

JACQUES  
SAPIR

# Faut-il sortir de l'euro?



SEUIL

*JACQUES SAPIR*

**FAUT-IL SORTIR  
DE L'EURO ?**

*ÉDITIONS DU SEUIL*  
*25, bd Romain-Rolland, Paris XIV<sup>e</sup>*

## Vers la fin de l'euro ?

**D**e la Grèce à l'Italie, en passant par l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, la zone euro est désormais en feu. Les États ne cessent d'emprunter à des taux de plus en plus élevés et les contrats d'assurance sur les dettes, qu'elles soient publiques ou privées, voient le montant de leurs primes s'envoler. L'euro aujourd'hui se meurt. Tout cela avait été prévu il y a de cela plusieurs mois<sup>1</sup>, voire plusieurs années<sup>2</sup>. Mais Cassandre ne saurait se réjouir de voir ses prévisions se réaliser. On comprend que la mort de l'euro, du fait de l'entêtement imbécile de nos dirigeants et de leur incapacité à prévoir une sortie ordonnée – ce qui serait pourtant encore possible aujourd'hui –, nous condamne très probablement à un saut dans l'inconnu.

1. Pour mémoire, citons de nombreux articles publiés par l'auteur sur le site de Marianne2 dont, en mai 2010, « Grèce: les trois mensonges des médias et des experts », [http://www.marianne2.fr/Grece-les-trois-mensonges-des-medias-et-des-experts-1\\_a192305.html](http://www.marianne2.fr/Grece-les-trois-mensonges-des-medias-et-des-experts-1_a192305.html); « Europe: Jacques Sapir répond au *Nouvel Observateur* », Marianne2, décembre 2010, [http://www.marianne2.fr/Europe-Jacques-Sapir-repond-au-Nouvel-Observateur\\_a193058.html](http://www.marianne2.fr/Europe-Jacques-Sapir-repond-au-Nouvel-Observateur_a193058.html); « L'euro peut-il survivre à la crise? », Marianne2, janvier 2011, [http://www.marianne2.fr/L-euro-peut-il-survivre-a-la-crise-3-3\\_a201117.html](http://www.marianne2.fr/L-euro-peut-il-survivre-a-la-crise-3-3_a201117.html); « L'euro fort nous a coûté 403 milliards d'euros. Cash! », Marianne2, janvier 2011, [http://www.marianne2.fr/L-euro-fort-nous-a-coute-403-milliards-d-euros-Cash\\_a201330.html](http://www.marianne2.fr/L-euro-fort-nous-a-coute-403-milliards-d-euros-Cash_a201330.html); et « Jacques Sapir: pourquoi la France ne doit pas copier l'Allemagne », Marianne2, février 2011, [http://www.marianne2.fr/Jacques-Sapir-pourquoi-la-France-ne-doit-pas-copier-l-Allemagne-1\\_a202867.html](http://www.marianne2.fr/Jacques-Sapir-pourquoi-la-France-ne-doit-pas-copier-l-Allemagne-1_a202867.html).

2. J. Sapir, « La crise de l'euro: erreurs et impasses de l'europhisme », *Perspectives républicaines*, n° 2, juin 2006, p. 69-84.

L'Histoire mesurera la responsabilité de nos gouvernements qui, par idéologie, par conformisme et parfois par lâcheté, ont laissé la situation se dégrader jusqu'à l'irréparable. Elle dira aussi l'immense culpabilité de ceux qui, dans les capitales nationales comme à Bruxelles ou à Francfort, ont cherché à imposer en contrebande une Europe fédérale par le biais de la monnaie unique à des peuples qui n'en voulaient pas. Aujourd'hui, ce n'est pas seulement l'euro, cette construction boiteuse et contrefaite, qui agonise. C'est aussi une certaine conception de l'Europe.

La victoire provisoire des « cabris », de ceux qui pour reprendre la phrase célèbre du général de Gaulle s'en vont criant « l'Europe ! l'Europe ! » en sautant sur des chaises, se paye aujourd'hui au prix fort. Si nous ne voulons pas en revenir à une Europe du conflit « de tous contre tous », il nous faudra réapprendre les principes de la coordination entre nations souveraines, qui sont les berceaux de la démocratie, sur les ruines d'une coopération que l'on a voulu construire sur le mépris de l'opinion des électeurs. La crise actuelle solde à la fois les erreurs d'une financiarisation à outrance voulue à la fois par la droite et la gauche parlementaires<sup>1</sup>, et la faute politique que furent le traité de Lisbonne et le déni de démocratie qui suivit le référendum sur le projet de traité constitutionnel en 2005.

En effet, à peine nos gouvernants ont-ils le sentiment d'avoir apporté un remède, ne serait-ce que temporaire, à l'un des pays que la crise se précise sur un autre. Les banques européennes sont ainsi dans l'œil du cyclone et elles ont subi de lourdes pertes quant à leur capitalisation depuis le début du mois d'août 2011. L'incertitude quant à leur solvabilité ne cesse de monter. Elle est à la mesure de l'erreur, et c'est un euphémisme, qui fut commise au début du printemps 2011 quand les « tests de résistance » (ou *stress tests*)

1. Ce que *Le Nouvel Observateur* fait mine de découvrir aujourd'hui en citant le rapport du professeur Rawi Abdelal datant de 2005. Voir P. Fauconnier, « La gauche française, pionnière de la dérégulation financière? », *Le Nouvel Observateur*, 16 septembre 2011, <http://tempsreel.nouvelobs.com/actualite/economique/20110916.OBS0537/la-gauche-francaise-pionniere-de-la-deregulation-financiere.html>.

réalisés à l'époque ont omis dans leurs hypothèses d'intégrer un possible défaut d'un pays de la zone euro. Nous payons cher cette erreur<sup>1</sup> ! Il est probable que celle-ci rende inévitable une nationalisation temporaire, partielle ou totale, de nos systèmes bancaires.

Après la Grèce, désormais condamnée au défaut et à une dévaluation<sup>2</sup>, et saignée à blanc par une répétition insensée de plans d'austérité qui fut dénoncée par l'économiste en chef de Natixis<sup>3</sup>, ce sont l'Italie et l'Espagne qui donnent des signes de faiblesse<sup>4</sup>. En Italie, en dépit de la multiplication de plans d'austérité, la dette n'en finit pas d'augmenter tandis qu'inexorablement monte le flot du chômage en Espagne. Le Portugal s'enfoncé quant à lui dans une crise sans issue<sup>5</sup> et la France elle-même est mise en cause.

Les sceptiques les plus endurcis doivent donc l'admettre dans les tréfonds de leur cœur. Au-delà de la crise de chaque pays, qui s'explique par des raisons à chaque fois spécifiques, au-delà de la crise de gouvernance de la zone euro, certes prévisible mais qu'exaspère une opposition entre l'Allemagne et la France, c'est bien la monnaie unique, l'euro lui-même, qui est en crise.

Cette crise était en fait prévisible depuis de nombreuses années, car les défauts structurels de la zone euro étaient notoires et bien connus des économistes, y compris de partisans de l'euro<sup>6</sup>.

1. Ou plus précisément l'aveuglement idéologique de nos dirigeants qui refusaient en ce printemps 2011 d'admettre la possibilité d'un défaut.

2. P. Artus, « Faut-il sortir la Grèce de la zone euro ? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 696, Natixis, 15 septembre 2011. Il n'y a pas de sens pour la Grèce en effet de faire défaut sur sa dette et de rester dans la zone euro. Si elle veut retrouver le chemin de la croissance, elle doit dévaluer et pour cela sortir de la zone euro.

3. P. Artus, « Que faire pour aider la Grèce ? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 531, Natixis, 7 juillet 2011.

4. P. Artus, « L'Italie et l'Espagne subissent-elles une crise de solvabilité ou une crise de liquidité ? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 695, Natixis, 15 septembre 2011.

5. P. Leao et A. Palacio-Vera, « Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone ? », *Working Paper n° 664*, Annandale-on-Hudson (N. Y.), Levy Economics Institute of Bard College, mars 2011.

6. Comme en témoigne M. Aglietta, « Espoirs et inquiétudes de l'euro », in M. Drach (dir.), *L'Argent. Croyance, mesure, spéculation*, Paris, La Découverte, 2004.

Les déséquilibres induits par la monnaie unique faisaient leur chemin au sein des économies de pays de la zone euro. Si la crise de 2007-2008 a donné une impulsion décisive à la crise de l'euro, il convient de dire que cette dernière n'attendait qu'un grand désordre de l'économie mondiale pour se révéler.

Cette crise est devenue une réalité à l'été 2009 quand l'accumulation des dettes a atteint un seuil critique en Grèce, en Irlande et au Portugal. À l'été 2011, elle a pris un tour dramatique qui prouve que le processus va empirant. On peut d'ailleurs constater la montée d'une *fatigue de l'euro*, qui est perceptible, que ce soit dans les opinions publiques, où désormais nous avons une majorité de personnes se prononçant contre une aide supplémentaire à la Grèce<sup>1</sup>, ou au sein des gouvernements où le découragement désormais se fait jour.

Cette crise se combine aussi aux inquiétudes que suscite la situation aux États-Unis. La perte par ce dernier pays de sa note AAA prouve qu'il n'est pas sorti de la crise dite des *subprimes*<sup>2</sup>. De plus, les perspectives de croissance y sont très faibles. Premier pays frappé par la crise de 2007, il n'a pas retrouvé une dynamique de développement saine et s'enfonce lentement dans une double crise d'endettement tant de l'État fédéral que des ménages. Les réactions des pays émergents, menés par la Russie et la Chine<sup>3</sup>, face à la politique monétaire menée par Washington sont de plus en plus vigoureuses.

1. *Le Figaro* comme *Le Nouvel Observateur* publiaient sur leurs sites internet le 17 septembre 2011, les résultats d'un sondage donnant 68 % des Français opposés à la poursuite de l'aide à la Grèce. En Allemagne, ce ne sont pas moins de 75 % des personnes interrogées qui ont manifesté une semblable opposition.

2. L. Randall Wray, « Lessons We Should Have Learned from the Global Financial Crisis but Didn't », *Working Paper n° 681*, Annandale-on-Hudson (N. Y.), Levy Economics Institute of Bard College, août 2011.

3. A. Chechel, S. Rose et J. Jordan, « Putin Denounces American Parasite While Russia Increases Treasuries 1,600 % », Bloomberg, 19 août 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-08-18/putin-slams-u-s-parasite-after-1-600-jump-in-russia-holdings.html>; Z. Lifei, « China Joins Russia in Blasting U.S. Borrowing », Bloomberg, 3 août 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-08-03/china-s-zhou-to-monitor-u-s-debt-as-xinhua-secs-bomb-yet-to-be-defused.html>.

La concomitance de ces crises contribue cependant à en obscurcir le sens. Elle masque en particulier ce que la crise dans la zone euro a de spécifique et les effets de la monnaie unique qui l'aggravent. Mais elle nous rappelle que, dans un monde de finance globalisée, des liens étroits unissent les différents problèmes. Que l'euro vienne à disparaître et c'est le dollar qui se trouvera en première ligne face à la spéculation internationale qui se déchaînera alors. Gageons qu'il ne tardera guère à sombrer.

Nombreux sont ceux qui pensent que la crise de l'euro réjouit les dirigeants américains. Ils se trompent lourdement. Un euro affaibli politiquement mais présent, concentrant pour plusieurs années encore l'attention des spéculateurs internationaux et freinant le développement des économies européennes, est bien la meilleure des situations pour les dirigeants de Washington. C'est bien pourquoi ces derniers multiplient les initiatives pour forcer la main des pays européens et pour que soit mis en place un nouveau plan de sauvetage de la Grèce.

Ainsi, pour des raisons aussi diverses qu'il y a de pays concernés, des deux côtés de l'Atlantique les dirigeants affirment-ils leur volonté de défendre l'euro.

Mais les faits sont têtus !

Et quand on les méprise, ils se vengent.

Les argumentations controuvées des uns et des autres, les plaidoyers *pro domo* de politiciens aux abois, les arguties dans un jargon pseudo-technique dans lesquelles se complaisent les bureaucrates de Bruxelles n'y changeront rien. La monnaie unique européenne, qui fut à son origine source de tant d'espoirs, n'a tenu aucune de ses promesses. Elle meurt aujourd'hui de l'échec du projet politique qui lui avait donné naissance, le « fédéralisme furtif », et de la divergence des dynamiques économiques des pays membres, divergence exacerbée par la politique de l'Allemagne.

Ce qui est infiniment plus grave que la mort de l'euro dans sa forme actuelle, c'est que le principe même de coordination monétaire risque de mourir avec lui. Et la question est aujourd'hui

posée : peut-on sauver ce principe de coordination, avec ce qu'il implique de flexibilité pour chaque pays et de coopération entre pays, du désastre qui attend l'euro ?

## Le tabou de l'euro

Mais peut-on débattre de l'euro en France ?

À voir la violence des réactions que toute tentative a suscitée jusqu'à ces dernières semaines, à lire les accusations multiples qu'un tel projet provoque, on est en droit d'en douter. Pourtant, un débat aujourd'hui s'impose. Longtemps niée par nos gouvernants mais aussi par une large part de l'opposition (et en particulier le Parti socialiste français), la crise de l'euro s'impose cependant, constituant pour l'instant un horizon indépassable. Sa réalité est d'ailleurs reconnue à l'étranger ; même le journal allemand *Spiegel* lui a consacré un long dossier<sup>1</sup>. Il y a donc bien une particularité franco-française à ce débat ou, plutôt, à son refus qui ne cède qu'aujourd'hui sous les coups de boutoir de la réalité.

Il y a bien un tabou de l'euro, qui dans notre pays traverse le spectre politique et va de la droite à la gauche, voire à une partie de l'extrême gauche. Les racines en sont multiples. La monnaie unique a perdu sa dimension d'instrument, que l'on doit juger à ses effets, pour devenir un véritable fétiche, au sens religieux du terme. L'euro, c'est la religion de ce nouveau siècle, avec ses faux prophètes aux prophéties sans cesse démenties, avec ses grands prêtres toujours prêts à fulminer une excommunication faute de pouvoir en venir aux bûchers, avec ses sectateurs hystériques. En France, qu'un dirigeant de la majorité ou du Parti socialiste parle sur ce sujet et sa phrase commence inmanquablement par un verset sur les « bienfaits » de l'euro (mais sans

1. Consultable en allemand sur le site internet du *Spiegel*, [http://www.spiegel.de/thema/euro\\_krise\\_2010/](http://www.spiegel.de/thema/euro_krise_2010/).

jamais préciser, et pour cause, lesquels) ou sur la « nécessité » de défendre la monnaie unique.

Mais jamais au grand jamais n'entendons-nous un bilan honnête de ce que l'euro nous a apporté. Aujourd'hui, l'euro est devenu le symbole du crépuscule de la raison politique et économique, une hypothèse saturante qui justifie le silence sur l'ensemble des autres problèmes.

La violence des réactions et l'outrance des amalgames qui parsèment la presse française traduisent pourtant le fait qu'en dépit d'un effet d'étouffoir médiatique sans précédent qui jusqu'à maintenant continue de sévir on commence bien à parler de la crise de l'euro. D'ailleurs, même Élie Cohen l'a reconnue et c'est tout dire !

Cette crise a d'ailleurs suscité de nombreux ouvrages d'hommes politiques comme d'économistes ou de dirigeants d'association<sup>1</sup>. Ces textes présentent chacun différents aspects de la question ; ils l'abordent aussi à partir de points de vue différents.

Dans ces conditions, pourquoi ce livre ?

Les ouvrages publiés à ce jour ont dénoncé l'euro, et souvent avec de bons arguments. Ce livre a un autre projet. Il veut tenter d'analyser l'euro et d'amorcer, contre le tabou et les argumentaires religieux, un retour à la raison. Il se propose aussi d'examiner la crise actuelle, de mettre en évidence tant ses origines que la conjonction de politiques particulières qui l'ont rendue inévitable. Il entend montrer au lecteur comment nous en sommes arrivés là, à partir des espoirs – pour certains réels et pour d'autres imaginaires – qui avaient été mis en l'euro à l'origine.

1. A. Cotta, *Sortir de l'euro ou mourir à petit feu*, Paris, Plon, 2010 ; N. Dupont-Aignan, *L'Euro, les banquiers et la mondialisation. L'arnaque du siècle*, Monaco, éditions du Rocher, 2011 ; C. Saint-Étienne, *La Fin de l'Euro*, Paris, Bourrin, 2011 ; J.-J. Rosa, *L'euro : comment s'en débarrasser ?*, Paris, Grasset, 2011 ; J. Nikonoff, *Sortons de l'euro*, Paris, Mille et une Nuits, 2011. On y ajoutera des livres qui comprennent d'assez larges développements sur la monnaie unique : J.-P. Chevènement, *La France est-elle finie ?*, Paris, Fayard, 2011 ; M.-F. Garaud, *Impostures politiques*, Paris, Fayard, 2010.

La crise de l'euro résulte de trois crises avec leurs propres rythmes qui aujourd'hui se combinent. Cette conjonction produit désormais une situation intenable. Elle laisse percevoir la catastrophe finale.

### Les trois crises

La crise de l'euro ne se limite pas à la crise des dettes souveraines en Europe, même si elle l'englobe. Par crise de l'euro, il faut entendre en fait trois crises qui se conjuguent et sont désormais intimement liées.

