qui ne contrôle pas son taux d'intérêt peut maintenir un niveau d'activité satisfaisant en s'imposant des normes *a priori* de politique budgétaire ; l'objectif de long terme doit être l'équilibre des finances publiques.

A partir du moment où l'Allemagne s'impose une telle règle, les autres pays se retrouvent sous la pression des marchés financiers pour être aussi vertueux que celle-ci. Ainsi, le gouvernement français a décidé, le 16 mars 2011, de proposer une réforme de la Constitution : « Chaque gouvernement devrait s'engager, pour une période d'au moins 3 ans, à un programme d'efforts en matière de recettes et de dépenses permettant d'aboutir à l'équilibre budgétaire ». Ceci pose les mêmes problèmes que la règle allemande : un engagement inconditionnel à satisfaire une contrainte irréalisable et sans fondement économique. Toujours, le 16 mars 2011, le gouvernement se déclare : « fermement engagé à respecter la trajectoire de déficit public inscrite dans la loi de programmation des finances publiques (6 % en 2011, 4,6 % en 2012 et 3 % en 2013), quelles que soient les conditions économiques ». La France pourra-t-elle supporter en 2012 et 2013 de telles politiques restrictives, si la croissance est médiocre.

En janvier 2009, le gouvernement français s'était engagé dans son PSC à atteindre un déficit de 1,1 % du PIB en 2012. En janvier 2010, son engagement est passé à 4,6 %. Le gouvernement actuel regrette-t-il ne n'avoir pas maintenu la trajectoire annoncée en janvier 2009 ? Il est vain de demander aux gouvernements de prendre des engagements irréalistes, encore plus de les tenir.

Les trois déséquilibres

Globalement, la zone euro souffre d'un déficit de croissance : la crise lui a coûté 8,5 points de PIB (par rapport à la tendance d'avant la crise). Par contre, elle ne souffre pas d'un déséquilibre extérieur : sa balance courante est à peu près équilibrée. Elle a certes un déficit public de 6,3% du PIB ; mais ce déficit provient pour 4,2 points de la chute de l'activité ; pour 1,1 point des plans temporaires de relance ; pour 2,5 points des charges d'intérêt. Le solde

primaire structurel est positif de 1,5 point. L'effort budgétaire à réaliser dépend de la capacité de la zone à résorber l'écart de production ; de sa capacité à s'endetter à un bas taux d'intérêt relativement à son taux de croissance et de son objectif de dette publique. Imaginons que la zone euro puisse récupérer 6 points d'activité (son solde primaire serait alors excédentaire de 0,3 point) ; qu'elle puisse s'endetter à un taux d'intérêt égal à son taux de croissance et qu'elle se donne comme objectif de revenir en 20 ans à une dette de 60 % du PIB (ce qui nécessite un solde primaire excédentaire de 1,2 point). L'effort à réaliser n'est que de 1 point. A court terme, la politique économique devrait avant tout viser à réduire l'écart de production négatif. La zone euro ne peut considérer que la perte d'activité due à la crise financière est irréversible ; ce serait se résigner à une hausse permanente du chômage et à une baisse permanente des taux d'activité des jeunes et des seniors.

Certains pays souffrent certes d'importants déséquilibres, mais la résorption de ces déséquilibres nécessite une stratégie commune. On ne peut demander aux pays déficitaires de faire tout l'effort sans demander aux pays excédentaires de remettre en cause leurs stratégies. Une stratégie borgne creuserait le déséquilibre global de croissance.

Au niveau des soldes publics, imaginons que la zone puisse effectivement augmenter son activité de 6 %, que chaque pays puisse s'endetter à un taux proche de son taux de croissance, que les pays dont la dette dépasse 80 % du PIB se donnent comme objectif de revenir à ce niveau en 20 ans. Certains pays ont alors des marges de manœuvre : l'Allemagne, l'Autriche, l'Italie. Doivent faire des efforts : la France (2,5 points de PIB) ; la Grèce (4,3 points), l'Espagne (4,6 points), l'Irlande (5,7 points). Globalement, l'effort requis n'est que de l'ordre de 1 point de PIB (tableau 7).

De même, les déséquilibres de soldes courants demandent une stratégie à deux lames : les pays excédentaires (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Finlande) doivent envisager une hausse de leurs demandes intérieures et de leurs salaires. De 1999 à 2007, la croissance de l'Allemagne (1,6 % par an en moyenne) a reposé pour 0,65 point sur sa demande interne, pour 0,95 point sur son solde extérieur. Ce n'est pas soutenable. Ce doit être l'inverse pour les pays en déficit (Espagne, Grèce, Portugal).