Il y a tout d'abord l'étranglement de certaines économies d'Europe par le montant des dettes tant publiques que privées. La monnaie unique est un vecteur de cette montée de la dette, car elle impose aux pays de se financer sur les marchés financiers. Les institutions de la monnaie unique, du traité de Maastricht au traité de Lisbonne, interdisent en effet aux États soit de recourir à des avances de leurs banques centrales aux trésors publics, soit d'imposer aux banques l'achat de titres de dette en proportion de leur actif<sup>1</sup>. Les marchés financiers deviennent alors la seule source de financement possible. Dès lors, ils sanctionnent lourdement tant le montant des dettes que les faibles perspectives de croissance. Mais le rôle de la monnaie unique dans cette montée des dettes dans certains pays ne se limite pas à cette dimension institutionnelle. La monnaie unique impose aussi un taux de change unique vis-à-vis des autres monnaies pour tous les pays appartenant à la zone euro. Ce taux engendre une dégradation inexorable de la compétitivité pour de nombreux pays, les conduisant

1. En France, ceci fut interdit par une loi votée en 1973. Mais ce qu'une loi a fait, une autre peut le défaire. Il faut rappeler ici que les avances au Trésor public ou les « planchers obligatoires de la dette publique » dans les bilans des banques avaient été largement pratiqués après-guerre et avaient fourni au pays le financement à faible coût qui lui avait permis de se reconstruire et de se développer.

soit à accepter une activité économique réduite, soit à soutenir cette dernière. Et pour cela, bien entendu, ces pays doivent procéder à un déficit budgétaire plus ou moins important, ce qui les conduit à aggraver leur endettement.

Ceci a concerné la Grèce, mais aussi le Portugal, l'Irlande, l'Italie et la France. La crise de la dette des États a concentré l'attention depuis la fin du printemps 2010, en particulier dans le cas de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. Cette crise a mis en évidence l'incapacité des autorités politiques à réagir à temps et de manière efficace. C'est ce que l'on appelle la *crise de la gouvernance* de la zone euro. Les autorités, qu'il s'agisse des gouvernements ou de la Banque centrale européenne (BCE), se sont montrées incapables de gérer des situations de crise pourtant aisément prévisibles. Elles se sont révélées dépassées tant par les événements que par une spéculation qu'elles n'ont nullement cherché à décourager autrement qu'en paroles.

Vient ensuite une seconde crise qui est quant à elle structurelle. Elle résulte des effets de la monnaie unique sur la dynamique de croissance. Depuis l'introduction de l'euro, euro d'abord scriptural puis à partir de 2002 euro fiduciaire, la croissance des pays de la zone euro a été régulièrement inférieure à celle des autres pays développés. La zone euro est même en retard par rapport aux pays d'Europe qui n'en font pas partie, comme la Suède, la Suisse et la Norvège. Cela est dû aux taux d'intérêt imposés par la BCE mais aussi à la surévaluation générale de l'euro que nous connaissons depuis 2002. Ici encore, certaines économies ont plus été touchées que d'autres, et c'est le cas au premier chef de l'Italie, mais aussi de l'Espagne, du Portugal et, dans une mesure non négligeable, de la France. Cependant, même dans le cas de l'Allemagne, dont on donne en exemple la « rigueur » et le montant des excédents commerciaux, on constate que la croissance a été particulièrement faible depuis l'introduction de l'euro. Si le chômage n'a pas explosé dans ce pays, c'est du fait de la dynamique démographique qu'il connaît.

Or la question de la croissance et du chômage occupe une place centrale dans un contexte économique marqué par la crise économique et financière de 2007-2008, tout particulièrement pour un pays qui, comme la France, a une dynamique démographique favorable. En fait, on peut montrer que ce problème revient à celui de l'hétérogénéité initiale des économies que les institutions mises en place par le traité de Maastricht ne permettaient pas de traiter en profondeur. Dès lors, loin de produire une quelconque convergence, la zone euro a organisé une divergence massive des économies et de la structure de leurs appareils productifs. C'est aussi le refus de voir ce problème que nous payons aujourd'hui.

La troisième crise est celle des institutions qui encadrent la monnaie unique. On affecte aujourd'hui de découvrir que l'on a créé une monnaie sans règles pour unifier au préalable les politiques budgétaires des États qui sont membres de la zone, les politiques économiques et, plus généralement, les réglementations bancaires. En un mot, que la monnaie commune implique un État fédéral. D'après les discours que l'on entend actuellement, c'est à un manque de *gouvernance* que l'on doit cette crise. Mais, en réalité, les conditions de la constitution de cette gouvernance globale à l'échelle européenne n'existaient et n'existent pas. Il n'était pas possible de réaliser une telle unification des politiques sans établir de puissants mécanismes de transferts entre celles-ci. Or ceci fut refusé par les dirigeants politiques et prohibé dans les différents traités dont l'Europe se dota. On découvre ici que l'on ne passe pas impunément un coup de rabot fédéraliste sur cinq siècles d'Histoire ! Cette question de la gouvernance illustre bien comment les dirigeants des différents pays ont été victimes de l'idéologie européiste et du mythe des « États-Unis d'Europe ».

Ces trois crises aujourd'hui se télescopent et rendent insoluble la crise immédiate qui se manifeste en Grèce, au Portugal, en Irlande et bientôt en Espagne et en Italie. En réalité, si ces pays se sont endettés, et si on les a laissés faire, c'est en raison des deux autres crises. La crise est donc globale et générale, ce qui rend sa

solution au mieux extrêmement coûteuse et dans les faits probablement impossible.

L'existence de ces trois crises était connue depuis longtemps et leurs effets manifestes depuis l'été 2009. Mais il a fallu que la crise grecque prenne un tour réellement dramatique, que non seulement les Grecs mais aussi les Espagnols et les Portugais descendent dans la rue en masse pour que l'on commence à débattre d'une crise de l'euro. Il ne fait aucun doute désormais que l'euro, par le biais des plans d'austérité qu'il nécessite, est un facteur général de régression sociale pour tous les pays concernés. Le risque est donc qu'aujourd'hui l'euro, dans sa forme actuelle, rende l'Europe odieuse et discrédite durablement le principe d'une coordination monétaire.

### **Les interdits de la crise de l'euro**

L'euro, on l'a dit, est le dernier tabou d'une partie de la classe politique de droite comme de gauche. À quoi donc peut-on attribuer ce phénomène et pourquoi une telle cécité en France ?

La monnaie unique concentre en elle des projets économiques, des projets politiques mais aussi des projets ou, plus exactement, des représentations symboliques. Ce sont ces interrelations qui ont rendu le débat à la fois nécessaire et, si ce n'est impossible, à tout le moins extrêmement difficile. Ceci explique aussi la violence des réactions dès que l'on touche au principe de la monnaie unique.

Il y a, bien entendu, d'autres raisons qui sont moins avouables et moins présentables. Nombreux sont ceux qui ont chanté sur tous les tons les louanges de la monnaie unique, parfois avec des arguments qui étaient parfaitement recevables, mais parfois aussi avec des arguments qui relèvent plus de ce que l'on appelle la « littérature (ou l'argumentation) à l'estomac ». L'engagement en faveur de la monnaie unique était tel que tout débat signifiait une remise en cause et toute remise en cause une perte de

légitimité pour nos dirigeants ainsi que pour leurs conseillers et autres économistes à gages. Or tous ces gens sont très attachés à cette légitimité, qu'elle soit politique ou médiatique!

Dans le refus de discuter sur la place publique de la crise de l'euro, il faut aussi voir la peur panique de perdre des positions sociales et des privilèges. Que deviendraient en effet tous ces professionnels de l'*euro business* s'ils devaient admettre qu'ils se sont trompés?

De très mauvaises raisons expliquent aussi la violence des réactions.

Le fait que le Front national se soit lancé dans la contestation de l'euro a été invoqué pour tenter de discréditer le débat sur l'euro. Parler contre l'euro équivaldrait à reprendre la totalité des thèses du Front national. Mais ceci est un bien faible argument, et Frédéric Lordon a récemment fait litière de telles allégations<sup>1</sup>.

Étant un des auteurs régulièrement cités par le Front national, je voudrais à mon tour revenir sur cette question. Tout d'abord, un auteur n'est en rien responsable de ses lecteurs. Le fait de publier un texte, sur papier ou sur internet, revient à abandonner tout contrôle sur comment et par qui il peut être lu. Seuls comptent les opinions, les idées et les concepts qui ont été exprimés dans ce texte, et je ne récusé ni ne renie aucun de ceux que j'ai pu rendre publics depuis que je m'exprime sur la question. J'avoue de plus qu'à tout prendre je préfère que les militants du Front national lisent du Gréau, du Lordon ou du Sapir plutôt que du Drumont ou du Gobineau.

Ensuite, la méthode utilisée par nos contradicteurs soulève un problème de fond. On ne saurait prétendre qu'une idée, une notion ou un concept soit discrédité parce que certains, dont on ne partage pas les idées politiques, s'en réclament aussi. Par temps de pluie, devrions-nous prétendre contre toute évidence que le

1. F. Lordon, « Qui a peur de la démondialisation? », blog « La pompe à phynance », 13 juin 2011, <http://blog.mondediplo.net/2011-06-13-Qui-a-peur-de-la-dmondialisation>.

soleil brille uniquement parce que tel ou tel, dont on ne partage pas les idées, a dit qu'il pleuvait? Il faut rappeler ici qu'idées, notions et concepts ne sont pas brevetables. Ils appartiennent à tous et donc à personne.

La méthode de nos contradicteurs révèle ici l'extraordinaire faiblesse de leurs positions.

## Comprendre l'euro pour mieux appréhender les enjeux de sa crise

Les interrelations entre l'économique, le politique et le symbolique constituent ainsi l'objet central de ce livre. Il entend déconstruire au préalable ces interrelations, séparer l'économique du politique, le politique du symbolique. Il entend aussi tirer les conclusions qui découlent de cette déconstruction et de ce que l'on a appelé un « retour à la raison ». Les miennes ont évolué avec la crise et devant l'incapacité congénitale des gouvernants et des institutions de la zone euro à réagir et à anticiper.

Ma position initiale était de défendre le principe d'une monnaie commune et non unique. J'appelais dans mon livre puis mon article de 2006<sup>1</sup> au passage de la seconde vers la première parce que j'anticipais les problèmes qui surgiraient au premier choc d'importance que connaîtrait la zone euro. Le débat fut enterré avant même que de commencer.

La crise cependant accélère le rythme des décisions. On connaît la formule: « Le temps nous mord la nuque. » Chaque opportunité aujourd'hui perdue restreint dramatiquement le choix des futurs qui restent encore possibles. Les solutions raisonnablement envisageables à l'été 2009, avant que n'éclate de manière ouverte la crise grecque, sont devenues de plus en plus irréalistes, voire

1. J. Sapir, *La Fin de l'euro-libéralisme*, Paris, Seuil, 2006, chap. 3; *idem*, « La crise de l'euro: erreurs et impasses de l'Européisme », art. cit.

caduques. L'accélération de la dynamique de la crise imposera des ruptures radicales. Cette dernière est aussi le produit, et il faut s'en souvenir, de l'inaction et de la pusillanimité des femmes et des hommes qui composent la classe politique en Europe. L'Histoire retiendra que l'euro sans doute est mort de la main de ceux-là mêmes qui prétendaient le défendre.

Faut-il alors sortir de l'euro ?

Nous devons admettre une fois pour toutes que la question est posée. J'entends montrer dans ce livre que la réponse à cette question dépendra des actions mais aussi des inactions de nos dirigeants. Des solutions moins radicales sont encore possibles, mais elles impliquent toutes de profondes évolutions tant des institutions de la zone euro que de l'euro lui-même.

Cependant, nous ne devons pas refuser par principe l'idée d'une sortie de l'euro. Tout montre d'ailleurs qu'elle n'engendrera pas les catastrophes que nous promettent les faux prophètes de tous poils et de tous bords qui n'ont plus que la peur à la bouche et le mensonge dans le cœur pour tenter de sauver la monnaie unique<sup>1</sup>.

1. Comme ce premier ministre polonais, dont on taira le nom par charité, qui est allé jusqu'à dire que la fin de l'euro pouvait signifier le retour des guerres en Europe...

# Voyage aux sources de l'euro

**L**es origines de l'euro sont multiples. Certains y ont vu le produit d'une théorie; d'autres, plus raisonnablement, une réponse aux crises que le Marché commun puis l'Union européenne avaient connues. Mais les véritables racines de l'euro sont en général restées ignorées ou dissimulées. En particulier, le compromis politique fondateur dont la monnaie unique résulte a été occulté. De cet oubli et de cette dissimulation, qui n'étaient point si innocents que cela, découle une large partie des illusions politiques et économiques qui dominent le débat actuel. L'incapacité à comprendre pourquoi l'euro est dès ses origines un mécanisme incomplet et ne pouvait que l'être, et pourquoi nombre de voies que l'on propose comme autant de solutions sont en réalité des impasses s'enracine dans l'oubli et l'ignorance de ses origines.

**L'euro est-il la solution ultime aux crises du système monétaire européen?**

Il nous faut tout d'abord répondre à une question qui est déterminante. Pourquoi l'euro a-t-il pris la forme que nous lui connaissons aujourd'hui, soit celle d'une monnaie unique et non celle, plus logique, d'une monnaie commune?

En effet, la monnaie commune, venant s'ajouter aux monnaies nationales, les compléter et servir d'instrument pour les échanges internationaux de marchandises et de capitaux pour une zone géographique donnée, offre à la fois les avantages de la stabilité que l'on a dans une monnaie unique et une flexibilité des taux de change qui lui fait défaut. Avec une monnaie commune, nul n'est obligé de fixer à jamais les rapports des taux de change entre les monnaies des pays membres. On peut réajuster ces rapports à des dates données pour tenir compte des problèmes économiques particuliers de chaque pays, qu'il s'agisse de problèmes structurels comme l'évolution des gains de productivité ou conjoncturels comme une catastrophe naturelle de grande ampleur paralysant pendant quelques semaines l'économie. Mais, entre ces moments de réajustements, les parités sont fixes, ce qui réduit naturellement les coûts de transactions liés au change pour les entreprises.

Cependant, il est vrai qu'une monnaie commune exige des règles strictes limitant les mouvements de capitaux afin de ne pas laisser de place à une spéculation à l'intérieur de la zone. Or c'est bien là que le bât blesse. En fait, les pays européens ont fait le choix d'une libéralisation financière totale. Ce choix, qui a été largement inspiré par les socialistes français<sup>1</sup>, a conduit, nous allons le voir, à évincer la solution de la monnaie commune au profit de celle, en principe plus élégante mais ô combien plus dangereuse, de la monnaie unique.

La réponse à cette première question se trouve donc dans les crises que le Système monétaire européen (SME) a connues. Mais l'histoire de ces crises a été réécrite par les partisans de la monnaie unique. En particulier, on a systématiquement omis de préciser ou de rappeler que les pays parties prenantes du SME avaient tout fait pour laisser le champ libre à la spéculation. L'euro aurait-il donc été fondé dès le départ sur un mensonge ?

1. R. Abdelal et S. Meunier, « Mondialisation : la *French Touch* », Telos, 12 octobre 2007, [http://www.telos-eu.com/fr/article/mondialisation\\_la\\_french\\_touch](http://www.telos-eu.com/fr/article/mondialisation_la_french_touch).

Le SME fut précédé du « Serpent monétaire européen », lui-même résultant du « rapport Werner » remis en 1970<sup>1</sup>. On le voit, les tentatives de constitution d'une zone monétaire européenne sont anciennes.

Le rapport Werner fut rendu caduc par la décision des États-Unis de mettre fin à la convertibilité automatique du dollar en or au taux de 35 dollars l'once. Institué par l'accord de Bâle du 10 avril 1972, le « serpent » constitua alors la réponse des pays européens. Il fixait des marges de fluctuations (+ ou - 2,5 %) aux monnaies européennes et mit fin formellement à la « zone sterling ».

En fait, la base du « serpent » fut très rapidement le deutschemark. Cependant, la politique américaine qui se refusa à soutenir le dollar et l'impact des crises internationales de l'époque (comme la guerre israélo-arabe de 1973 et le premier choc pétrolier) conduisirent à des fluctuations brutales menaçant le deutschemark (à la hausse), le franc français, la lire italienne et la livre sterling (à la baisse). Le « serpent » fut reconnu impraticable et il se transforma progressivement en une « zone mark ».

Il faut signaler que le 27 octobre 1977 le président de la Commission européenne, le Britannique Roy Jenkins, proposa la création d'une monnaie unique pour les neuf pays qui composaient alors la Communauté économique européenne. Mais il assortit sa proposition de l'idée d'un budget communautaire se montant à 10 % du produit intérieur brut (PIB) des pays membres. L'idée d'un budget communautaire important comme garantie d'une monnaie unique allait *techniquement* dans une direction qui était logique, mais elle fut *politiquement* rejetée par la totalité des pays concernés.

1. M. Aris et N. M. Healey, « The European Monetary System », in N. M. Healey, *The Economics of the New Europe*, Londres-New York, Routledge, 1995, p. 45-67. Voir aussi B. Harrison et N. M. Healey, « European Monetary Union: Progress, Problems and Prospects », *ibid.*, p. 103-123.

La création du SME fut annoncée en mars 1979 après plus d'un an de laborieuses négociations. Ce système encadrait les fluctuations des monnaies autour d'un cours pivot de référence calculé à partir d'un « panier » de monnaies des pays membres, l'ECU ou *European Currency Unit*<sup>1</sup>. Il réussit au début à stabiliser les cours des monnaies européennes les unes par rapport aux autres. Une légère réévaluation du deutschemark le 23 septembre 1979 ne provoqua aucun remous. Il commença à connaître ses premières difficultés avec l'arrivée de François Mitterrand au pouvoir et les trois dévaluations successives du franc. Cependant, après le virage « pro-Europe » en 1982-1983 des socialistes français sous la houlette de Jacques Delors, la situation se stabilisa jusqu'en 1992. On a ainsi « oublié » que le SME avait pu fonctionner, en dépit de ses défauts et de l'ouverture progressive des économies aux mouvements de capitaux, pendant près de neuf ans.

En 1992, une violente spéculation déclenchée à la suite de l'échec du référendum danois sur l'Europe provoqua la dévaluation de la lire italienne et de la peseta espagnole. Puis, la livre sterling fut obligée de quitter le SME. En 1993, une nouvelle vague de spéculation épuisa les réserves de la Banque de France. Les marges de fluctuations furent portées de 2,5 % à 15 % et le SME disparut de fait à l'été 1993<sup>2</sup>.

Cet échec fut largement perçu comme le produit d'une spéculation que l'on ne pouvait empêcher et traduisant l'inanité de « demi-mesures ». Le meilleur moyen de supprimer la spéculation n'était-il pas de n'avoir qu'une seule monnaie ? Seule, l'adoption d'une monnaie unique pouvait permettre de produire un système stable, du moins l'affirmait-on à l'époque. Nous savons aujourd'hui qu'il n'en est rien. La spéculation s'est en fait reportée des taux de change aux taux d'intérêt de la dette souveraine entre chaque pays.

1. A.-D. Schor, *Le Système monétaire européen*, Paris, PUF, 1985.

2. P. du Bois de Dunilac, *Histoire de l'Europe monétaire (1945-2005). Euro qui comme Ulysse...*, Genève-Paris, PUF, 2008.

Cependant, déjà au début des années 1990, on pouvait s'interroger sur la place qui avait été laissée aux instruments de la spéculation qui finit par emporter le SME. C'est bien cette liberté accordée aux marchés financiers pour la détermination du taux de change des monnaies qui a permis à un spéculateur professionnel comme George Soros de jouer et de gagner contre les banques centrales. Les capacités de ces dernières furent saturées par les montants financiers que les spéculateurs pouvaient mobiliser, en raison de la totale liberté qui régnait (et règne toujours) sur les marchés des changes en ce qui concerne les devises européennes.

Notons au passage que l'on n'a jamais entendu parler d'une quelconque spéculation sur le yuan chinois, et pour cause! Ce dernier est, jusqu'à maintenant, solidement protégé par un système de contrôles. Il est vrai que l'idée même de réintroduire des contrôles suffit à vous faire passer pour un pithécanthrope aux yeux des énergumènes de Terra Nova, un « think tank » qui se dit proche du Parti socialiste mais qui a surtout prouvé qu'il était composé de gens suffisants mais non nécessaires<sup>1</sup>. En effet, même le Fonds monétaire international (FMI) admet aujourd'hui la nécessité de contrôles sur les mouvements de capitaux<sup>2</sup>. La nécessité de ces contrôles avait été mise en évidence lors de la crise financière de 1997-1998<sup>3</sup>, une leçon qui fut retenue par de nombreux économistes<sup>4</sup> mais qui semble avoir complètement échappé aux sociaux-libéraux. En fait, la libéralisation des mouvements de

1. J'invite les lecteurs à se reporter à l'échange musclé que j'ai eu avec leur président lors d'un colloque à l'Assemblée nationale le 30 août 2011.

2. Voir J. Ostry *et al.*, « Capital Inflows: The Role of Controls », *International Monetary Fund Staff Position Note*, Washington (D. C.), FMI, 2010.

3. V. N. Mel'nikov, « Voprosy valyutnogo regulirovaniya i valyutnogo kontrolya v period finansovogo krizisa », *Den'gi i Kredit*, n° 12, décembre 1998, p. 36-42; J. Sapir, « Currency and Capital: Controls in Russia – Why and How to Implement Them Now », *Studies on Russian Economic Development*, vol. 11, n° 6, 2000, p. 606-620.

4. R. Rajan, « Sands in Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayhem », *Institute of Policy Studies Working Paper*, Singapore, avril 1999. Voir aussi R. Wade, « The Coming Fight Over Capital Controls », *Foreign Policy*, vol. 113, hiver 1998/1999, p. 41-54.

capitaux à laquelle les principaux pays développés et en développement (à l'exception notable de la Chine) se sont ralliés n'a nullement favorisé la croissance<sup>1</sup>. Elle a au contraire été un facteur d'instabilité pour les économies<sup>2</sup>.

La démonstration a été faite, entre autres par Maurice Allais, que les changes flottants étaient à l'origine des désordres financiers internationaux<sup>3</sup>. Mais si l'on réintroduisait ces contrôles à l'échelle planétaire, permettant ainsi le retour à un système de taux de change fixes ou du moins largement contrôlés par les banques centrales de chaque pays, alors nous verrions disparaître l'intérêt de la monnaie unique... C'est sans doute là la raison de l'obstination dans l'erreur des soi-disant experts de fondations telles que Terra Nova ou autres, ainsi que celle de leur incapacité à admettre, devant la somme des travaux scientifiques produits, qu'ils se sont trompés.

En fait, c'est la volonté allemande de se servir des marchés financiers pour « normaliser » les politiques économiques des autres États combinée aux intérêts financiers du Royaume-Uni qui explique l'opposition absolue et adamantine de contrôler ne serait-ce qu'en partie les marchés financiers. La France avait bien identifié les implications de la position britannique, mais elle est restée aveugle quant à la position allemande.

L'Allemagne avait créé le cadre dans lequel s'engouffra la spéculation pour pouvoir ainsi justifier de sa demande ultérieure de création d'une monnaie unique. Elle a récidivé en insistant (lourdement) pour que la liberté *totale* des capitaux soit inscrite dans le traité de Lisbonne (art. 63), qu'il s'agisse des mouvements hors

1. Voir D. Rodrik, « Why Did Financial Globalization Disappoint? » (avec A. Subramanian), *IMF Staff Papers*, vol. 56, n° 1, mars 2009, p. 112-138 ; E. S. Prasad, R. G. Rajan, A. Subramanian, « Foreign Capital and Economic Growth », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 2007, p. 153-209.

2. G. L. Kaminsky, C. M. Reinhart, C. A. Vegh, « When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies », *IMF Discussion Paper*, Washington (D. C.), FMI, août 2004.

3. M. Allais, *La Crise mondiale d'aujourd'hui*, Paris, éditions Clément Juglar, 1999.

de l'Union européenne ou dans son sein. *Perseverare diabolicum est.*

Retenons alors une leçon de cet épisode aujourd'hui oublié. Le SME aurait pu fonctionner *si* la spéculation avait été maîtrisée. Si, en lieu et place de l'ECU, simple dispositif technique, on avait mis en place une véritable monnaie commune soustraite à la spéculation par des contrôles de capitaux garantissant une déconnexion avec les marchés financiers de l'extérieur de la zone, le système eût été parfaitement viable.

L'échec du SME n'est donc nullement technique, mais il est fondamentalement le produit d'une volonté politique. Tout s'est passé comme si l'Allemagne avait voulu, par les limites qu'elle imposa au SME, rendre attractive uniquement l'idée de la monnaie unique. C'était, et cela reste, un pari risqué. Il repose en définitive sur la capacité, réelle ou imaginaire, de l'Allemagne à imposer sa volonté à ses partenaires.

## Le compromis originel

Le Système monétaire européen en effet ne satisfaisait nullement l'Allemagne. Il laissait trop de possibilités aux autres pays de rééquilibrer leur position par des dévaluations successives. Il fallait, pour les dirigeants allemands, sécuriser l'accès des produits de leur industrie aux marchés de leurs voisins. Mais, d'un autre côté, il fallait aussi pour l'Allemagne éviter à tout prix la solution proposée par Roy Jenkins en 1977, soit l'union de transfert. Les gouvernants allemands percevaient clairement dès cette époque que toute union budgétaire, ne serait-ce que partielle, conduirait leur pays à devoir subventionner les autres pays membres. C'est pourquoi l'acte fondateur de la monnaie unique insiste-t-il sur la notion de responsabilité budgétaire individuelle de chaque pays.

On peut comprendre la position des gouvernants allemands. Pour eux, il ne pouvait être question d'une union de transfert.

L'effondrement de la démographie allemande indiquait que ce pays ne renouvellerait plus ses générations. Le taux de fécondité<sup>1</sup>, qui était encore de 2,03 à l'orée des années 1970, était tombé en 1990 à 1,45<sup>2</sup>. Le versement des retraites futures allait, de plus en plus, dépendre de la richesse accumulée et capitalisée. Ceci avait deux conséquences importantes. Tout d'abord, il fallait à tout prix éviter tout prélèvement extérieur sur la richesse nationale. La thésaurisation de cette dernière devait servir à payer les retraites futures des Allemands. De là vient l'opposition au principe même de l'union de transfert. Ensuite, il fallait sécuriser la valeur patrimoniale de ce que les Allemands allaient devoir épargner. Ces revenus du présent étaient censés dégager une rente dans le futur. Ils devaient donc être placés de la manière la plus judicieuse. À cette fin, les dirigeants de l'Allemagne ne virent pas de moyen plus efficace qu'une soumission accrue à la logique des marchés financiers.

De cette prise de conscience de la crise démographique en Allemagne découle un tournant vers une financiarisation accélérée de l'économie allemande. Quand on regarde attentivement les statistiques économiques de ces vingt dernières années, on constate que l'Allemagne s'est progressivement désindustrialisée au profit de son secteur financier. Mais cette prise de conscience va peser aussi sur la définition du cadre de l'Union économique et monétaire qu'Helmut Kohl va proposer à ses partenaires, et en premier lieu à la France.

Nous sommes alors au début de l'année 1990 ; l'Allemagne vient de réaliser son rêve, la réunification. Elle sait que cette dernière a pris par surprise les dirigeants français, François Mit-

1. Qui mesure le nombre moyen d'enfants par femme en âge de procréer.

2. J. Schmidt, « Die Verschiebung der Bevölkerungsstruktur in der Bundesrepublik und ihre Folgen », in R. Hettlage (dir), *Die Bundesrepublik. Eine historische Bilanz*, Munich, C. H. Beck, 1990, p. 35-58. Ce taux est légèrement remonté par la suite à 1,7, ce qui reste néanmoins très insuffisant pour assurer le renouvellement des générations.

terrard en premier<sup>1</sup>. Elle connaît aussi la sensibilité française aux problèmes géostratégiques résultant de la disparition de la sphère soviétique en Europe. Helmut Kohl va donc proposer à François Mitterrand un traité, le futur traité de Maastricht, qui entérine à la fois le principe de la réunification allemande sous la forme d'une extension légale de la République fédérale d'Allemagne et le principe de l'union monétaire. Ce dernier est présenté alors comme un « sacrifice » de l'Allemagne alors qu'il s'agit en réalité de ce qu'elle veut obtenir<sup>2</sup>. François Mitterrand s'est bercé d'illusions s'il a cru, comme on le dit, clouer la main de l'Allemagne sur la table.

Le traité, une fois dûment signé, fut finalement adopté en France d'une très courte tête après une campagne référendaire agitée dont émergèrent les figures de Jean-Pierre Chevènement et de Philippe Séguin. L'Allemagne proposait ce qu'elle faisait habilement passer pour un compromis : la monnaie unique. On a beaucoup glosé alors en France sur les déchirements d'une Allemagne, soi-disant contrainte d'abandonner « son » deutschemark. Mais, en réalité, cet abandon était largement bordé par des précautions constitutionnelles multiples. Le Tribunal constitutionnel de Karlsruhe devait en effet préciser, dans l'arrêt qu'il rendit le 12 octobre 1993 à l'occasion de la ratification du traité de Maastricht, que le passage à la monnaie unique devait se faire dans le cadre d'une *communauté de stabilité monétaire* : « Cette conception de l'union monétaire, communauté de stabilité monétaire, est le fondement de la loi allemande<sup>3</sup>. » Ceci a des conséquences directes sur la situation actuelle. Le principe d'une mutualisation de la dette est ainsi anticonstitutionnel pour la Cour constitutionnelle de Karlsruhe. Elle l'a réaffirmé dans l'arrêt qu'elle a rendu au début de septembre 2011 en réponse à une question portant

1. J.-P. Chevènement, *La France est-elle finie?*, op. cit., p. 109-131.

2. M.-F. Garaud, *Impostures politiques*, op. cit., p. 39-43.

3. *Ibid.*, p. 57-58.

sur la constitutionnalité de l'accord du 21 juillet 2011 sur le sauvetage de la Grèce. Mais, de plus, ceci exclut toute solution à la crise de la dette souveraine passant par des avances directes de la BCE aux différents États de la zone euro. En effet, une telle mesure contredirait la « communauté de stabilité monétaire ». Les femmes et hommes politiques peuvent ainsi se gargariser tout à loisir en France sur les « eurobonds », voire sur une monétisation directe de la dette qui serait réalisée par des avances de la BCE. La porte a été fermée par la Cour de Karlsruhe.

La volonté de l'Allemagne était ainsi de faire de la monnaie unique un cadre contraignant mais sans la moindre compensation du point de vue budgétaire. Le statut de la BCE et son objectif unique, la « stabilité monétaire », en découlent. On présente souvent comme une erreur de ne pas avoir donné pour objectif à la BCE la croissance dans la zone euro. On oppose alors le statut de la Réserve fédérale américaine à celui de la BCE, car celle-là a aussi pour objectif la croissance. Mais l'alignement du statut de la BCE sur celui de la Réserve fédérale était impossible. Tout d'abord parce que cette dernière est la banque centrale d'un État (les États-Unis). Ensuite parce que les termes mêmes du statut de la BCE sont le produit de cette volonté allemande.

Que cette volonté puisse servir de base à un fonctionnement réel et efficace d'un système de monnaie unique est une autre chose. Depuis l'automne 2007, on a vu à de multiples reprises que la BCE a été obligée d'enfreindre son statut. Mais si elle a été dans les faits contrainte d'admettre que la liquidité des banques était bien un objectif au même titre que la stabilité monétaire, elle n'a rien cédé sur la croissance. Et l'on en voit bien la raison. Dans une Allemagne largement financiarisée, la stabilité des banques est bien devenue un objectif légitime. Le gouvernement allemand n'a pas hésité à sauver ses banques en 2008. Mais il n'est toujours pas question de faire de la croissance un objectif au même titre que la stabilité monétaire (ou financière), car cela impliquerait de ne plus faire de la stabilité des prix l'objectif

principal. Et cela, pour les raisons que l'on a présentées plus haut, l'Allemagne n'en veut sous aucun prétexte. La BCE continue donc aujourd'hui de jouer la partition qui lui fut écrite par l'Allemagne.

Pour en revenir au compromis fondateur, il était le suivant. L'Allemagne obtenait un droit d'accès sans restrictions, qu'elles soient tarifaires (principe du Marché unique) ou monétaires (impossibilité désormais de dévaluer), aux principaux marchés de ses voisins (la France, l'Italie et l'Espagne). Mais l'Allemagne apportait aussi une contribution à l'Union. Ses économistes savaient que la monnaie unique permettrait aux différents pays membres de la future zone euro de profiter des taux d'intérêt très bas dont l'Allemagne bénéficiait. C'est cet avantage que l'on fit miroiter aux pays de la zone euro. En d'autres termes, si l'Allemagne obtenait un accès libre aux marchés de ses voisins, elle leur offrait la possibilité de s'endetter à bon compte pour... acheter des produits allemands!

Ce fut bien ce qui se passa au départ. Les écarts entre les taux d'intérêt payés par les différents pays sur leur dette et les taux allemands (ce que l'on appelle les « *spreads* ») se réduisirent de manière spectaculaire avec la mise en œuvre de l'euro. On parla ainsi de l'unification du marché des dettes comme d'un grand succès. Mais l'on ne remarqua pas, ou l'on ne voulut pas remarquer, que cette unification était bien la seule à laquelle on assistait alors. Les prix des produits dans les différents pays de la zone euro restaient très différents, la valeur des actions sur les marchés des valeurs mobilières ne convergeait nullement. Plus grave encore, les divergences des dynamiques économiques entre les pays de la zone euro allaient en s'accroissant.

Le compromis fonctionna donc en apparence jusqu'en 2008 et l'on a pu parler d'un moment historique; mais ce bel équilibre ne résista pas au grand vent de la crise. Dès que la situation économique internationale se tendit, même le marché des dettes connut des soubresauts allant croissants.

Les *spreads* sur les taux d'intérêt qui étaient effectivement réduits jusqu'en mars 2008 se mirent bientôt à augmenter. La faillite de la banque Bear Stearns aux États-Unis provoqua une première crise de liquidité; celle-ci engendra une première divergence notable. Puis la crise de liquidité généralisée provoquée par la faillite de Lehman Brothers amorça un mouvement d'ouverture des *spreads* qui connurent une première flambée entre janvier et février 2009 puis à nouveau à la fin de 2009 avec l'irruption de la crise grecque. Le mouvement de divergence des taux s'est alors amplifié de manière considérable

À l'été 2011, l'éclatement des *spreads* est devenu une réalité indiscutable. Il s'accompagnait par ailleurs d'écart grandissants sur ce que l'on appelle les assurances de crédit ou CDS. En fait, les différences de taux d'intérêt sont supérieures aujourd'hui à ce qu'elles étaient *avant* la mise en place de l'euro. Ce point est d'une importance toute particulière aujourd'hui.