Tableau 7. Les déséquilibres dans la zone, en 2010

	Solde courant	Solde budgétaire	SPS*	SPS Objectif	Marge ou effort à réaliser
Allemagne	5,1	-3,6	1,6	0,0	1,6
France	-2,2	-7,5	-2,4	0,1	-2,5
Italie	-3,3	-5,0	2,3	1,0	1,3
Espagne	-5,5	-9,2	-4,6	0,0	-4,6
Pays-Bas	5,3	-5,8	-1,4	0,0	-1,4
Belgique	1,0	-4,9	1,4	1,0	0,4
Autriche	2,6	-4,4	1,2	0,0	1,2
Portugal	-10,1	-7,3	-1,4	0,1	-1,5
Finlande	1,5	-3,3	-0,3	0,0	-0,3
Irlande	-0,3	-13,2	-4,7	1,0	-5,7
Grèce	-10,5	-9,6	-1,3	3,0	-4,3
Zone euro	-0,2	-6,3	-0,8	0,3	-1,1

*Solde structurel primaire après une hausse de 6 points du PIB. Source : OCDE, calculs de l'OFCE

Vers un renforcement du Pacte de Stabilité ?

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

Bien que la hausse des dettes publiques soit une conséquence et non la cause de la crise financière, de nombreuses propositions de renforcement de la surveillance des dettes et des finances publiques en Europe ont été faites. La crise de la dette a renforcé le poids des partisans des règles budgétaires automatiques sans fondement économique, qui priveraient les Etats membres de l'autonomie de leur politique budgétaire. L'Allemagne souhaite contrebalancer la solidarité européenne par un renforcement du Pacte. Le risque est que le maintien de la zone euro soit payé par une longue période d'austérité budgétaire qui maintiendra la zone en récession et le renforcement de règles absurdes,

Le 12 mai 2010, la Commission avait publié une première communication : « Renforcer la coordination des politiques économiques ». Elle maintenait, contre l'évidence, que « les règles et les principes du PSC sont pertinents et valables » ; il faut seulement obliger les pays à les respecter rigoureusement.

Le 30 juin 2010, la Commission a proposé d'introduire un premier « semestre européen », durant lequel les Etats membres présenteraient leurs politiques budgétaires, de court et de moyen terme, ainsi que leurs projets de réformes structurelles, à la Commission et au Conseil européen, qui donneraient leur avis avant le vote des parlements nationaux, au second semestre. Ceux-ci seront donc plus ou moins contraints par les décisions prises au niveau européen.

Certes, un tel processus pourrait être utile s'il s'agissait de définir une stratégie économique concertée, mais le risque de ce « semestre » est d'augmenter les pressions en faveur de politiques d'austérité budgétaire et de réformes libérales. On le voit aujourd'hui : la Commission lance des Procédures de déficit excessif (PDE) contre tous les pays, mais elle ne demande pas aux pays qui ont des marges de manœuvre en matière de politique budgétaire ou salariale d'entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les efforts que font la Grèce, l'Irlande ou l'Espagne. Il est question de reporter l'âge de la retraite, pas d'introduire un salaire minimum.

Le 29 septembre 2010, la Commission a présenté un ensemble de propositions visant à renforcer la gouvernance économique :

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

– Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB pourront être soumis à une procédure de déficit excessif si le ratio de dette n'a pas diminué d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 % (ceci en moyenne dans les 3 dernières années). Mais il est pratiquement impossible

d'éviter la croissance de ce ratio en période de ralentissement économique. Cette nouvelle règle renforce la contrainte sur le déficit en période de faible croissance. Pour un pays ayant une dette de 90 % du PIB et une inflation de 2 % par an, le déficit public ne devra pas dépasser 2 % du PIB si sa croissance est de 2 %, mais il devra être limité à seulement 1 % si sa croissance ne dépasse pas 1 %. Selon la Commission, la décision de sanction tiendra compte de l'évolution conjoncturelle, mais aussi... des réformes des systèmes de retraite introduisant un pilier de retraite par capitalisation. Après la crise financière, l'Europe doit-elle continuer à promouvoir la capitalisation ?

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

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

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

– La Commission réclame qu'il faille désormais la majorité qualifiée au Conseil pour s'opposer aux mesures et aux sanctions qu'elle préconise, cela devant assurer l'automatisme des sanctions. Ainsi, les sanctions pourraient s'appliquer même si une majorité des pays y étaient opposés.

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

Le projet de la Commission met gravement en cause l'autonomie des Etats membres, les oblige au strict respect de règles sans signification économique, et nuit à leur capacité à stabiliser leur économie. Il augmentera encore les tensions entre la Commission et les Etats membres. Il soumettra la politique budgétaire des Etats à des comités d'experts, alors que la crise a bien montré le besoin d'une action forte et résolue. La Commission reste dans sa vision technocratique : il lui faut contrôler des Etats membres gaspilleurs et indociles. C'est une nouvelle étape vers la dépolitisation des politiques budgétaires. Par ailleurs, ce projet est dangereux au niveau économique : il imposera à tous les pays de se lancer dans des politiques d'austérité qui freineront la reprise pour atteindre un objectif, l'équilibre des finances publiques, qui peut être incompatible avec les nécessités de l'équilibre macroéconomique.

En février 2011, la Commission a proposé un premier cadrage pour le premier semestre de coordination de politique économique. Les craintes que l'on pouvait avoir sont confirmées. Ce cadrage ne propose ni une stratégie de croissance, ni une stratégie de réformes en phase avec les exigences de la crise. Il repose sur dix mesures : un assainissement budgétaire rigoureux (dont l'impact macroéconomique n'est pas précisé, la situation des finances publiques reste prioritaire par rapport à celle de l'emploi), la correction des déséquilibres macroéconomiques (celle-ci passe par la modération salariale dans les pays déficitaires, mais par la libéralisation des services et des commerces dans les pays excédentaires, pas par des hausses de salaires), la stabilité du secteur financier, rendre le travail plus attractif (comme si le problème actuel était que les salariés refusent de travailler), réformer les systèmes de retraites (les rendre moins coûteux, favoriser les fonds de pensions), réinsérer les chômeurs (par la réforme, c'est-à-dire la baisse des prestations), concilier sécurité et flexibilité sur le marché du travail, exploiter le potentiel du marché unique (toujours la libéralisation des services et des commerces), attirer les capitaux privés pour favoriser la croissance (mettre sur pied des partenariats public-privé au risque d'augmenter le coût des investissements publics), permettre l'accès à l'énergie à un prix abordable (mais cela passe-t-il par les mesures proposées de privatisation et de mise en concurrence ?). La stratégie macroéconomique, le tournant écologique, la politique industrielle restent les grands oubliés de ce premier cadrage.

La coordination de la politique économique dans la zone euro

En février 2011, le gouvernement allemand, avec l'aide de la France, a proposé de plus un « Pacte pour l'euro pour la compétitivité et la convergence ». En échange de sa participation au mécanisme de stabilité financière, l'Allemagne veut avoir un droit de regard sur les institutions et les stratégies des autres pays.

Il s'agit d'imposer à tous les pays de suivre la même stratégie économique. Certes, des stratégies contradictoires sont difficilement compatibles avec un fonctionnement satisfaisant de la zone euro. Mais, il faut tenir compte des disparités entre les pays. Surtout, la stratégie commune devrait viser à favoriser la croissance et la coopération en Europe. C'est l'inverse de la stratégie d'un Pacte de compétitivité, qui demande aux salariés de chaque pays de faire des efforts pour attirer le capital en étant les moins exigeants possible en termes de salaire et de protection sociale.

Le Pacte devait être basé sur le suivi trois indicateurs : le coût salarial par unité produite (les pays devraient suivre la stratégie allemande de baisse du coût salarial, mais la généralisation de cette stratégie n'induirait de gain de compétitivité pour aucun pays tout en faisant baisser la demande), la dette publique (mais son gonflement a été nécessaire pendant la crise, et ce n'est pas la même chose de réduire la dette publique par une harmonisation fiscale européenne qui permette de taxer les entreprises multinationales et les riches ou par une baisse des dépenses publiques ou sociales), le taux d'investissement en éducation et R&D.

Six mesures devraient être prises dans l'année :

- La suppression de l'indexation des salaires sur les prix, l'objectif est clair, réduire le niveau des salaires pour augmenter les profits.
- La reconnaissance mutuelle des diplômes en Europe.
- L'assiette unique de l'impôt sur les sociétés.
- La limitation des régimes de pré-retraites et l'ajustement de l'âge de la retraite sur l'espérance de vie, mais porter dans la loi l'âge de la retraite à 67 ou 68 ans signifie surtout

faire baisser fortement le niveau de retraite de tous ceux, les ouvriers en particulier, qui ne pourront guère travailler au-delà de 60 ou 62 ans, et devront partir avec de fortes décotes.

– L'introduction dans la Constitution d'un plafond à la dette, d'une règle de limitation du solde public ou d'une règle de dépense. C'est un nouveau moyen pour fragiliser la politique budgétaire. Que se serait-il passé si un tel plafond avait été en place durant la crise ?

– La mise en place d'un mécanisme de résolution des crises bancaires. Là, nous devons approuver. Il faut éviter que les dettes bancaires deviennent automatiquement des dettes publiques si la banque est en difficulté. Il faut faire payer les créanciers des banques, qui ont pris des risques.

Ce pacte permettrait aux instances européennes d'intervenir directement dans deux domaines qui étaient jusqu'à présent des prérogatives nationales : la protection sociale et les négociations salariales. Les syndicats européens ont fortement protesté contre un tel Pacte : « La CES est fortement opposée à la manière dont le concept de gouvernance économique de l'UE est mis en œuvre et aux propositions actuelles concernant le "Pacte de compétitivité". Le mouvement syndical européen trouve profondément injuste que les travailleurs paient pour les folies des marchés financiers. Les propositions actuelles visent à exercer une pression à la baisse sur les salaires et à entraver les négociations collectives et l'autonomie des partenaires sociaux ».