La spéculation, que l'on croyait avoir rendue impossible, a donc repris ses droits en dépit de la monnaie unique qui s'avère alors n'être nullement une protection. Ce mouvement touche non seulement les trois pays les plus exposés (la Grèce, l'Irlande et le Portugal), mais aussi trois autres pays (l'Espagne, l'Italie et la Belgique) dont les caractéristiques économiques inquiètent à juste titre les marchés. Le tour de la France viendra inmanquablement par la suite. Ce que nous mesurons, c'est la faillite des illusions sur la suppression de la spéculation et l'échec du compromis passé dans la foulée du traité de Maastricht.

Le compromis initial est donc clairement rompu; mais cette rupture est asymétrique, car l'Allemagne, elle, bénéficie toujours de l'accès aux marchés de ses voisins. Tel est le cœur de la crise de l'euro, mais pas son origine. Cette crise provient bien de la rupture du compromis qui avait permis de faire accepter la monnaie unique aux pays concernés. Il nous faut donc comprendre pourquoi ce compromis ne pouvait être durable, et pour

cela revenir aux fondements théoriques supposés de la monnaie unique.

## Les fondements théoriques incohérents de la monnaie unique

Les justifications théoriques apportées en soutien à la monnaie unique ont été multiples. Elles n'ont jamais été convaincantes. L'idée sous sa forme moderne en fut lancée par Robert Mundell par un article de 1961 désormais devenu célèbre<sup>1</sup>. Elle partait du constat théorique qu'une économie, en régime de libre-échange et de libéralisation des capitaux, ne pouvait plus avoir de politique monétaire indépendante si l'on était en présence d'une mobilité parfaite – ou quasi parfaite – des capitaux<sup>2</sup>. C'est donc l'argument de l'inanité d'une politique monétaire nationale qui fut utilisé, tant auprès de l'opinion que dans les cercles gouvernementaux, pour faire accepter la monnaie unique. En effet, renoncer à quelque chose dont on n'a plus les moyens ne coûte guère.

Notons pourtant qu'à l'époque où l'article fut écrit et publié la réalité était très loin d'être conforme à une telle situation. Des contrôles de capitaux étaient encore en place dans la plupart des pays. Rien n'imposait donc la solution imaginée par Mundell. Rien, si ce n'est le préjugé normatif libéral que le libre-échange et la liberté des capitaux sont des solutions souhaitables parce qu'elles contribuent à rapprocher l'économie du cadre théorique de « l'équilibre général », c'est-à-dire de la théorie néoclassique conçue par Léon Walras à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Ainsi, au lieu

1. R. A. Mundell, « A Theory of Optimum Currency Area », *American Economic Review*, vol. 51, n° 3, 1961, p. 657-665.

2. C'est un des résultats du modèle de Mundell-Fleming. Voir R. A. Mundell, *International Economics*, Londres, Macmillan, 1968, chap. 16-17 ; et J. Frenkel et A. Razin, « The Mundell-Fleming Model a Quarter of Century Later », *IMF Staff Paper*, vol. 34, n° 4, décembre 1987, p. 567-620.

de partir d'une réalité et, par un mouvement d'abstraction progressif, aboutir à une théorie, on a voulu transformer la réalité pour qu'elle corresponde alors à une théorie.

Il y a bien une dimension pathologique, une dimension folle dans ce projet. C'est ce que l'on retrouve à chaque fois que l'on est confronté à la théorie néoclassique et à ses fantasmes glaçants d'homogénéité des agents et des situations<sup>1</sup>, de négation du temps et d'absence de la monnaie<sup>2</sup>. Parce que l'on croit détenir un savoir d'une essence supérieure, on veut à tout prix que la réalité s'y conforme. Telle est d'ailleurs la base de la dérive totalitaire de nombreux économistes<sup>3</sup>. Ce n'était donc pas une « démonstration » théorique au sens propre à laquelle Mundell s'était livré mais à un exercice de défense et d'illustration d'un certain cadre théorique, cadre qui était déjà contesté avec vigueur à cette époque. Les travaux de Mundell et le modèle de Mundell-Fleming<sup>4</sup> n'ont pas de fondements scientifiques, mais ils n'ont pas moins fourni les bases d'un discours qui a cherché à présenter la monnaie unique comme la « meilleure » des solutions.

Pour un certain nombre de défenseurs de cette monnaie unique, ce fut en toute bonne foi qu'ils reprirent l'air et les couplets de

1. J. Sapir, *K Ekonomitcheskoy teorii neodnorodnyh sistem – opyt issledovanija decentralizovannoj ekonomiki* [Théorie économique des systèmes hétérogènes – Essai sur l'étude des économies décentralisées], trad. fr. E. V. Vinogradova et A. A. Katchanov, Moscou, Presses du Haut Collège d'Économie, 2001.

2. J. Sapir, *Les Trous noirs de la science économique. Essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent*, Paris, Albin Michel, 2000.

3. Sur les relations plus que conflictuelles entre les économistes néoclassiques ou « orthodoxes » et la démocratie, J. Sapir, *Les Économistes contre la démocratie. Les économistes et la politique économique entre pouvoir, mondialisation et démocratie*, Paris, Albin Michel, 2002, et « L'économie est-elle une anti-politique? », *Cahiers d'économie politique*, n° 47, automne 2004, p. 111-126.

4. R. A. Mundell, « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economic and Political Science*, vol. 29, n° 4, 1963, p. 475-485; J. M. Fleming, « Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates », *IMF Staff Papers*, vol. 9, 1962, p. 369-379.

cette chanson. L'apparente rigueur (essentiellement mathématique) du raisonnement pouvait, en effet, faire illusion. Pour d'autres, cependant, ce ne fut qu'un prétexte et l'on se servit de l'effet de mode engendré par ces travaux pour faire passer, somme toute en contrebande, l'idée de la monnaie unique.

De ces travaux, néanmoins, il découlait que la monnaie unique présentait en théorie deux avantages. Le premier était de faire disparaître les coûts de transaction et les incertitudes liées à la fluctuation des taux de change. Le second résidait dans une suppression de la concurrence entre monnaies, qui était censée permettre de mener une politique monétaire unique donnant ainsi une cohérence aux politiques économiques conduites sur l'espace de son application. Ce premier avantage est pour le moins assez discutable. Les coûts de transaction liés aux fluctuations des taux de change ne sont importants que tant que l'on est en système de taux de change flottants et sous la pression de marchés financiers libéralisés qui permettent des opérations spéculatives. Dans une situation où ces taux seraient fixés pour des périodes déterminées et les mouvements de capitaux bien entendu étroitement contrôlés, ces coûts et cette incertitude seraient déjà fortement réduits. En réalité, ces coûts deviendraient alors bien secondaires par rapport à d'autres.

Il en est de même pour la notion de concurrence entre les monnaies. Cette notion implique elle aussi une liberté totale de mouvements des capitaux. On peut concevoir que, dans une telle situation, les États puissent chercher à attirer sur leur monnaie le plus de transactions possibles, et ce en particulier par la hausse des taux d'intérêt. Mais alors, il faut supposer qu'un État cherche à tout prix le taux de change le plus élevé. Or, dans la vie économique réelle, il peut être très avantageux d'avoir au contraire une monnaie sous-évaluée. Néanmoins, même si l'on admet l'absurdité de la recherche d'un taux de change le plus élevé possible, le taux d'intérêt ne devient l'objet d'une concurrence entre pays que si l'on est – à nouveau – en

situation de totale liberté des capitaux. Si les capitaux ne sont plus libres de se déplacer, ils sont obligés de se soumettre aux taux d'intérêt du pays dont ils sont issus. Une politique monétaire nationale, une fois délivrée de la pression des marchés financiers, retrouve son efficacité et sa cohérence avec une politique économique.

En fait, un article qui a été publié récemment dans une revue d'histoire de la pensée économique révèle bien que la liberté de mouvement des capitaux constitue une hypothèse absolument centrale et, en réalité, fondatrice aux travaux de Mundell et à ceux qu'il a inspirés<sup>1</sup>. La théorie de Mundell ne peut alors se comprendre que de deux manières. Soit on admet qu'elle est une pure application d'un cadre théorique extrêmement discutable et, dans ce cas, son intérêt ne dépasse pas celui du « jeu » intellectuel. Ou bien, il faut admettre qu'elle postule en fait soit un résultat politique (des États indépendants décident de se couler dans une structure fédérale), soit des intérêts particuliers. Car si la liberté totale des capitaux a peu d'avantages pour les économies, elle en a bien plus pour ceux qui vivent – et qui prospèrent – sur les opérations purement spéculatives. Nicolas Boukharine avait écrit que la théorie néoclassique était l'économie politique du rentier<sup>2</sup>. On pourrait dire aujourd'hui que la théorie standard est devenue l'économie politique du capitaliste financiarisé et apatride.

De plus, le raisonnement tenu par Mundell est mené dans un univers où l'incertitude n'existe pas. Il convient pour s'en persuader de consulter les manuels récents de macroéconomie qui développent largement les résultats supposés du modèle Mundell-Fleming<sup>3</sup>. On constate ainsi que l'hypothèse d'un défaut sur

1. W. Young et W. Darity Jr., « IS-LM-BP: An Inquest », *History of Political Economy*, vol. 36, suppl. 1, 2004, p. 127-164.

2. N. Boukharine, *L'Économie politique du rentier. Critique de l'économie marginaliste* (1919), Paris, Syllepse, 2010.

3. Voir G. N. Mankiw, *Macroeconomics*, New York, Worth, 2007, 6<sup>e</sup> éd. ; O. Blanchard, *Macroeconomics*, Upper Saddle River (N. J.), Prentice Hall, 2006, 4<sup>e</sup> éd.

une dette est exclue (mais oui...) car l'on vous explique doc-  
tument que les agents économiques, ayant des anticipations dites  
« rationnelles », détecteront par avance les dettes qui sont suscep-  
tibles de ne pas être remboursées et qu'ils les éviteront<sup>1</sup>. Cette  
« impossibilité » du défaut, qui découle de l'hypothèse des antici-  
pations rationnelles<sup>2</sup>, entraîne que chacun peut émettre et traiter  
des dettes et que pour cette raison la fonction de banquier n'est  
ainsi plus spécifique.

C'est ce que l'on appelle, dans le jargon qu'aiment tant les éco-  
nomistes, la « clause de transversalité<sup>3</sup> ». Il en découle à l'évidence  
un complet irréalisme des propositions faites par les économistes  
dits « orthodoxes », que ce soit en ce qui concerne la monnaie  
unique ou les activités bancaires. Cet irréalisme a d'ailleurs lar-  
gement expliqué leur incapacité à prévoir la crise de 2007<sup>4</sup>; il est  
caractérisé suivant Charles Goodhart par un « refus constant de  
faire face aux faits<sup>5</sup> ». Ceci s'accompagne d'un refus de prendre  
au sérieux la possibilité d'une crise de liquidité. Pour les écono-  
mistes du courant dominant, le « *mainstream* » comme on l'ap-  
pelle, seule existe la notion d'insolvabilité. Ici encore, on peut y  
voir une négation de la réalité, qui fut dénoncée dans des textes  
théoriques<sup>6</sup>; mais surtout, ce déni de la réalité éclata lors de la

1. J. Gali et M. Gertler, « Macroeconomic Modelling for Monetary Policy Evaluation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n° 4, 2007, p. 25-45.

2. M. Goodfriend et R.G. King, « The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy », in B. S. Bernanke et J. J. Rotemberg (dir.), *NBER Macroeconomic Annual 1997*, Cambridge (M. A.), MIT Press, 1997.

3. On en trouve une bonne explication dans O. J. Blanchard et S. Fisher, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge (M. A.)-Londres, MIT Press, 1989, chap. 2.

4. C. A. E. Goodhart, « The Continuing Muddles of Monetary Theory: A Steadfast Refusal to Face Facts », texte présenté à la douzième conférence du Research Network, « Macroeconomics and Macroeconomic Policy », Berlin, 31 octobre-1<sup>er</sup> novembre 2008.

5. C. A. E. Goodhart, « The Foundation of Macroeconomics: Theoretical Rigour versus Empirical Realism », papier présenté à la conférence « The History of Macroeconomics », Louvain-la-Neuve, janvier 2005.

6. Par exemple C. A. E. Goodhart et D. P. Tsomocos, « Analysis of Financial Stability », *Working Paper 2007 FE04*, Oxford, Oxford Financial Research Center, 2007; J. K. Galbraith, « The Collapse of Monetarism and the Irrelevance of the New Monetary

crise de septembre 2008 engendrée par la faillite de Lehman Brothers.

Les deux avantages supposés de la monnaie unique sont par ailleurs d'autant plus importants que l'on serait en présence d'une zone commerciale intégrée. L'euro se présente ici dans la continuité du discours sur le « Marché unique », un argument qui a beaucoup fait pour la popularité de la monnaie unique. Il ne résiste cependant pas à l'analyse. La part de la zone euro dans le commerce des pays qui en sont membres varie de manière considérable. Elle atteint plus de 70 % pour l'Espagne, mais elle est de moins de 40 % pour la Grèce. La France, quant à elle, se situe à moins de 50 %

On commence donc à percevoir que la théorie ne fut que le manteau de Noé dont on couvrit la nudité crue de la réalité. Alexandre Swoboda, un des élèves de Mundell, a d'ailleurs reconnu que l'on peut trouver chez Mundell lui-même des arguments importants contre l'euro tel qu'il fut mis en place<sup>1</sup>.

### L'hypothèse fédéraliste et le « fédéralisme furtif »

Il faut alors se poser la question de l'usage tactique et opportuniste et donc non scientifique de la théorie de Mundell.

Il est raisonnable de penser que, pour un certain nombre de conseillers des femmes et hommes politiques qui mirent en place l'euro, cette théorie n'avait pas d'autre avantage que celui d'exister. Elle fournissait un argumentaire tout préparé et, en apparence, d'une rigueur imparable pour justifier l'avancée vers la monnaie unique, cette dernière étant censée préparer le passage ultérieur à une Europe fédérale.

---

Consensus », *Policy Note 2008/1*, Annandale-on-Hudson (N. Y.), Levy Economics Institute of Bard College, 2008.

1. A. Swoboda, « Robert Mundell and the Theoretical Foundation for the European Monetary Union », Washington (D. C.), FMI, 1999, <http://www.imf-org/external/np/vc/1999/121399.htm>. Ce texte a aussi été publié en français sous une forme un peu différente dans *Le Temps*, Genève, 13 décembre 1999.

De ce point de vue, on peut parler d'une hypothèse fédéraliste implicite et cachée. C'est ce que l'on appelle le « fédéralisme furtif<sup>1</sup> ». En effet, si la théorie de Mundell n'était qu'une construction intellectuelle dénuée de toute réalité, elle n'impliquait nullement que la monnaie unique soit une impossibilité. En fait, les conditions d'homogénéité sociale et économique qui étaient postulée, par Mundell pouvaient parfaitement ne pas être réunies car la monnaie n'est pas, et bien heureusement, la seule institution économique ni le seul instrument disponible.

Mais la contrepartie à une monnaie unique, qui immanquablement accroît les disparités entre les régions économiques, car justement la mobilité parfaite des travailleurs comme des capitaux est impossible, réside dans la solidarité fiscale et budgétaire. Autrement dit, à travers la monnaie unique, ce n'était pas des objectifs d'efficience économique qui étaient en jeu. C'était en fait un tout autre objectif que l'on visait, celui des « États-Unis d'Europe ».

La méthode apparaît alors extrêmement douteuse, car comment ne pas comprendre que c'était par la fraude et la dissimulation que l'on cherchait à aboutir à cette fin, même si l'on peut cependant considérer cet objectif comme noble. Encore faudrait-il qu'il s'avère possible. Il ne sert à rien de rêver d'une Europe fédérale si les peuples ne partagent pas ce rêve. Croire que, par une succession de crises, l'on aboutirait à construire l'image d'une *inévitabilité* du fédéralisme était un pari très dangereux. C'est en partie celui dans lequel nous sommes engagés aujourd'hui et qui risque fort de ne pas se dénouer comme ses promoteurs l'avaient prévu.

L'absence d'homogénéité économique ne condamne donc pas en principe une monnaie unique. Mais elle impose cependant des conditions institutionnelles très précises. Pour fonctionner, la monnaie unique suppose alors que l'on puisse transférer des ressources dans les régions qui seraient indûment pénalisées lors

1. Ce terme fut employé pour la première fois par Philippe Villin, un adversaire de l'euro.

d'un *choc asymétrique* ou qui s'appauvriraient car la productivité y serait plus faible que dans d'autres régions. Notons que c'est ce qui se passe dans le cadre d'un État-nation. Les régions défavorisées ne pouvant dévaluer pour égaliser le coût salarial réel par branches d'activité<sup>1</sup>, c'est par des transferts budgétaires que se réalise un équilibre, mais au détriment de l'activité industrielle. C'est pour cela que certaines régions se spécialisent dans l'industrie et d'autres dans les services. Un deuxième niveau de transfert harmonise alors en partie les revenus entre les régions, ce sont les transferts sociaux, le fait que les retraites ou les allocations chômage puissent être payées au même taux sur l'ensemble du territoire concerné. Ce qui rend supportable alors le monopole monétaire dans une économie hétérogène, c'est bien une politique budgétaire active avec un volet important de redistribution en fonction des territoires.

On le voit de manière particulièrement évidente dans le cas des pays aux structures fédérales. La part des dépenses fédérales doit dépasser sensiblement les 50 % des dépenses totales pour que le système fonctionne. Telle est l'expérience des États fédéraux comme les États-Unis, l'Allemagne, mais aussi l'Inde et le Brésil.