Une version édulcorée du Pacte a néanmoins été adopté au Conseil de la zone euro du 11 mars sous le nom de « Pacte pour l'Euro Plus ». Elle respecte un peu mieux, dans la lettre, l'autonomie des pays membres qui conservent la liberté de déterminer les mesures à prendre pour atteindre les objectifs imposés. Les Pays membres devront prendre des engagements précis devant leurs pairs et devant la Commission, qui veilleront au respect de ces engagements. On reste dans la problématique où chaque pays doit s'engager à renforcer sa compétitivité ou à introduire des réformes libérales ; il n'y a pas de coordination pour la croissance.

Les pays doivent améliorer leur compétitivité en surveillant l'évolution des coûts unitaire de main d'œuvre ; il leur faut toujours revoir les mécanismes d'indexation des salaires (mais dans le respect de l'autonomie des partenaires sociaux) ; reste que rien n'indique que les salaires devront, au moins, suivre la productivité et qu'un rattrapage devrait être effectué en Allemagne ou en Autriche où les salaires ont moins progressé que la productivité. La promotion de l'emploi passe par des réformes du marché du travail, par le renforcement de l'attraction du travail, pas par des mesures macroéconomiques ou par la politique industrielle. Les pays pourront choisir comment introduire dans leur législation des règles budgétaires contraignantes et la Commission surveillera leur pertinence.

Ainsi, trois mécanismes ont été introduits qui vont dans le même sens mais qui font triple emploi : le semestre européen, la surveillance des déséquilibres macroéconomiques et le Pacte. La coordination ne visera pas à améliorer la croissance ou l'emploi, mais à réduire les salaires, les dépenses publiques et sociales. C'est toute l'ambiguïté de la construction budgétaire actuelle : il faut certes une meilleure coordination, mais celle qui est introduite par la Commission et les gouvernements libéraux ne va pas dans le bon sens.

Une solidarité financière limitée

La crise de la zone euro a provoqué un élargissement des taux d'intérêt sur les dettes publiques des différents pays européens. Les pays du Sud de l'euro ont été mis dans

l'impossibilité de se financer à des taux d'intérêt soutenables. Comment retrouver une situation où chaque pays peut émettre une dette publique au même taux d'intérêt ?

L'augmentation des dettes publiques augmente le risque d'un contrôle des finances publiques par les marchés financiers dans les années à venir. Mais ce contrôle n'est pas satisfaisant : les marchés financiers n'ont pas de point de vue macroéconomique, ils sont pro-cycliques (ils imposeront les efforts dans les mauvais moments) et leurs opinions sont auto-réalisatrices. Ils ont leur propre point de vue sur la politique économique nécessaire, qui n'est pas obligatoirement le bon. Peut-on laisser aux marchés financiers la tâche d'évaluer la soutenabilité de la dette publique et l'utilité des déficits publics ? Le risque est grand que les Etats membres se donnent comme objectif d'échapper à la puissance des marchés financiers en réduisant trop rapidement et trop fortement leurs déficits publics, ce qui aurait des effets néfastes sur la reprise. Leur capacité à entreprendre des politiques budgétaires actives sera réduite. Que se serait-il passé si les gouvernements avaient refusé d'aider les banques en 2009 afin d'éviter d'avoir à emprunter sur les marchés financiers ?

Ainsi, des économistes et des hommes politiques, comme Jean-Claude Juncker et Yves Leterme, ont-ils proposé de créer une Agence européenne de la dette (AED) qui émettrait une dette commune aux pays de la zone, des *Eurobonds*. Cette dette serait garantie par tous les pays de la zone ; elle serait très liquide ; elle pourrait donc être émise à des taux faibles. Le Conseil de l'AED contrôlerait les politiques budgétaires nationales et aurait le droit de refuser de financer les pays trop laxistes, qui devraient alors avoir recours au marché. L'Allemagne s'est opposée à cette proposition, parce qu'elle craint que l'AED ne puisse émettre qu'à des taux supérieurs aux taux allemands actuels et qu'elle-même puisse être obligée de venir au secours de pays membres défaillants. En sens inverse, on peut remarquer que l'AED poserait les mêmes problèmes que le Pacte actuel. Quelle serait la légitimité politique et économique de son Conseil ? Pourquoi les pays abandonneraient-ils leur capacité à lever des fonds au profit d'un tel Conseil ? Comment ce Conseil déciderait-il qu'un déficit est trop important quand le pays membre estime que le déficit est nécessaire au soutien de l'activité (comme l'Allemagne et la France en 2002-2005) ou pour sauver ses banques ? Aurait-il des règles rigides (un pays aurait droit à des prêts de l'AED pour 60 % de son PIB ou s'il n'est pas soumis à une procédure pour déficit excessif) ? Dans ce cas, l'AED ne bénéficierait pas aux pays en difficulté qui devraient émettre de la dette nationale, sans aucune garantie européenne, sans aucune possibilité de financement par la BCE, ce qui en ferait un actif risqué, à fort taux d'intérêt. Ces pays seraient à la merci des marchés financiers. L'AED n'a de sens que si elle accepte de financer toutes les dettes publiques, mais l'Allemagne refuserait un projet qui ne lui donne aucune garantie contre les pays *laxistes*.

La réforme du traité et la création du MES

Le Fonds européen de stabilisation financière (FESF) n'a été créé que pour une période de 3 ans, soit jusqu'à juin 2013. L'Allemagne a réclamé des conditions drastiques pour accepter sa prolongation, en particulier que les limites de la solidarité entre pays figurent explicitement dans le Traité.

Le Conseil européen a donc proposé une réforme du TFUE qui se ferait *a minima* et consisterait à rajouter à l'article 136 : « 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. ».

Le FESF sera prolongé sous le nom de Mécanisme européen de stabilité, MES, doté de la même capacité d'emprunt de 500 milliards.

Le Conseil a précisé que « Le MES viendra compléter le nouveau cadre pour le renforcement de la gouvernance économique, qui vise à mettre en place une surveillance économique efficace et rigoureuse, laquelle sera axée sur la prévention et réduira considérablement les risques de voir une crise se produire à l'avenir ». L'Allemagne exige un renforcement rigoureux des règles du Pacte de Stabilité pour accepter la prolongation de FESF.

L'unanimité sera nécessaire, l'Allemagne conservera donc un droit de veto : « 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. Sur cette base, les ministres de l'Eurogroupe adopteront à l'unanimité une décision sur l'octroi de l'aide ».

La créance du MES sera prioritaire par rapport aux créances privées. « Dans tous les cas, afin de protéger l'argent des contribuables et d'adresser aux créanciers privés un message clair leur signifiant que leurs créances sont subordonnées à celles du secteur public, un prêt du MES bénéficiera du statut de créance privilégiée ».

A partir de juin 2013, les émissions d'obligations publiques devraient comporter une clause d'action collective, c'est-à-dire que, en cas d'insolvabilité du pays émetteur, proclamé par la Commission et le FMI, le pays pourra négocier avec ses créanciers une modification des conditions de paiement, l'accord s'appliquant à tous si une majorité qualifiée de créanciers l'acceptent. Cette clause avait été proposée par Anne Krueger au FMI pour les émissions des titres des dettes publiques des pays en développement ; elle n'a eu aucun succès, les prêteurs, craignant que cette clause n'incite les émetteurs à se déclarer en difficulté au lieu de faire l'effort requis pour rembourser, réclament une forte prime de risque pour détenir des titres bénéficiant de cette clause, ce qui décourage les émetteurs de la faire figurer. La dette des pays de la zone euro deviendra spéculative comme l'étaient celles des pays émergents ; elle ne serait plus regardée comme sans risque par les institutions financières. Les taux d'intérêt sur la dette publique seront plus élevés, plus volatils, moins contrôlables et prévisibles. Cela rendra la politique budgétaire des Etats membres moins efficace. Fallait-il construire la zone euro pour en arriver là ?

Le Conseil écrit : « Nous réaffirmons que toute participation du secteur privé sur la base des conditions ci-dessus ne sera pas effective avant la mi-2013 ». Les marchés financiers ont estimé que les pays du Sud de l'Europe auront le plus grand mal à se financer dans les trois ans avec ces nouvelles règles de fonctionnement du FESF. Or le remboursement des dettes actuelles repose sur la capacité des pays à avoir accès aux marchés financiers dans les années à venir. La dette des pays du Sud a donc été fragilisée par ce projet.

Certains fonds extra-européens refusent maintenant de détenir des obligations des pays de la zone euro, en raison de la trop grande volatilité de leur valeur et des risques de déclassement par les agences de notation. Le risque est qu'à l'avenir les dettes publiques européennes n'étant plus considérées comme sans risque, soient plus coûteuses et que les pays soient en permanence soumis à l'appréciation des marchés financiers.

Dans l'état actuel des dispositifs, les pays européens ne se donnent pas les moyens de briser la spéculation et d'assurer la pérennité de la zone euro. Ils laissent les marchés financiers imposer des taux d'intérêt insoutenables à des dettes publiques, qu'ils assurent par ailleurs garantir. Une stratégie timorée et floue ne peut permettre de sortir de la crise.

La période d'avant la crise, comme la crise, a bien montré que la zone euro souffre de défauts rédhibitoires. Ceux-ci nourrissent maintenant la spéculation des marchés financiers sur l'éclatement de la zone. Il est difficile pour des pays qui ont des conjonctures, des évolutions structurelles et des stratégies économiques différentes de partager la même politique monétaire, le même taux d'intérêt, le même taux de change. Chaque pays souhaite conserver l'autonomie de sa politique budgétaire ; en même temps, les dettes publiques doivent être garanties pour ne pas permettre la spéculation financière. Le fonctionnement de la zone euro n'a pas été pensé au départ, en particulier l'arbitrage autonomie/solidarité. Une garantie totale crée un problème d'alea moral puisque chaque pays pourrait augmenter sa dette sans limite ; une absence de garantie laisse le champ libre aux jeux des marchés financiers. Le compromis souhaitable (la garantie est totale pour les pays qui acceptent de soumettre leur politique budgétaire à un processus de coordination ; cette coordination doit avoir pour but le plein emploi ; le processus doit toujours aboutir à un accord unanime) est difficile à mettre en œuvre ; la coordination ne peut consister dans le respect de règles automatiques (comme celles du PSC) ; elle doit passer par un processus de négociation entre pays. Celle-ci doit impérativement aboutir. Le traité doit maintenir le cas où la négociation n'aboutit pas ; dans ce cas, la nouvelle dette des pays hors accord ne serait plus garantie ; mais ce cas ne doit jamais survenir. C'est la seule issue possible.