Si cette zone économique comprend plusieurs pays, alors la perte de l'instrument monétaire doit être compensée par une forte solidarité fiscale, permettant, le cas échéant, à un gouvernement de subventionner les secteurs économiques touchés par la crise au lieu de les aider à travers une dévaluation<sup>2</sup>. Ceci impliquait de mettre en œuvre une union de transfert entre les pays de la zone euro, idée qui se heurtait aux résistances des populations et des gouvernements. On revient ici au point de départ.

1. Ce dernier se calcule en comparant le coût salarial nominal et la productivité. Ainsi, un pays dont la productivité est inférieure de moitié à celle du pays de référence doit avoir un coût salarial nominal (somme des salaires et prélèvements sociaux) lui aussi inférieur de moitié au pays de référence.

2. Voir D. Cohen, « Imaginer la monnaie unique », in M. Aglietta (dir.), *L'Écu et la Vieille Dame*, Paris, Economica, 1986, p. 154.

Pour que le système ait une chance de fonctionner, il eût fallu un sentiment d'appartenance collective l'emportant sur celui des intérêts particuliers. Mais vouloir construire ce sentiment d'appartenance collective par ce système et par ses crises probables revenait à mettre la charrue avant les bœufs. Cette solidarité ne fut donc jamais mise en œuvre, et elle ne pouvait l'être. On ne mesure pas suffisamment ce qu'il faudrait faire accepter aux populations de certains pays pour que la solidarité avec des populations qui ne partagent ni la même langue ni la même histoire puisse être réalisée. La grande erreur du fédéralisme est d'avoir oublié l'Histoire.

L'exemple des États-Unis est souvent donné pour tenter de justifier le saut vers le fédéralisme. Mais la population des États-Unis à l'origine était relativement homogène et parlait en général la même langue (l'anglais), avait la même culture et la même origine (sauf en Louisiane). Il fallut pourtant en passer par les horreurs de la guerre de Sécession pour que cette homogénéité s'impose.

La population allemande est elle aussi relativement homogène, quoique l'on ait vu ces vingt dernières années les différences culturelles entre l'ex-Allemagne de l'Ouest et l'ex-Allemagne de l'Est perdurer et se traduire par des réactions politiques assez différentes. Les transferts budgétaires nécessaires de l'Ouest vers l'Est ont d'ailleurs provoqué des réactions non négligeables au sein de la population ouest-allemande.

Il est ainsi illusoire de présenter le fédéralisme comme une solution possible à la crise actuelle. En effet, les recettes fiscales (hors cotisations sociales et prélèvements apparentés) oscillent entre 24 % et 28 % du PIB des pays concernés. Créer un réel système fédéral impliquerait donc d'attribuer à un pouvoir fédéral (qui reste à créer) selon les pays de 50 % à 60 % de ces sommes, soit l'équivalent de 14 % à 18 % du PIB. Or, à l'heure actuelle, la contribution de chaque pays au budget de l'Union européenne, ce qui se rapproche le plus d'un système fédéral, ne dépasse pas

les 1,26 % du PIB. On voit immédiatement qu'il faudrait plus que *décupler* les montants pour pouvoir créer un système budgétaire cohérent avec la monnaie unique.

On ne sait si les partisans du fédéralisme se rendent compte de l'énormité du saut qualitatif qu'ils proposent, mais il est tout à fait évident qu'il est impossible à réaliser à court ou moyen terme. La mise en place de la monnaie unique s'est donc ainsi faite sans la possibilité de mettre en place un budget fédéral, au moins à l'échelle des pays concernés. Nous n'avons pas fini de payer cette erreur.

### L'essentialisme monétaire au secours de la monnaie unique

Cependant, une autre argumentation fut avancée pour soutenir l'euro : l'essentialisme monétaire. Il devait donner naissance à une théorie dite « endogène » des zones monétaires à laquelle Mundell a fini par se rallier... Dans sa forme la plus achevée, cette doctrine est représentée par les travaux de deux chercheurs français, Michel Aglietta et André Orléan<sup>1</sup>.

Elle fait de la monnaie non pas seulement une institution importante des économies capitalistes, ce qui est indiscutablement exact, mais l'institution *centrale*<sup>2</sup>, ce qui est bien plus discutable. Pour les tenants de cette théorie, l'unification monétaire devait provoquer une unification rapide des mécanismes économiques des divers pays. Ainsi n'était-il plus besoin de postuler

1. M. Aglietta et A. Orléan, *La Violence de la monnaie*, Paris, PUF, 1982, et des mêmes auteurs, *La Monnaie entre violence et confiance*, Paris, Odile Jacob, 2002. Pour la construction formelle du raisonnement, A. Orléan, « Monnaie et spéculation mimétique », in P. Dumouchel (dir.), *Violence et vérité autour de René Girard*, Paris, Grasset, 1985, p. 147-158.

2. L'émergence de l'essentialisme monétaire est analysée dans J. Sapor, *Les Trous noirs de la science économique*, op. cit., chap. 4. Une critique argumentée peut être trouvée dans J. Sapor, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle ?*, Paris, Odile Jacob, 2005.

une homogénéité des fonctionnements avant de créer la monnaie unique, puisque cette dernière devait produire rapidement cette dite homogénéité.

Pourtant, on voit mal comment la monnaie pourrait fonctionner sans les institutions légales et sociales assurant la *confiance*, que celle-ci s'exprime dans les relations quotidiennes ou dans les contrats économiques. Pourquoi acceptons-nous d'être payés en billets et par des jeux d'écriture électroniques alors que ces derniers n'ont aucune valeur matérielle ? Parce que nous avons confiance dans l'État qui émet ces billets (même si c'est par l'intermédiaire d'une banque centrale indépendante) et dans les institutions financières qui opèrent les mécanismes de transferts sur nos « cartes bleues ». De même, la circulation des dettes, que ces dernières soient publiques ou privées, repose sur des institutions – légales ou tacites – qui en garantissent le paiement dans la majorité des cas<sup>1</sup>. Que le doute vienne à s'installer sur ces institutions et sur l'État, et la circulation monétaire risque de s'arrêter, plongeant alors la société dans le chaos. La monnaie ne peut donc fonctionner que parce qu'il existe d'autres institutions au sein desquelles elle vient s'insérer.

L'essentialisme monétaire, du moins dans sa présentation d'origine, implique par ailleurs un certain nombre d'hypothèses concernant la théorie des comportements individuels. Plus précisément, cette théorie invite son lecteur à considérer comme faits scientifiques ce qui relève de mythes, soit religieux soit littéraires. Ainsi l'hypothèse du *bouc émissaire*, développée par René Girard qui est une des références majeures dans les travaux d'Aglietta et d'Orléan, est-elle loin d'être prouvée. Elle implique aussi de considérer comme fait scientifique l'hypothèse freudienne de la

1. Ainsi, dans des économies où ces institutions étaient défailtantes, a-t-on assisté à un phénomène de démonétarisation en dépit des efforts des banques centrales pour lutter contre l'inflation. Voir D. Marin, « Trust Vs. Illusion: What is Driving Demonetization in Russia? », *Discussion Paper Series*, n° 2570, Londres, CEPR, septembre 2000 ; et D. Woodruff, *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism*, Cornell, Cornell University Press, 1999.

horde primitive, qui est au mieux une métaphore, ce qui n'est pas sans faire sourire aujourd'hui les anthropologues ou les éthologues<sup>1</sup>. En fait, ces références à des mythes, d'origines diverses, avaient pour fonction de fonder les bases microéconomiques de l'essentialisme monétaire. On définissait un comportement *probable* des individus et l'on en déduisait une théorie macroéconomique à travers un principe d'agrégation de ces comportements. Mais il faut se souvenir que cette méthode, qui n'est pas différente dans son principe de ce que nous proposent les théoriciens de l'économie néoclassique, repose sur deux préalables : les comportements individuels sont correctement identifiés et le passage du niveau de l'individu à celui de la société n'introduit pas de perturbations majeures dans ces comportements. Or, sur ces deux points, l'essentialisme monétaire s'avère faux. Non seulement peut-on montrer que le passage de l'individu à la collectivité modifie substantiellement les comportements individuels, mais de plus l'analyse de ces comportements individuels par la psychologie expérimentale révèle qu'ils sont fort différents de ce que l'on a supposé dans l'essentialisme monétaire<sup>2</sup>.

Pourtant, cette théorie a eu une grande importance à la fin des années 1980. Elle a fourni une caution hétérodoxe aux partisans de la monnaie unique en prétendant démontrer que la monnaie pouvait transformer les institutions et les situations du monde réel. L'attrait d'une théorie hétérodoxe supposée « démontrer » que la monnaie unique constituait un bon choix ne fut pas négligeable dans le ralliement à l'euro de certaines fractions de la « gauche » française.

Robert Mundell, quant à lui, s'est engagé dans la voie de l'essentialisme monétaire à la suite de la remise en cause de son article

1. M. Godelier, *Métamorphoses de la parenté*, Paris, Fayard, 2004, p. 468-470.

2. J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle ?*, op. cit., chap. 1-2 et la recension des travaux de Daniel Kahneman et Amos Tversky.

initial<sup>1</sup>. Ceci devait le conduire à un retournement étonnant de sa position. Désormais, la monnaie unique n'était plus le résultat de l'existence préalable d'une zone commerciale intégrée, comme il l'avait soutenu précédemment, mais elle devenait un instrument pour aboutir à une telle zone, dans un retournement spectaculaire de l'argumentation. L'éclectisme s'est ainsi renforcé au détriment de la cohérence. De fait, devant l'échec des différentes tentatives théoriques pour fonder la monnaie unique, différents auteurs ont ajouté des arguments sans se soucier de savoir s'ils étaient compatibles et cohérents avec le raisonnement initial. La théorie dite des « critères endogènes » a ainsi postulé qu'une zone monétaire créait les conditions de sa propre optimisation<sup>2</sup>! Dans cette perspective, peu importerait l'ampleur et la nature du commerce entre des pays désireux de se doter d'une monnaie unique. Le simple fait de l'existence de cette dernière devait être suffisant pour conduire à court terme à une homogénéisation de leurs économies.

Progressivement s'est ainsi imposé un glissement d'une démarche scientifique et analytique, qui tentait d'évaluer les éléments positifs et négatifs de la monnaie unique, à une position désormais purement propagandiste où il ne s'agit plus que de justifier l'euro, et ce même au prix d'incohérences discursives flagrantes et de l'abandon de toute méthode scientifique. On a même pu contester que la zone euro puisse représenter une zone monétaire optimale au sens de Mundell<sup>3</sup>. Cependant, rien n'y a fait.

1. R. A. Mundell, « Uncommon Arguments for Common Currencies », in H. Johnson et A. Swoboda (dir.), *The Economics of Common Currencies*, Londres, George Allen & Unwin, 1973, p. 143-173.

2. J. A. Frankel et A. K. Rose, « The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria », *The Economic Journal*, vol. 108, n° 449, 1998, p. 1009-1025; M.-A. Sénégas, « La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro », *Revue d'économie politique*, n° 2, vol. 120, 2010, p. 380-381.

3. L. A. Ricci, « A Model of an Optimum Currency Area », *IMF Working Paper*, juin 1997, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9776.pdf>.

Alors, l'euro est-il devenu dans l'esprit des élites politiques le suprême espoir et la suprême pensée ?

Il est clair que certains hommes politiques et certains économistes ont incontestablement « voulu » l'euro comme monnaie unique. On peut comprendre cette position, mais respecter beaucoup moins certaines de ses implications. En effet, cette volonté politique chez des scientifiques l'a emporté sur tout ce qui faisait la spécificité de leur position sociale. Ils ont accepté de devenir de simples fabricants d'arguments pour les femmes et les hommes politiques, reniant au passage les bases théoriques sur lesquelles ils avaient construit leurs travaux précédents. Ces scientifiques se sont servis du renom qu'ils avaient pu acquérir pour présenter comme une vérité indiscutable ce qui n'était au plus qu'une opinion. On ne peut en effet qu'être frappé par l'usage instrumental qui est fait de la théorie économique pour justifier une position qui semble avoir été prise pour d'autres raisons. Mais cet usage instrumental de la théorie touche à ses limites quand les incohérences deviennent visibles.

Les contorsions des uns et les palinodies des autres ne sauraient faire disparaître la réalité. Les faits sont têtus ; quand on les méprise, ils se vengent.

## **Le retour de la réalité**

Dès 2003, il était devenu évident – même pour les plus partisans défenseurs de l'euro – que la réalité se refusait à se plier à leurs désirs. On assistait à un processus de divergence parmi les économies des pays de la zone euro. En fait, la monnaie unique amplifiait ce phénomène qui devenait, jour après jour, plus marqué. Les résultats de la théorie dite « endogène » des zones monétaires ne s'étaient pas vérifiés. L'une des raisons en fut la politique de taux d'intérêt élevés pratiquée par la BCE. Beaucoup de choses ont été écrites à ce sujet. Mais ce ne fut ni

la seule ni même la principale. On doit y ajouter, à partir de fin 2002, la surévaluation de l'euro. Elle a incontestablement aggravé de façon considérable la situation. Mais, surtout, c'est le mécanisme même de la monnaie unique qui, loin de faire converger les économies, a accéléré le processus de divergence. L'euro n'a donc pas favorisé la convergence des économies des pays membres<sup>1</sup>, bien au contraire. On aurait pourtant dû s'attendre à ce résultat.

L'histoire des faits économiques montre que chaque fois qu'un espace gagne en homogénéité, que ce soit par l'instauration d'une monnaie unique, l'abolition des droits de douane intérieurs ou par la mise en œuvre de nouveaux moyens de communication (les chemins de fer par exemple au XIX<sup>e</sup> siècle), la divergence des dynamiques économiques entre régions s'accroît. Ceci fut constaté que ce soit en France, en Italie ou en Allemagne. Répétons-le, dans le cadre des États-nations, ce phénomène a entraîné à la mise en place de mécanismes de transfert entre régions. Mais ces mécanismes s'appuyaient sur le sentiment d'unité des populations qui s'était construit dans l'Histoire. Ainsi, la crise viticole du début du XX<sup>e</sup> siècle dans le Sud de la France montre une situation localement insurrectionnelle<sup>2</sup>, mais dont les dirigeants attendent tout de Paris!

L'euro s'est aussi révélé incapable de freiner, et ce contrairement à ce que soutiennent ses partisans, le mouvement de remise en cause des acquis sociaux que l'on constate dans ces mêmes pays. En réalité, il l'a même accéléré. Il en est ainsi non pas parce que l'euro aurait été en soi une mauvaise idée, mais avant tout parce que le principe de la monnaie unique appliqué à des économies dont les structures – et donc la conjoncture – restent fortement

1. C. de Lucia, « Où en est la convergence des économies de la zone euro? », *Conjoncture Paribas*, n° 3, mars 2008, p. 3-21.

2. Dont la mémoire populaire a gardé la trace avec en particulier la chanson de Bruant, « Salut à vous braves soldats du 17<sup>e</sup> », écrite pour commémorer la fraternisation des soldats du 17<sup>e</sup> régiment de ligne avec les manifestants.

hétérogènes était une erreur, faute de se donner les moyens d'harmoniser rapidement ces structures<sup>1</sup>.

Or ces moyens n'existaient pas à l'époque où l'euro fut conçu et n'existent toujours pas aujourd'hui. Il est probable que, dans la meilleure des hypothèses, il faudra au moins une génération pour que l'on puisse parvenir à mettre en place de tels moyens, si jamais on y arrive. L'idée d'une importante contribution à un budget fédéral vient se heurter aux sentiments et aux habitudes des populations. Ce n'est pas seulement un problème de culture, encore que les différences culturelles soient importantes, en particulier dans le domaine des cultures politiques dont on a sous-estimé la résistance. Mais le problème essentiel vient de ce que le consentement à l'impôt est la base de la démocratie et que, pour l'instant, le cadre d'exercice de cette dernière reste la nation souveraine. On est donc très loin de l'histoire de l'Europe et de ses nations aux origines lointaines et dont l'enracinement dans les représentations et les perceptions reste un fait massif. La métaphore des « États-Unis d'Europe » est construite sur une illusion, une méconnaissance des réalités, voire un mensonge.

Il ne saurait ainsi y avoir de politique monétaire unique (et donc de taux de change unique) adaptée et efficace pour l'ensemble des pays concernés. L'euro a accéléré ce phénomène de divergence que j'ai qualifié dans plusieurs articles d'« eurodivergence<sup>2</sup> ». Car la monnaie unique, quand elle n'est pas équilibrée par une politique budgétaire particulièrement active, accélère les processus de différenciation fondés sur les écarts de productivité et de coût salarial réel entre pays de la zone monétaire.

1. J. Sapir, « La crise de l'euro : erreurs et impasses de l'europhobie », art. cit.

2. Voir J. Sapir, « The Social Roots of the Financial Crisis: Implications for Europe », in C. Degryze (dir.), *Social Developments in the European Union: 2008*, Bruxelles, ETUI, 2009 ; le même, « La mise en concurrence financière des territoires. La finance mondiale et les États », in D. Colle (dir.), *D'un protectionnisme l'autre. La fin de la mondialisation ?*, Paris, PUF, coll. « Major », 2009, chap. 9 ; le même, « From Financial Crisis to Turning Point. How the US 'Subprime Crisis' Turned into a Worldwide One and Will Change the World Economy », *Internationale Politik und Gesellschaft*, n° 1, 2009, p. 27-44.