Que faire face à la hausse des dettes publiques dues à la crise ?

Début 2011, les dettes publiques apparaissent particulièrement élevées dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Les dettes nettes dépassent 80 % du PIB en Belgique (82 %), Grèce (97 %), Italie (103 %), Japon (114 %). Elles ont fortement monté en Irlande (+61 % depuis 3 ans). Les taux d'intérêt à 10 ans dépassent les 5 % pour l'Irlande et la Grèce. Il est difficile de déterminer si ces niveaux de dette sont ou non insoutenables : un pays peut maintenir un niveau de dette élevé s'il peut se financer à 3 % ou 4 % avec un taux de croissance nominal de l'ordre de 4 %. Mais la dette devient insoutenable si l'écart grandit entre le taux d'intérêt requis et le taux de croissance.

De nombreux économistes pensent que certains pays devraient faire défaut sur leur dette. Ce point de vue est partagé, pour des raisons opposées par les économistes de droite ou de gauche.

Ainsi, à droite, 189 professeurs allemands d'économie ont publié, en février 2011 un manifeste où ils réclament la mise en faillite de la Grèce et la restructuration de sa dette publique :

– Ils estiment que le fait que les pays du Sud ne puissent pas se refinancer sur les marchés prouvent qu'ils sont insolubles. Ils refusent que l'Allemagne puisse être amenée un jour à devoir payer pour les pays du Sud. Ils refusent que la BCE mette en jeu sa réputation et la stabilité monétaire en venant en aide aux pays du Sud. Selon eux, ceci encouragerait les pays du Sud à continuer à pratiquer des politiques budgétaires irresponsables.

– En sens inverse, une telle faillite montrerait clairement que chaque pays est responsable de sa dette. Elle éviterait de devoir mettre en place des mécanismes déresponsabilisants de solidarité entre les pays d'Europe.

– Cette faillite montrerait clairement aux marchés financiers que les dettes publiques sont risquées. Les marchés financiers seront à l'avenir beaucoup plus vigilants sur les dettes publiques. Les banques devront tenir compte du risque de faillite des dettes publiques ; elles

devront immobiliser du capital pour couvrir ce risque. Les banques seront donc moins enclins à en detenir. Les marchés pourront contrôler en permanence les politiques budgétaires

– Au total, les dettes publiques seront beaucoup plus coûteuses pour les pays de la zone euro. Les pays seront donc contraints à ne plus pratiquer de déficits publics. Les Etats du Sud (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne) devront rapidement revenir à l'équilibre, ceci par une réduction des dépenses publiques. Tous les pays soumis en permanence au contrôle des marchés devront pratiquer des politiques saines et copier les pratiques du meilleur élève de la classe, introduire un frein à la dette dans leur constitution.

Des économistes de gauche pensent, eux aussi, que certains pays devraient faire défaut sur leurs dettes publiques qui, sinon feront peser un poids écrasant sur les peuples européens. Cette dette étant principalement causée par les réductions d'impôts au bénéfice des couches aisées, les plans de sauvetage des banques et la récession provoquée par la crise financière, ce n'est pas aux populations d'en payer le prix. Il faut faire payer ceux qui ont bénéficié des bulles financières et immobilières. Les pays de la zone euro pourraient faire défaut sur une partie de la dette. Ils feraient payer aux créanciers des banques le coût du sauvetage bancaire. Ils appliqueraient aux dettes existantes un coefficient réducteur correspondant à la hausse de la dette due aux baisses d'impôts et à la crise financière. Par la suite, les pays éviteraient de recourir aux marchés financiers : ils réduiraient les déficits primaires par une contre-reforme fiscale, faisant porter le poids de l'imposition sur les revenus financiers, les hauts revenus, les patrimoines et les transactions financières. Les investissements publics permettant le tournant écologique de l'économie européenne seront financés par emprunts auprès des ménages. Les déficits conjoncturels seraient financés par la banque centrale, sans recours aux marchés.

Nous estimons au contraire que les dettes publiques doivent continuer à être des actifs sans risques, faiblement rémunérées mais totalement garantis (par la solidarité européenne et fondamentalement par la création monétaire de la BCE), de sorte que les dettes d'aucun pays de la zone euro ne doivent pas supporter de primes de risques plus importantes que celles des pays qui ont conservé leur souveraineté monétaire comme le Japon, les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. C'est le seul moyen de maintenir l'autonomie des politiques budgétaires. La possibilité de garantir les dettes par la création monétaire fait qu'il n'y a pas de risque de faillite, donc pas de raison de devoir rassurer les marchés.

Faire un défaut partiel sur une partie des dettes publiques (par exemple : 33 % de la dette grecque) est certes une option tentante. Mais dans le futur, les dettes publiques deviendront des actifs risqués, ce qui signifie que les Etats membres auront à payer des taux d'intérêt plus élevés, que les fonds de pension refuseront de détenir des dettes publiques, que l'influence des agences de notation sera plus forte, que les marchés financiers spéculeront sur les obligations publiques.

Ce défaut partiel pénaliserait les fonds, qui ont fait confiance aux pays menacés, pas les spéculateurs qui ont spéculé sur le défaut. Par ailleurs, il est difficile de faire défaut dans la mesure où les créanciers entreprendront des actions judiciaires.

S'il est établi que les dettes des Etats membres seront garanties à l'avenir par la BCE et les autres États membres, les taux d'intérêt plus élevés sur les dettes publiques des pays du Sud depuis juin 2008 n'ont pas de justification. Donc, Les pays membres pourraient décider de faire une opération d'échange obligatoire, d'échanger les anciennes obligations à intérêt élevé contre de nouvelles obligations avec un taux d'intérêt de 3 %.

Considérons un fonds d'investissement prudent qui a prêté 100 millions à la Grèce en juin 2007 à un taux de 4,65 %. En janvier 2011, le taux grec est de 11,5 %, la valeur de la dette est

de 77,6 millions. Le titre est maintenant détenu par un fonds de couverture, amateur de risque de recherche (qui a emprunté à 3 %). En juin 2017, sans restructuration, le fonds versera 94 à ses créanciers, et recevra 157 de la Grèce. Il aura réalisé un gain de 63. Si la Grèce décide de rembourser, mais seulement à 3 %, l'opération est neutre pour le fonds de couverture. Il est donc légitime de restructurer les dettes.

Par contre, il est légitime de faire défaut sur certaines parties de la dette publique. Une partie de l'augmentation de la dette publique vient de la recapitalisation des banques (30 % du PIB pour l'Irlande, 12 % pour les Pays-Bas, 5 % pour la Belgique et l'Autriche). Pendant ces opérations, aucune contribution n'a été requise des créanciers privés des banques, ce qui est une erreur si certains créanciers bénéficiaient de rémunération intégrant une prime de risque importante. Dans l'avenir, la conversion des dettes privées en dettes publiques doit devenir plus difficile. La garantie aux créanciers des banques devrait être limitée en quantité et ne devrait pas bénéficier à des créances bénéficiant de taux d'intérêt intégrant une prime de risque.

Les Etats membres pourraient mutualiser une partie de leurs dettes. Ceci n'est utile que si c'est la dette des pays connaissant des problèmes de dette qui est mutualisée, et non la dette des pays vertueux. Mais ces pays se sont rendus coupables d'avoir permis le développement de bulles immobilières (Espagne et Irlande), la fraude fiscale (Grèce), d'avoir des impôts trop faibles (en 2007, 31,4 % du PIB pour l'Irlande, 32,4 % pour la Grèce, 37,1 % pour l'Espagne contre 40,4 % pour la zone euro en moyenne). L'Irlande refuse de renoncer à sa stratégie de concurrence fiscale. Ainsi, la mutualisation ne doit être une garantie temporaire, pas un don.

Trois scénarios de sortie

Début 2011, trois scénarios de sortie de la crise peuvent donc être imaginés.

Selon **le scénario de la Commission**, tous les pays mettraient en œuvre des politiques budgétaires restrictives pour réduire leurs déficits publics et pour rassurer les marchés financiers, les pays du Sud mettant en œuvre les mesures les plus violentes. Ce programme nuira à la croissance de la zone, mais de plus il sera inefficace pour lutter contre la crise financière de la zone. Les pays du Sud seront confrontés à la perspective d'une longue récession, de coupes claires dans les dépenses sociales, de hausse du chômage, de restrictions salariales pour rattraper la compétitivité de l'Allemagne (qui elle-même continuera à vouloir améliorer la sienne) ; la faible croissance augmentera le déficit public, ce qui obligera les pays à redoubler de mesures restrictives. Dans cette situation, les pays du Sud auront toujours la tentation de quitter la zone euro ; du moins, les marchés leur prêteront en permanence cette intention. La réforme du Fonds européen de stabilisation financière aboutira à un système bâtard où les marchés auront toujours la crainte que les pays en difficulté fassent défaut sur leurs dettes. Les marchés financiers imagineront des scénarios où l'effort à réaliser est tel que les peuples du Sud refuseraient les politiques d'austérité (dans les rues ou dans les urnes) tandis que les pays du Nord refuseraient de les soutenir puisqu'ils ne suivraient pas leurs engagements en matière de rigueur. Ils continueront donc à spéculer contre les pays du Sud, réclameront toujours des taux d'intérêt élevés pour leur prêter, ce qui obligera ces pays à redoubler de rigueur, ce qui les déstabilisera et augmentera les craintes des marchés. Ce scénario est donc peu crédible ; il est dangereux pour les peuples des pays du Sud et pour la construction européenne.