On le constate alors qu'une relative (et temporaire) convergence s'était instaurée de fin 1997 à la fin de 2001. Tout se passe comme si les pays qui devaient adhérer à la zone euro avaient fait preuve de volontarisme pour passer ce cap que l'on voulait décisif. Mais cet effort, parce qu'il reposait sur le volontarisme politique, ne pouvait être prolongé dans la durée. À partir du quatrième trimestre de 2001, soit près de deux ans après l'introduction de l'euro comme monnaie scripturale et avant même l'introduction de l'euro fiduciaire, on voit de nouveau les courbes du coût salarial réel diverger et les écarts s'ouvrir de manière spectaculaire.

Michel Aglietta, un des principaux économistes engagés dans le soutien à l'euro, a dû reconnaître que les espaces qui continuent de porter une trace, même lointaine, de l'économie réelle, comme les Bourses, restent marqués par « la forte résistance des segmentations nationales<sup>1</sup> ». Les principales avancées attendues de l'introduction de l'euro ne se sont pas matérialisées.

### La persistance de taux d'inflation différents

La persistance de taux d'inflation différents entre pays membres de la zone euro est l'un des phénomènes qui auraient dû mettre la puce à l'oreille des responsables, si ces derniers n'avaient pas tous communiqué dans la religion de la monnaie unique. En fait, c'est un phénomène massif depuis 2000. Ce phénomène est particulièrement remarquable quand on regarde les taux moyens d'inflation et que l'on compare la situation d'avant la crise à celle qui désormais prédomine. Il traduit en réalité la permanence de différences structurelles qui sont importantes entre les pays de la zone et qui vont expliquer pourquoi des économies, pourtant soumises à la *même* politique monétaire, ont des taux d'inflation assez divergents (tableau 1).

1. M. Aglietta, « Espoirs et inquiétudes de l'euro », art. cit., p. 237.

**Tableau 1**  
**Variation des taux d'inflation moyens**  
**au sein des pays de la zone euro**

	Moyenne 2001-2007	Moyenne 2007-2011
Autriche	1,7	1,4
Belgique	2,2	1,7
Finlande	1,2	1,8
France	2,1	1,4
Allemagne	1,1	1,2
Grèce	3,2	2,7
Irlande	3,2	- 1,1
Italie	2,6	1,9
Luxembourg	3,6	1,8
Pays-Bas	2,6	1,4
Portugal	3,0	1,5
Espagne	4,1	1,4
Zone euro	2,2	1,4
Total OCDE	2,6	1,8
<i>Écart type en pourcentage de la moyenne</i>	38,7 %	57,2 %
<i>Intervalle de variation</i>	3,0	3,1
<i>Intervalle de variation en pourcentage de la moyenne</i>	136,36 %	221,43 %

Source : base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 88, 2011.

Dans la période d'avant la crise, l'intervalle de variation (calculé comme la différence entre le taux le plus élevé et le taux le plus faible) atteint trois points, alors que la moyenne des taux d'inflation n'est que de deux points. Le rapport de l'intervalle de variation au taux moyen est donc de 136 %, ce qui est particulièrement important pour des moyennes. Mais l'on peut utiliser

un autre indicateur. L'écart type<sup>1</sup>, indicateur bien connu de la dispersion d'un échantillon statistique, est ici calculé en pourcentage de la moyenne. Or il a une valeur relativement élevée compte tenu du fait encore une fois que ce sont des taux *moyens* d'inflation que l'on compare.

Les valeurs qui sont obtenues montrent indiscutablement que les taux d'inflation ont fortement divergé les uns par rapport aux autres. Mais on constate que cette dispersion des taux d'inflation est encore plus forte quand on la calcule pour chaque année (tableau 2). Cette dispersion a d'ailleurs tendu à s'accélérer avec la crise et l'on peut constater un bond qualitatif de l'écart type calculé en pourcentage de la moyenne.

**Tableau 2**  
**Indicateurs de dispersion des taux d'inflation**  
**dans la zone euro**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Taux d'inflation moyen (%)	2,5	2,6	2,2	1,9	1,9	1,9	2,4	2,0	1,0	0,8
Écart type de la moyenne (%)	58,5	42,5	72,2	50,1	58,6	78,6	28,8	66,8	147,9	148,3

Source: OCDE et CEMI-EHESS.

On peut dès lors s'interroger sur la politique affichée de la BCE qui était de tendre vers l'inflation la plus basse possible. L'ampleur des variations enregistrées avant même la période de la crise de 2007 montre que derrière la façade d'un taux moyen relativement plus faible que dans la moyenne des pays de l'Organisation

1. L'écart type, qui est la racine carrée de la variance, sert à mesurer la dispersion de données autour de la moyenne. Plus il est grand, plus grande est cette dispersion. On peut évacuer les effets spécifiques des ordres de grandeur (qui sont relativement importants dans le domaine des taux d'inflation) en utilisant l'écart type relatif, soit l'écart type en pourcentage de la moyenne.

de coopération et de développement économiques (OCDE), on a enregistré de fortes variations d'un pays à l'autre. Dans ces conditions, cette politique de la BCE avait-elle un sens ?

Les économistes de la BCE ont longtemps affirmé que le meilleur taux d'inflation était le plus bas possible. Ils ont fondé cet objectif sur l'affirmation que les agents économiques – vous et moi – ne sont nullement victimes de ce que l'on appelle l'*illusion nominale*. Qu'ils étaient capables de faire la distinction entre les valeurs nominales et réelles de chaque produit. En d'autres termes que ces agents étaient pleinement conscients des modifications présentes et à venir des prix de tous les produits et de tous les actifs et qu'ils déterminaient leur attitude par rapport à leur *richesse réelle* et non à leur *richesse nominale*. Notons que cette affirmation implique que ces agents aient une connaissance complète des flux de revenu pour la totalité de leur vie active ou qu'ils vivent, et cela revient au même, dans un monde sans aucune incertitude. Le point est important : on retrouve l'un des pré-supposés de la théorie économique standard et de la théorie de Mundell en particulier. Ceci est un des dogmes les mieux ancrés mais aussi les plus faux du monétarisme. Pourtant, avant même que la BCE ne soit constituée, cette théorie avait été radicalement contestée.

Dans les années 1990, George Akerlof et les chercheurs de la Brookings Institution aux États-Unis avaient montré la persistance de cette *illusion nominale* pourtant tant décriée dans les écrits monétaristes<sup>1</sup>. Ceci allait au contraire de ce qu'expliquaient la majorité des économistes de l'époque, c'est-à-dire que les ménages et les entreprises étaient capables de fonder leurs comportements sur les grandeurs réelles et n'étaient nullement victimes des apparences d'une augmentation de revenu en période d'inflation. On sait que c'est cette apparence dont s'était servi

1. G. A. Akerlof, W. T. Dickens et G. L. Perry, « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, 1996, p. 1-59.

Keynes pour justifier son *a priori* positif sur l'inflation. Une augmentation instantanée du revenu, même si elle s'accompagne d'une hausse progressive des prix qui va la réduire à zéro, entraîne un surcroît de consommation. Ce dernier conduit les entreprises à accroître à leur tour la production et donc à augmenter leurs consommations intermédiaires de matières premières et de produits semi-finis. De proche en proche, l'effet de l'augmentation du revenu nominal se traduit par un accroissement général de la production qui réduit le chômage. Les économistes monétaristes soutenaient au contraire que les ménages et les entreprises étaient capables d'anticiper la hausse des prix et considéraient leur revenu réel et non leur revenu nominal. Aussi ne devait-on connaître aucun accroissement de la consommation et, par là, aucun accroissement de la production et aucune réduction du taux de chômage. Seule, l'inflation augmentait. On comprend alors toute l'importance de la démonstration de la persistance de l'*illusion nominale* dans les travaux de George Akerlof et de ses collègues. Ceci les avait conduits à admettre qu'une certaine inflation était nécessaire au développement économique. Ils intégraient d'ailleurs dans leurs travaux les apports de chercheurs en psychologie expérimentale dont l'importance pour le réalisme des hypothèses initiales est considérable<sup>1</sup>. Ils ont déduit de ces apports l'importance des rigidités issues du secteur réel et des institutions économiques. Ces rigidités traduisent donc l'*individualité* de la trajectoire sociale et historique de chaque pays<sup>2</sup>. Nous sommes ici en plein dans la problématique de la monnaie unique.

Les travaux d'Akerlof et de ses collègues contribuaient à démontrer par ailleurs les dangers d'une inflation *trop* basse,

1. Sur les conditions de leur réception par les économistes, voir J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle*, op. cit., chap. 1.

2. B. C. Greenwald et J. E. Stiglitz, « Toward a Theory of Rigidities », *American Economic Review*, vol. 79, n° 2, 1989, « Papers and Proceedings », p. 364-369 ; J. E. Stiglitz, « Toward a General Theory of Wage and Price Rigidities and Economic Fluctuations », *ibid.*, p. 75-80.

retrouvant des résultats convergents de bien d'autres chercheurs<sup>1</sup>. Une inflation *trop* basse pénalise en effet la croissance à travers deux mécanismes économiques distincts. Tout d'abord, très souvent, elle s'accompagne de taux d'intérêt réels trop élevés<sup>2</sup>. Ces taux d'intérêt trop élevés prélèvent une part des profits des entreprises qui ne peut donc pas être réinvestie dans la production. Ce n'était pas par hasard si Keynes considérait que le taux d'intérêt était le « poids du passé » pesant sur une économie au présent et l'empêchant de se développer pour l'avenir. Ensuite, la production s'accompagne en permanence de la création de nouveaux produits (ou de modification de produits existants) et de mise en œuvre de nouveaux procédés de fabrication. Les prix relatifs des produits sont donc appelés à se modifier constamment. Quand on a un taux d'inflation relativement élevé, ceci se traduit par le fait que le prix de certains produits augmente moins vite que d'autres. Si, par contre, on est en présence d'une inflation très basse, ceci pourrait impliquer que les prix nominaux de certains produits diminuent. Mais les charges des entreprises étant fixes à court terme, ceci se traduit par une chute importante des profits et une incapacité pour les entreprises en question de réaliser les investissements dont elles ont besoin.

On constate ainsi qu'un taux d'inflation trop faible ne permet pas un développement adéquat de l'appareil productif. Ceci se traduit par de nouvelles rigidités, engendrées par le déficit d'investissement que l'on a noté dans les deux mécanismes décrits ci-dessus. Ces rigidités, à leur tour, sont porteuses pour les prochaines années d'un taux d'inflation plus élevé. On se situait ainsi aux antipodes des croyances régnant en maître à la BCE et de son dogme de l'inflation la plus basse possible.

Les études des dynamiques de l'inflation dans les pays de la

1. Comme T. M. Andersen, « Can Inflation Be Too Low? », *Kyklos*, vol. 54, fasc. 4, p. 591-602.

2. Le taux d'intérêt réel étant le taux d'intérêt diminué du taux d'inflation.

zone euro revêtent ici une importance particulière<sup>1</sup>. Le travail de Christian Conrad et Menelaos Karanasos datant de 2004 a deux résultats essentiels. Tout d'abord, *il n'y a pas au sein de la zone euro de dynamique unique de l'inflation*. Ensuite, *celle-ci n'influence pas toujours négativement la croissance économique*. On est en présence de dynamiques différenciées et, dans certains cas, l'inflation apparaît bien comme nécessaire à la croissance. Leur travail montre que l'hétérogénéité des systèmes productifs et des structures sociales se reflète dans les dynamiques monétaires. On peut reprendre ici la phrase fameuse de l'historien Lucien Febvre : les économies ont la conjoncture de leurs structures. Dans le cas de l'inflation, celle-ci ne renvoie que partiellement à des désordres dans le domaine financier mais beaucoup plus aux problèmes de structure de l'appareil productif, que l'on peut mesurer par le rythme (et le niveau) des gains de productivité ou par l'écart entre les besoins réels en investissement et l'investissement réalisé.

La monnaie est ainsi un miroir, voire une lentille grossissante, des dynamiques du monde réel. Ce n'est pas un voile, comme le soutiennent la théorie classique et la théorie dominante contemporaine. Mais ce n'est pas non plus un instrument capable de modifier en profondeur les structures économiques, comme le prétendent les tenants de l'essentialisme monétaire.

Ces travaux nous confirment que la nature de la réaction d'une économie à la politique monétaire dépend de ses structures et de ses institutions, autrement dit de ce qui constitue son individualité. On retrouve alors la notion d'inflation structurelle<sup>2</sup>,

1. I. Angeloni et M. Ehrmann, « Euro Area Inflation Differentials », *The B. E. Journal of Macroeconomics*, vol. 7, n° 1, 2007, p. 31, <http://www.bepress.com/bejm/vol7/iss1/art24>; C. Conrad et M. Karanasos, « Dual Long Memory in Inflation Dynamics Across Countries of the Euro Area and the Link between Inflation Uncertainty and Macroeconomic Performance », *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, vol. 9, n° 4, novembre 2005 (publié électroniquement par The Berkeley Electronic Press, <http://www.bepress.com/snede>).

2. Sur la notion d'inflation structurelle, voir J. Sapir, « What Should the Inflation Rate Be? (On the Importance of a Long-Standing Discussion for Defining Today's Development Strategy for Russia) », *Studies on Russian Economic Development*, vol. 17, n° 3, mai 2006.

qui a été mise en évidence dans le cas de la Russie mais aussi de la Chine. Ainsi s'effondre le dogme d'une politique monétaire unique et avec lui une bonne partie de l'argumentation qui fondaient les raccourcis politiques sur lesquels on construisit tant l'euro que le statut de la BCE.

En effet, si l'inflation dépend, au moins pour une large part, des facteurs structurels, comment peut-on imposer un taux d'inflation unique à des économies ayant des structures différentes ? Par ailleurs, quel sens cela a-t-il de se fixer le taux d'inflation le plus faible possible ? Cela imposerait à certains pays un taux d'inflation *inférieur* à leur taux structurel et, par conséquent, pénaliserait leur croissance. Le besoin d'une certaine flexibilité, que donnait la possibilité pour certains pays de dévaluer, s'impose alors comme un fait irréfutable.

L'individualité des systèmes économiques et sociaux, qui est le produit des histoires nationales dans lesquelles ces systèmes s'inscrivent, est un facteur essentiel pour toute approche de la politique monétaire. Pour l'avoir oublié, et pour avoir donné à la BCE comme seul objectif le taux d'inflation le plus faible possible, les concepteurs de l'euro ont dès l'origine pris le risque d'en compromettre sa viabilité.

### **L'illusion et le mensonge de l'euro comme facteurs de croissance**

On a affirmé aussi, comme Jacques Delors et Romano Prodi, que l'euro allait favoriser la croissance européenne. Certains, dont nous taisons les noms par pure charité, avaient même affirmé que la monnaie unique devait engendrer, de par sa seule existence, un taux de croissance plus élevé de 1 % à 1,5 %.

En fait, la croissance fut constamment plus faible dans la zone euro que dans les autres pays développés. Que la période de référence soit 2001-2011 ou seulement les années d'avant la

crise (2001-2007) ou encore les années de crise (2007-2011), la moyenne de la zone euro est inférieure à celle de l'OCDE. Les écarts sont importants par rapport aux pays européens qui sont restés hors de la zone euro, comme la Norvège, la Suède et la Suisse. Pour le Royaume-Uni, la croissance est plus forte avant la crise, mais plus faible (de peu) pendant. L'écart est aussi présent avec les États-Unis et encore plus avec le Canada et l'Australie (tableau 3).

**Tableau 3**  
**Taux de croissance du PIB à prix constants**  
**(moyenne par période)**

	Moyenne 2001-2011	Moyenne 2001-2007	Moyenne 2007-2011
Australie	3,1 %	3,4 %	3,1 %
Canada	2,1 %	2,6 %	1,4 %
Norvège	1,8 %	2,3 %	1,2 %
Suède	1,8 %	3,0 %	0,5 %
Suisse	1,7 %	2,0 %	1,6 %
Royaume-Uni	1,6 %	2,6 %	0,4 %
États-Unis	1,9 %	2,4 %	1,3 %
Zone euro	1,1 %	1,9 %	0,4 %
Total OCDE	1,8 %	2,4 %	1,1 %

Source: base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 88, 2011, « Sources et méthodes », <http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>.

(Pour 2011, estimations; pour 2010, chiffres provisoires. Ces chiffres sont corrigés du nombre de jours ouvrés.)

Note: la mise en place des systèmes de comptes nationaux SCN93 et SEC95 a progressé à un rythme inégal selon les pays membres de l'OCDE, et ce pour les variables et la période couverte. En conséquence, plusieurs séries nationales contiennent des ruptures. De plus, plusieurs pays utilisent des indices de prix en chaîne afin de calculer le PIB réel et les composantes des dépenses. (Voir le tableau « Systèmes de comptabilité nationale, années de référence et dernières mises à jour » au début de l'annexe statistique ainsi que *Perspectives économiques de l'OCDE*.)

Ceci doit nous inciter à regarder à l'intérieur de la zone. Il y a une grande dispersion des taux de croissance à l'intérieur de la zone euro que l'on peut mesurer soit par l'écart type, soit par l'intervalle de variation. Mais ce n'est pas tout.