Le deuxième scénario est celui de l'éclatement. Les pays du Sud pourraient renoncer à rester dans la zone euro, car l'effort à faire pour y rester est trop important, tant du point de vue des finances publiques que du point de vue de la compétitivité. Pour rester dans la zone,

les pays du Sud doivent souffrir de taux d'intérêt élevés ; ils doivent soumettre leur politique budgétaire à la Commission et aux autres Etats membres ; ils doivent entreprendre des mesures d'austérité budgétaires pour rétablir leur solde public et doivent faire baisser leurs salaires pour rétablir leur compétitivité et leurs soldes extérieurs. Ceci les condamne à une longue période de croissance faible et de chômage élevé. Ces pays peuvent préférer quitter la zone : leurs taux de change baisseraient de 25 % par rapport à l'euro ; ils regagneraient donc la compétitivité qu'ils ont perdue depuis 1997. Ils restructureraient leurs dettes publiques, en les convertissant en monnaie nationale, avec un coefficient de réduction important. Ils pourraient alors repartir sur de nouvelles bases.

L'euro s'apprécierait contre le dollar mais les marchés seraient incités à spéculer contre l'Italie, la Belgique et la France, qui auraient subi une forte perte de compétitivité. Ces pays devront choisir entre suivre les pays du Sud ou suivre l'Allemagne et ses satellites. La zone sera fragile en permanence puisque les spéculateurs auront des raisons objectives pour discriminer entre les dettes libellées en euros et demander des primes de risque élevées.

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

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

Le troisième scénario suppose un profond changement de l'Europe vers plus de solidarité entre les pays, mais aussi une volonté résolue de réduire l'importance des marchés financiers. L'Europe ne doit pas viser à imposer l'austérité, mais à faire vivre un modèle spécifique de société, qu'il faut faire évoluer vers une croissance soutenable.

Les pays de la zone euro doivent se porter garants de la dette de chacun des Etats de la zone. Les titres publics étant garantis, il faut abaisser les taux d'intérêt exorbitants des titres émis par les pays en difficulté depuis la crise. Ces titres doivent être rémunérés au même taux que les titres émis par les pays jugés sans risque par les marchés.

Une partie importante de la dette de certains pays provient de l'aide accordée au secteur bancaire. Il faut remettre en cause le financement par les finances publiques des pertes des banques en difficulté, en particulier en Irlande. Il faut faire assumer les pertes des banques en faillite par leurs créanciers. La garantie publique accordée aux créanciers des banques doit être strictement limitée.

A moyen terme, il faut remettre en cause la domination et l'irresponsabilité du système financier. L'économie mondiale ne peut être gouvernée par les jeux et l'humeur des marchés financiers. La principale question qui se pose pour les stratégies de sortie de crise n'est pas celle des dettes publiques, mais celle de la finance spéculative. Les mesures prises par les sommets du G20 en 2009-2010 ne sont pas allées assez loin. Non seulement la finance internationale doit être réglementée, mais son poids doit être fortement réduit pour éviter que

l'économie mondiale soit paralysée ou empêchée de fonctionner par les marchés financiers. Le poids des marchés financiers doit être réduit au profit d'un secteur bancaire contrôlé et consacré au financement des activités productives.

La zone euro a besoin de retrouver les 8 points de PIB perdus du fait de la crise. Le déficit public de la zone serait soutenable si l'activité perdue était retrouvée. Renoncer à cet objectif signifie accepter le maintien du chômage de masse en Europe. Les instances européennes devraient présenter un scénario cohérent de sortie de crise, basé sur la reprise de la demande, de la consommation comme des dépenses publiques, et sur l'impulsion des investissements porteurs d'avenir. Globalement, la demande n'est pas excessive en Europe. Il faut donc résorber les déséquilibres de façon coordonnée : les pays excédentaires doivent mener des politiques expansionnistes – hausse des salaires, des dépenses sociales... – pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud, qui doivent être allégées. Les pays qui ont des marges de manœuvre en matière budgétaire doivent continuer à soutenir l'activité.

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

Les pays qui ont des difficultés de financement doivent réduire leur déficit en augmentant leurs impôts (et non en diminuant *a priori* les dépenses sociales). Si les déficits publics doivent être réduits, ce doit être en augmentant la taxation des revenus financiers, des plus-values, des hauts revenus dont le gonflement est une des causes de la crise. Il faut créer un taux d'imposition confiscatoire sur les revenus et plus-values exorbitants. La restauration des finances publiques passe par la lutte contre l'évasion fiscale et les paradis fiscaux. A l'échelle européenne, cela passe par une stratégie d'harmonisation fiscale, fixant des taux d'imposition minimale pour les entreprises, les revenus élevés, les patrimoines, garantissant à chaque pays la possibilité de taxer ses entreprises et ses résidents.