Dans la période qui va de 2001 à 2007, à l'exception du Luxembourg (qui est une pure plate-forme financière), trois des quatre pays ayant connu une forte croissance s'y sont employés sur des bases tellement malsaines qu'ils font partie aujourd'hui des pays « malades » de la zone euro : la Grèce, l'Irlande et l'Espagne. Ces pays ont soit laissé se développer une bulle immobilière de grande ampleur (comme l'Irlande et l'Espagne), soit toléré un déficit budgétaire important ainsi qu'une large fraude fiscale pour redonner du revenu à leurs ménages (la Grèce). Leurs taux de croissance étaient donc fondés sur des mécanismes qui n'étaient pas durables.

Trois autres pays présentent par contre une constance assez exceptionnelle dans les bonnes performances : il s'agit de l'Autriche, de la Finlande et des Pays-Bas. Mettons immédiatement ce dernier pays à part. Les Pays-Bas en effet sont un producteur, mais aussi un *hub* capital, pour le gaz naturel importé d'autres pays (en provenance de Russie en particulier). Le principal marché du gaz (dit « marché spot ») s'y trouve. Ceci leur confère une rente importante. La Finlande quant à elle s'est spécialisée sur quelques productions mais semble avoir mangé son pain blanc. Nokia, la société pilote de l'économie finlandaise, est aujourd'hui en retard sur ses concurrents et ce pays ne doit sa croissance relativement forte qu'à l'effet d'entraînement de la Russie. Reste enfin l'Autriche, pays qui fonctionne en union monétaire avec l'Allemagne depuis la fin des années 1950 et qui s'est spécialisé sur des « niches » particulières, ce que lui permet sa petite population (tableau 4).

**Tableau 4**  
**Taux de croissance au sein de la zone euro**

	2001-2011	2001-2007	2007-2011
Autriche	1,6	2,2	1,1
Belgique	1,3	2,0	0,8
Finlande	1,8	3,2	0,5
France	1,3	1,8	0,8
Allemagne	0,8	1,2	0,5
Grèce	1,9	4,1	- 0,7
Irlande	2,6	5,5	- 0,9
Italie	0,4	1,1	- 0,5
Luxembourg	3,1	4,2	2,2
Pays-Bas	1,4	2,0	1,1
Portugal	0,6	1,1	0,2
Espagne	2,0	3,4	0,3
Zone euro	1,1	1,9	0,4
Total OCDE	1,8	2,4	1,1
Écart type zone euro en pourcentage de la moyenne	63,7 %	72,3 %	171,1 %
Écart minimum- maximum	2,7	4,4	3,1

Source : base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 88, 2011.

Tous les pays qui ont « joué le jeu » de la politique monétaire imposée par la monnaie unique et qui n'ont pas cherché à doper leur croissance par des artifices dangereux comme en Espagne<sup>1</sup>

1. Pour ce pays, c'est par une bulle immobilière qui a été consciemment organisée par les autorités tant locales que nationales que la croissance a pu être largement supérieure à ce que l'on connaissait dans la zone euro.

ou en Grèce, soit l'Allemagne en premier lieu mais aussi la France et l'Italie, ont connu une croissance plus faible que la moyenne de la zone. L'Allemagne et l'Italie sont ainsi largement à la traîne tandis que la France n'a maintenu un taux de croissance peu différent de la moyenne de la zone euro que parce qu'elle a procédé à une politique budgétaire de stimulation de son économie. En clair, la rançon de cette croissance française qui fut supérieure à celle de l'Allemagne et de l'Italie a été son déficit budgétaire. De fait, ceci s'est d'abord traduit par un décrochage de la demande privée, soit de la demande des ménages pour l'essentiel.

La diversité des rythmes de croissance de cette demande entre les différents pays, que ce soit pour la période 1986-1996 ou pour la période 2001-2007, est particulièrement frappante. On voit, d'ailleurs, que l'Allemagne a contracté de manière particulièrement forte sa demande privée, puisqu'elle est passée de 2,7 % par an en moyenne sur 1986-1996 à 0,2 % par an en moyenne sur 2001-2007. Il est clair que si tous les pays de la zone euro avaient imité l'Allemagne (que l'on nous donne en modèle) et avaient contracté simultanément et dans une même proportion leur demande privée intérieure, la croissance de la zone euro aurait été encore bien plus faible que ce qu'elle fut dans la période 2001-2007 (tableau 5).

L'Allemagne n'a pu être « vertueuse », du moins en apparence et dans nos représentations, que parce que ses voisins ne l'étaient pas. En fait, la faiblesse de la demande intérieure allemande s'explique par un transfert vers les impôts d'une bonne partie des charges payées par les entreprises. C'est d'ailleurs ce que certains proposent en France sous le nom de « TVA sociale ». Les résultats ont été doubles. D'une part, les profits des entreprises ont été accrus par la baisse des charges, ce qui leur a permis d'investir ou de baisser leurs prix pour un taux de profit équivalent. D'autre part, la consommation intérieure a été réduite, ce qui a limité les importations sur le marché allemand. Quand l'Allemagne a délibérément déprimé la croissance de son marché intérieur,

**Tableau 5**  
**Taux de croissance moyens par période**  
**de la demande privée à prix constants**

	Moyenne 1986-1996	Moyenne 2001-2011	Moyenne 2001-2007	Moyenne 2007-2011
Autriche	2,5	1,3	1,4	1,1
Belgique	2,0	1,2	1,2	1,2
Danemark	1,1	1,7	2,4	0,4
Finlande	1,4	2,6	3,3	1,4
France	1,8	1,9	2,1	1,3
Allemagne	2,7	0,4	0,2	0,7
Grèce	2,9	1,5	3,9	- 1,6
Irlande	3,8	1,8	4,0	- 2,0
Italie	1,9	0,5	0,7	- 0,1
Luxembourg	3,4	2,3	2,3	2,9
Pays-Bas	2,3	0,5	0,8	0,2
Portugal	3,6	1,1	1,7	0,5
Espagne	2,8	2,0	3,0	0,1
Zone euro	2,3	1,1	1,4	0,5
Total OCDE	2,8	1,9	2,3	1,1

Source: base de données des *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 88, 2011, « Sources et méthodes », <http://www.oecd.org/eco/sources-and-methods>.

elle a transféré vers les exportations une partie de sa croissance tout en réduisant fortement ses importations. Ce sont donc les autres économies, dont l'économie française en particulier, qui ont « tiré » la croissance de la zone euro (et incidemment de l'Allemagne), mais au prix d'un important déficit commercial avec l'Allemagne. Si les principaux pays de la zone euro avaient imité l'Allemagne, non seulement ce mécanisme n'aurait eu aucun effet (car l'on est typiquement dans un jeu à somme nulle), mais la

dépression de la demande intérieure dans plusieurs pays aurait encore plus déprimé la croissance de la zone euro. Notons enfin que cette dépression du marché intérieur n'a pu être mise en place sans avoir d'effets sur l'emploi qu'en raison de la démographie déclinante de l'Allemagne.

La crise actuelle ne provient donc pas seulement de politiques économiques nationales inefficaces (comme pour l'Italie) ou dangereuses (cas de l'Espagne et dans une certaine mesure du Portugal) ou encore de politiques laxistes fiscalement (comme en Grèce); *elle est avant tout le produit de la politique allemande au sein de la zone euro*. L'Allemagne a déséquilibré la zone euro par sa politique de dépression de la demande intérieure. D'ailleurs, on voit les déficits commerciaux des autres pays (France, Italie, Espagne) exploser à partir du moment (2002) où l'Allemagne met en œuvre sa politique. Cette aggravation soudaine des conditions commerciales au sein de la zone euro a entraîné soit un endettement privé (des ménages et des entreprises) extrêmement fort, soit une hausse de l'endettement public.

Par ailleurs, l'euro s'est aussi avéré être un boulet que les économies de la zone ont traîné et qu'elles continuent de traîner<sup>1</sup>. La très forte surévaluation de l'euro est venue ajouter son poids aux facteurs de déséquilibre que la zone connaissait à partir de 2002-2003.

## L'euro peut-il être une protection ?

Un dernier et ultime argument est alors utilisé par les défenseurs inconditionnels de l'euro. Ce dernier nous « protégerait »... Certes, mais de quoi ?

1. Sur les effets dépressifs de l'euro, voir J. Bibow, « Global Imbalances, Bretton Woods II and Euroland's Role in All This », in J. Bibow et A. Terzi (dir.), *Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?*, New York (N. Y.), Palgrave Macmillan, 2007.

Il est clair qu'il ne nous protège pas en ce qui concerne la croissance, comme nous l'avons vu. Il est aussi discutabile qu'il nous ait protégés de la grande crise bancaire de 2007, comme nous le verrons plus tard. Notons enfin qu'il ne nous a pas protégés de la spéculation sur les taux d'intérêt ainsi que ce fut démontré plus haut. Ce que l'on appelle la « protection » en fait se résume à l'absence de fluctuation des taux de change entre pays membres de la zone euro. Mais est-ce réellement une protection et ne pouvait-on pas arriver à cette situation par d'autres moyens ? Pour des pays comme la Grèce, le Portugal ou l'Italie, cette absence de fluctuation du taux de change a plutôt été un obstacle sur la voie du rétablissement de leurs économies. C'est ce qui explique dans une bonne mesure que les dettes publique et privée se soient envolées. C'est ce qui aujourd'hui produit la crise dite de la dette souveraine, qui s'avère être plus profondément une crise globale d'endettement. Le coût salarial réel s'est en effet fortement dégradé dans ces pays et une dévaluation aurait été salutaire.

On peut objecter que, puisque nous sommes dans un espace où les capitaux sont parfaitement libres de se déplacer, rien ne prouve que la dévaluation à laquelle la Grèce, le Portugal ou l'Italie auraient pu avoir recours correspondait aux besoins de ces pays. La dévaluation peut en effet entraîner des inconvénients importants quand elle est soit insuffisante, soit trop importante. Or, si les mouvements de capitaux sont libres, nous pouvons avoir des phénomènes de spéculation très destabilisateurs. Ces phénomènes de spéculation peuvent entraîner des chutes (ou à l'inverse des réévaluations) du taux de change qui sont très supérieures à ce que les fondamentaux de l'économie exigeraient. On dit alors que le marché fait de l'« *overshooting* ».

C'est effectivement une croyance fautive celle qui affirme que le « marché » est en tout temps et en tout lieu le mieux à même de déterminer la valeur d'un taux de change (ou d'un bien). La racine de la fausseté de cette croyance vient du fait que les préférences individuelles des agents ne sont pas stables ni continues

dans le temps, un point qui a été amplement prouvé par la psychologie expérimentale<sup>1</sup>. Ainsi, un événement imprévu peut modifier très profondément la structure des préférences individuelles des opérateurs sur le marché des changes, les conduisant à des positions qui seront certes « rationnelles » par rapport à cette structure des préférences mais pas nécessairement par rapport à d'autres structures ou encore à leur position à long terme. C'est bien pour cette raison que l'on ne peut laisser aux seules forces du marché la détermination du taux de change et que ce dernier doit tenir compte d'autres facteurs, plus structurels, de l'économie. On peut ici noter que cette croyance a des implications qui vont au-delà du problème de la zone euro. On accuse ainsi la Chine de fausser la concurrence en refusant de laisser au marché le soin de fixer le cours du yuan. Mais les Chinois ont sur ce point parfaitement raison. Les torts sont plutôt du côté de ceux qui s'obstinent à laisser aux soi-disant « forces du marché » la détermination des taux de change.

Constater ce problème ne revient nullement à affirmer que la monnaie unique, qui par essence supprime le problème de la fluctuation des taux de change entre pays d'une même zone mais enlève aussi toute possibilité d'ajustements, était la seule solution. Encore une fois, un système de contrôle des mouvements de capitaux associé à une limitation de la nature des opérations possibles sur le marché des changes (par exemple les opérations sur les dérivés de ces taux de change) aurait très bien pu laisser la main aux banques centrales. Ces dernières seraient restées maîtresses de la détermination du niveau du taux de change. Un accord entre pays aurait alors permis de discuter de l'ampleur de la dévaluation nécessaire puis de l'appliquer sans avoir à redouter d'être débordé par les spéculateurs.

En fait, ce système fonctionna en Europe dans les années 1950. Mais il était propre à une situation où tous les

1. J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle?*, op. cit., chap. 1.

taux de change étaient fixés (et non fixes) par rapport au dollar, ce dernier étant fixe à son tour vis-à-vis de l'or. Aujourd'hui, un tel système impliquerait d'une part la définition d'un instrument commun entre pays de la zone pour leurs relations avec les pays extérieurs à celle-ci. Nous revenons ici à l'idée d'une monnaie *commune* et non unique. Bien entendu, un tel système implique ce que l'on appelle par un curieux abus de langage la « répression financière ». On peut normalement réprimer des individus ou des opinions, mais les capitaux ne sont ni les uns ni les autres !

On mesure une nouvelle fois à quel point la monnaie unique n'a de sens que dans un univers où domine la liberté de mouvement des capitaux, et ce sont les raisons qui ont conduit à cette dernière qu'il conviendrait de questionner. N'a-t-on pas voulu, par la libéralisation des mouvements de capitaux et la financiarisation à outrance, offrir de nouveaux espaces à la recherche du profit par un tout petit nombre ?

En fait, loin d'être un obstacle à la financiarisation des économies, la monnaie unique se révèle être l'enfant le plus légitime de cette dernière.

## À qui profite le crime ?

La monnaie unique se révèle ainsi avoir été, et être toujours, une solution à la recherche d'un problème, qui admet par ailleurs d'autres solutions ! Non que la question de la coordination des politiques monétaires ne soit importante, et en particulier sur le continent européen. Non que le principe d'une monnaie commune ne soit digne d'examen, encore aujourd'hui. Mais l'obstination à vouloir « prouver » par tous les moyens et sur tous les tons la nécessité puis la supériorité de la monnaie unique ont gravement entaché tant la crédibilité de l'instrument que celle de ses partisans.

Alors, les plus acharnés défenseurs de l'euro sortent de leur chapeau un ultime argument : l'Europe, disent-ils, s'est toujours

construite dans des crises. De cette crise particulière naîtra l'Europe fédérale qu'ils appellent de tous leurs vœux. Le « fédéralisme furtif » se révèle au grand jour.

Mais cette Europe fédérale est condamnée. Non tant par les « souverainistes » de tout bord que par l'Allemagne elle-même. La supériorité des règles et des lois nationales sur les directives européennes a été affirmée, une nouvelle fois, en Allemagne lors d'un arrêt de la Cour de Karlsruhe. L'arrêt du 30 juin 2009 stipule en effet qu'en raison des limites du processus démocratique en Europe, seuls les États-nations sont dépositaires de la légitimité démocratique<sup>1</sup>.

Ce voyage aux sources de l'euro était ainsi nécessaire pour saisir l'ampleur de la crise que nous connaissons aujourd'hui et qui va sans doute emporter avec elle la monnaie unique et bien des espoirs qu'elle a nourris. L'euro, que l'on nous présente comme un projet collectif, est en réalité la monnaie du projet d'un pays, l'Allemagne, qui tente de l'imposer aux autres. Le reconnaître et le dire n'implique nul anti-germanisme. Car, avant de condamner l'Allemagne, prenons conscience des problèmes fondamentaux qui sont les siens et du drame historique qu'elle traverse. Gunther Grass l'écrivait déjà il y a près de trente ans, l'Allemagne se meurt ; lentement, certes, mais sûrement. Elle se meurt au moment même où elle vient de retrouver sa pleine souveraineté et où, pour la première fois dans son histoire, elle se constitue en nation libérée des démons du pangermanisme, en paix avec ses voisins. Cruelle ironie de l'Histoire.

Pour autant, avant de l'absoudre, considérons aussi que son projet ne pouvait être celui de pays ayant d'autres structures économiques et sociales que les siennes. Ce fut donc arrogance ou folie, et peut-être arrogance et folie, de la part de ses dirigeants

1. Voir H. Haenel, « Rapport d'information », n° 119, Sénat, session ordinaire 2009-2010, Paris, 2009.

successifs de tenter d'imposer, par la ruse et la duplicité, une solution qui ne pouvait convenir qu'à elle-même. Derrière la tragédie de l'euro se profile la tragédie de l'Allemagne, qui porte en elle la possibilité d'une nouvelle tragédie européenne.

L'euro du fait des contraintes qu'il impose aux différents pays organise en fait le champ clos d'un nouvel affrontement de l'Allemagne avec tous les autres, et avec la France en particulier. Il faut prendre conscience que rien ne menace plus la réconciliation franco-allemande que la logique d'affrontement qui se dessine à travers l'interprétation des institutions de la monnaie unique. Prenons-y garde ! Veillons à ne pas réveiller de vieux démons en nous cramponnant plus que nécessaire et plus que de raison à ces institutions. Dans un livre récent, Jean-Pierre Chevènement écrit ainsi : « Si l'Allemagne restait sourde à nos objurgations, le bon sens commanderait à la France de préserver ses intérêts à long terme, c'est-à-dire son tissu industriel. »<sup>1</sup>

La crise de l'euro, conçu comme une monnaie unique, ne fait que commencer. Prenons garde qu'elle ne se transforme, à force de trop de crispations et de fixations, en une crise européenne majeure.

1. J.-P. Chevènement, *La France est-elle finie?*, op. cit., p. 166.



# L'Europe au risque de l'euro

**L**a crise de la zone euro est désormais une évidence, même pour les idéologues les plus bornés. Aucun des problèmes fondamentaux posés dès l'origine n'a été résolu, et leurs effets désormais s'accumulent. Les solutions partielles qui ont été proposées, et présentées comme des avancées historiques vers une Europe fédérale, posent en réalité bien plus de problèmes qu'elles n'en résolvent. La zone euro semble donc n'avoir de choix qu'entre s'engager dans une politique de déflation, dont les conséquences cumulées seront redoutables pour les peuples des pays qui la composent, ou disparaître.

Il faut cependant bien mesurer ce qui nous attend dans le premier scénario. Si la zone s'enfonce dans une profonde récession, voire une véritable dépression, à la suite de la multiplication des plans d'austérité, il est clair que le poids des dettes souveraines calculées en pourcentage du PIB ne connaîtra pas de réduction, bien au contraire. Par ailleurs, la chute inévitable du PIB dans les pays soumis aux plans les plus brutaux (Grèce, Portugal, Espagne) réduira d'autant les recettes fiscales. Il n'est pas impossible que, cette réduction étant en réalité plus forte que celle que l'on a appliquée aux dépenses, l'on se retrouve en fin d'exercice budgétaire avec un déficit encore plus important. Il faut rappeler que c'est exactement ce qui arriva en Russie de 1992 à 1996.

Ainsi, la stratégie adoptée pour tenter de résorber la crise de la dette risque en réalité de l'aggraver. Dans ces conditions, la crise de l'euro est devenue notre quotidien. Mais cette dernière met en cause, en raison de la manière dont elle est gérée (ou non gérée, plus précisément), les institutions européennes.

## La monnaie d'un État qui n'existe pas

La zone euro a compromis la croissance par le passé, comme on a pu le voir dans le précédent chapitre. Mais les mesures proposées ou adoptées pour faire face à la crise de la dette souveraine qui s'étend aujourd'hui menacent désormais gravement la croissance des pays qui la composent.

Ceci devient de plus en plus évident au vu des différents plans d'ajustement budgétaire mis en place à travers la zone, en particulier le tout dernier d'entre eux. La Grèce est ainsi contrainte de s'infliger à la mi-septembre 2011 un nouveau plan draconien pour pouvoir bénéficier d'une aide qui, au mieux, ne lui permettra que de parvenir à la fin de l'année. Et ce, alors que le pourcentage de la population sous le seuil de pauvreté atteint déjà 25 %<sup>1</sup> et ne cesse d'augmenter. L'Italie a elle aussi voté un nouveau volet à ses plans d'austérité et cherche à économiser 54 milliards d'euros, au prix d'une détérioration de sa croissance. Mais ceci n'a empêché ni la dégradation de la note de sa dette par deux agences de notation<sup>2</sup>, ni la montée des taux d'intérêts sur ses titres de dette à dix ans. En France aussi, le gouvernement a décidé un nouveau tour de vis de 10 milliards d'euros, dont on

1. M. Matsaganis et C. Leventi, « Inequality, Poverty and the Crisis in Greece », *ETUI Policy Brief*, n° 5, Bruxelles, ETUI, 2011.

2. Standard & Poor's a ainsi dégradé sa note de A+ à A le 19 septembre 2011 (voir *Le Figaro Économie* du 20 septembre 2011) tandis que Moody's la dégradait à son tour le 3 octobre (source Radio France Internationale, <http://www.rfi.fr/europe/20111005-agences-notation-Italie>).

pressent bien qu'il ne sera ni le dernier ni le pire. Pourtant, on s'y inquiète déjà d'une ouverture croissante de l'écart des taux d'intérêt avec l'Allemagne.

Ceci n'est pas nouveau et ne date pas de l'été 2011. Les propositions franco-allemandes faites lors du sommet européen du 4 février 2011 allaient déjà toutes dans le même sens : pénaliser la consommation, durcir le cadre social et enlever aux États un peu plus de leur souveraineté en soumettant leur budget à une lecture préalable par la Commission européenne. Les effets cumulatifs de ces politiques d'ajustement budgétaire ont d'ores et déjà tué la croissance économique au second semestre 2011 dans la zone euro. Elles font que nous entamerons l'année 2012 dans une crise renouvelée, mais où cette fois la crédibilité des gouvernements sera totalement érodée.

L'euro est ici à la fois le responsable de cette situation, non seulement par l'effet nocif qu'il a exercé sur la croissance depuis 2002 mais aussi par ses effets d'amplification des divergences économiques entre pays l'ayant adopté, et désormais la victime de cette même situation. On voit bien que le risque est aujourd'hui très grand que la crise des dettes souveraines en Grèce, au Portugal, en Irlande, en Espagne et en Italie ne finisse par mettre son existence en péril. L'euro concentre sur lui la totalité des contradictions qui sont nées de la politique néolibérale menée depuis le début des années 1980 et qu'il a, en un sens, consolidées. On peut le voir avec la libéralisation totale des mouvements de capitaux, qui en un sens lui a donné naissance par la crise du SME mais qui, aujourd'hui, va provoquer sa perte du fait de la spéculation effrénée que l'on peut désormais observer sur les taux d'intérêt entre pays de la zone euro ainsi que sur les banques de cette même zone.

Non que l'euro en soit à dire vrai la cause unique. De nombreuses autres institutions ont contribué à la situation actuelle que ce soit par leur absence (comme pour l'absence de toute harmonisation sociale et fiscale, d'un contrôle efficace des capitaux,

des mesures de protectionnismes altruistes ciblées) ou par leur présence (les directives européennes dans certains secteurs, les politiques budgétaires et fiscales, menées par les différents États). Nous le répétons depuis des années : le néolibéralisme est une totalité qui fait système.

Mais, aujourd'hui, ces contradictions s'incarnent et se concentrent sur l'euro, tant d'un point de vue interne qu'externe. Pour défendre l'euro, on veut aller toujours plus loin sur la pente de la régression sociale et de la déréglementation. L'euro sert de prétexte à tous ceux qui, ayant largement profité des effets de cette déréglementation et de cette régression sociale, entendent contre vents et marées les approfondir. C'est ce que ne comprennent pas tous ceux qui vont répétant que l'euro, n'étant pas la cause initiale, ne peut pas porter la responsabilité de ces mesures. Aujourd'hui, ces mesures néolibérales s'incarnent bien dans l'euro qui en rassemble et concentre les effets.

L'euro, il faut le rappeler, est comme toute monnaie une dette d'un État (virtuel), émise en contrepartie sociale des engagements de cet État vis-à-vis de sa population et devant servir au paiement de l'impôt<sup>1</sup>. Fondamentalement, l'euro ne peut donc exister de manière stable tant qu'il n'est pas adossé à un État européen collectant des impôts et garantissant le transfert des dettes privées en dettes publiques. Mais on ne crée pas un État par de simples mesures techniques. Il faut, au minimum, qu'existe le sentiment d'appartenance à une même et unique communauté, que se dégage un intérêt « national ». Or de cela il n'est pas question. Nous savons aujourd'hui que, dans un récent sondage fait en Allemagne, 75 % des personnes interrogées se sont prononcées contre l'aide à la Grèce. En France, dans un sondage réalisé pour

1. Lire L. Randall Wray, « Money », *Working paper n° 647*, Annandale-on-Hudson (N. Y.), Levy Economics Institute of Bard College, 2010 ; et C. A. E. Goodhart, « Money and Default », in M. Forstater et L. Randall Wray (dir.), *Keynes for the Twenty-First Century*, New York, Palgrave-Macmillan, 2008.

*Ouest-France* et qui a été publié le 19 septembre 2011, ce sont 68 % des personnes interrogées qui à leur tour se prononcent contre une nouvelle aide à la Grèce. Ce ne sont, certes, que des sondages. Mais il faut ici rappeler qu'au printemps 2010 c'était par un chiffre de 69 % que les Français s'étaient prononcés en faveur d'une aide pour Athènes. On peut penser, et souvent à juste raison, que les sondages sont peu représentatifs. Cependant, l'inversion des chiffres entre partisans et opposants à une aide à la Grèce est ici spectaculaire et devrait inciter à la réflexion.

De plus, d'autres éléments viennent plaider l'absence de sentiment d'intérêt commun entre les peuples des pays de la zone euro. Aux commentaires injurieux que l'on trouve à foison sur les Grecs (traités de « cueilleurs d'olives », de menteurs congénitaux) mais aussi sur les Portugais et les Espagnols (aimablement traités de « pays du Club Med ») dans la presse allemande, autrichienne et néerlandaise, répondent désormais des commentaires plus que désobligeant dans la presse des pays concernés sur l'arrogance allemande. On n'hésite plus à réveiller les fantômes de la Seconde Guerre mondiale<sup>1</sup>.

L'euro devrait être logiquement la monnaie d'un État fédéral européen. Tel était même le projet des fédéralistes européens qui espéraient pouvoir conduire par la ruse les peuples et les gouvernants à la constitution d'un tel État sans révéler leur objectif de prime abord. Mais il aurait fallu que se dégage une volonté commune tant en matière de politique intérieure que de politique étrangère. Nous constatons chaque jour et sur tous les dossiers que ce n'est pas le cas. Il faut donc en convenir : cet État n'est pas envisageable, ni aujourd'hui ni dans un avenir qui nous soit maîtrisable. L'hypothèse fédérale a été et est rejetée par les peuples (en particulier en France et aux Pays-Bas lors du référendum de 2005). Ces derniers forment des communautés politiques trop différenciées

1. Tant il est vrai que la Grèce est le seul pays ayant eu à souffrir (et très cruellement d'ailleurs) de l'occupation allemande que le gouvernement allemand n'a pas dédommagé...

tant par l'histoire que par leur culture et leurs institutions pour pouvoir fusionner en une communauté politique unique.

Ceci interdit donc ce qui pourrait constituer une issue possible à cette crise. Quand un pays donné est en crise, sa banque centrale peut prendre des mesures d'urgence. Elle le peut parce que la valeur d'une monnaie ne repose pas uniquement, ni même principalement, sur des contreparties matérielles mais sur la légitimité de ses autorités politiques. On le mesure aujourd'hui dans les pratiques de financement directes par la banque centrale aux États-Unis (la Réserve fédérale) qui ont abouti à faire de cette dernière le principal acquéreur des titres de dette de Washington (et non plus la Chine...) <sup>1</sup>. La création monétaire peut, si elle reste dans certaines limites, être pratiquée *ex nihilo*. Les grandes crises hyperinflationnistes ont au contraire toutes à leur origine une mise en doute radicale de la légitimité des autorités politiques.

Plus précisément, la banque centrale peut convertir dans une certaine limite des dettes privées, dont on sait qu'elles ne seront jamais remboursées, en dettes publiques. C'est ce qui est fait lors des opérations dites de création monétaire. Quand la Réserve fédérale procède à des « assouplissements quantitatifs » (dits aussi « *quantitative easing* »), elle accepte de reconnaître une valeur générale pour des dettes privées qui, autrement, ne pourraient pas circuler dans l'économie, ce que par contre peut faire un billet de vingt dollars.

Tout le monde comprend bien que les ressources, tant fiscales que politiques et militaires, des États-Unis servent de gage symbolique. Et c'est bien la croissance de l'économie et non l'accroissement de la masse monétaire qui a été à la source des inquiétudes qui se sont manifestées sur les marchés financiers au début du mois d'août ! On le voit, la monnaie n'est pas une marchandise qui aurait nécessairement une contrepartie matérielle.

1. M. Fiorentino, « Le plus gros détenteur de la dette américaine n'est plus la Chine, c'est... », *La Tribune*, 9 février 2011.

## Les contraintes structurelles qui sont engendrées par l'euro

L'euro impose donc aux pays qui l'ont adopté, et à la France en particulier, des contraintes sur notre commerce extérieur « hors zone » tant pour des raisons de taux de change que du fait d'un manque de réglementation. Mais l'euro exerce aussi des contraintes fortes dans le cadre du commerce et des transactions de la zone euro, cette fois en empêchant les pays connaissant des problèmes structurels de productivité de dévaluer pour ramener leur compétitivité au niveau d'origine dans le cas où elle aurait trop divergé par rapport à ce niveau. Ces deux types de problèmes sont très souvent mélangés. Il faut ici les séparer pour en étudier les effets. La monnaie unique est aujourd'hui en réalité un carcan dont les contraintes s'exercent tant sur le commerce extérieur à la zone euro que sur celui à l'intérieur de la zone euro. Par ailleurs, l'idée d'aligner la politique économique de la France sur celle de l'Allemagne, qui semble servir de ligne directrice aux autorités françaises actuelles, apparaît comme une profonde erreur.

En raison de sa démographie, la France a besoin de bien plus de créations d'emplois que l'Allemagne<sup>1</sup>. Cette dernière, quoique plus peuplée que notre pays aujourd'hui (83 millions d'habitants contre 66 millions), a un tiers de jeunes en moins dans son système éducatif du fait de la chute catastrophique de sa natalité. Or fournir des emplois à la fois stables et raisonnablement payés à nos jeunes et promouvoir une véritable politique industrielle en France, pour cela faire reculer le spectre de la désindustrialisation, imposera à notre pays un taux structurel d'inflation très

1. Sur la situation démographique en Allemagne, voir Federal Statistic Office, *Germany's Population by 2060 – Results of the 12th Coordinated Population Projection*, Wiesbaden, FSO, 2009, division VI, « A Demographic Modelling »; R. Hetlage, « Démographie et nouvelle politique familiale en Allemagne », note du CERFA n° 37, IFRI et CERFA, octobre 2006.

différent de celui de l'Allemagne. Comment une telle politique pourrait-elle être possible avec un taux de change fixé à jamais entre nos deux pays ?

La solution fédérale impliquerait que l'Allemagne accepte de subventionner la France, ainsi que des pays du Sud de la zone euro, par des transferts budgétaires importants et qu'elle procède à une politique de relance. C'est à l'évidence impossible et il faut savoir qu'aucune force de l'échiquier politique allemand ne préconise en fait une telle politique. Les proclamations fédéralistes du Parti social-démocrate d'Allemagne, le SPD, sont en réalité de pure forme. Aucun parti n'a cherché à chiffrer ce que cela représenterait, preuve *a contrario* qu'aucun parti n'envisage vraiment une telle politique.

Il nous faut dès lors concevoir une politique originale pour la France, en dehors de toute tentative d'imitation d'un pays dont les structures apparaissent à la fois différentes des nôtres et condamnées à long terme.

L'euro joue donc un rôle important dans le commerce « hors zone », que ce soit par le taux de change avec le dollar ou par l'effet d'attractivité ou de répulsivité de la zone vis-à-vis des services financiers. Cependant, l'effet de l'euro dépend fortement de la structure du commerce extérieur du pays considéré. Il faut tout d'abord savoir que la France fait partie des pays de la zone euro dont le commerce avec *l'extérieur* de la zone est le plus important, se situant à cet égard juste au-dessus de la Grèce, le Luxembourg étant un cas particulier en raison du poids de ses services financiers (tableau 6).

Les variations de ces parts sont très importantes et certains pays qui ne sont pas membres de cette zone ont même un commerce plus important avec la zone euro que des pays membres. Alors que le commerce libellé en euro représente 74 % des exportations de l'Italie, 63 % de celles de l'Allemagne et 60,8 % de celles de l'Espagne, on tombe à 52,4 % pour la France. Calculée cette fois en moyenne des importations et des exportations, la part du

**Tableau 6**  
**Part du commerce libellé en euro**  
**(données de 2009)**

	Exportations	Importations	Moyenne
Slovénie	86,9 %	82,8 %	84,9 %
<i>Hongrie</i>	83,1 %	73,1 %	78,1 %
Italie	74,9 %	70,2 %	72,6 %
<i>République Tchèque</i>	69,5 %	66,4 %	68,0 %
Slovaquie	73,9 %	60,1 %	67,0 %
<i>Bulgarie</i>	62,4 %	63,5 %	63,0 %
<i>Pologne</i>	63,6 %	58,8 %	61,2 %
Espagne	60,8 %	60,3 %	60,6 %
Allemagne	63,0 %	55,2 %	59,1 %
Portugal	54,6 %	60,2 %	57,4 %
Belgique	55,3 %	57,0 %	56,2 %
<i>Lettonie</i>	57,4 %	48,9 %	53,2 %
France	52,4 %	45,1 %	48,8 %
Luxembourg	52,7 %	41,7 %	47,2 %
Grèce	47,3 %	39,6 %	43,5 %
<i>Royaume-Uni</i>	21,0 %	27,0 %	24,0 %

Source : base statistique de l'OCDE.

commerce libellé en euro est de 60,6 % pour l'Allemagne et de 48,8 % pour la France. Ceci permet de comprendre la très grande sensibilité de notre économie à la surévaluation de l'euro, sensibilité qui fut notée dans son étude par Francis Cachia<sup>1</sup>.

Nous perdons donc actuellement, au taux de change de 1 euro pour 1,40 dollar américain que nous avons connu ces derniers mois, entre 1,5 % et 2,1 % de croissance par an. Or le taux de croissance a été estimé à 1,7 % pour 2011. Cela signifie qu'avec

1. F. Cachia, « Les effets de l'appréciation de l'euro sur l'économie française », *Note de synthèse de l'INSEE*, Paris, INSEE, 20 juin 2008.

une monnaie dont le taux de change correspondrait à nos besoins (si c'est l'euro, alors au taux de 1 euro pour 1,10 dollar), nous pourrions connaître un taux de croissance compris entre 3,2 % et 3,8 % contre les 1,7 % prévus pour 2011. La différence n'est pas mince, surtout quand on sait qu'à partir de 2,2 %-2,5 % de taux de croissance on assiste à une forte résorption du chômage. Notons aussi que ce gain de croissance de 1,5 % à 2,1 % entraînerait mécaniquement une hausse non négligeable (et plus que proportionnelle) des recettes fiscales. On peut tabler sur une hausse de 2,8 % à 4 % de ces recettes. Ceci rendrait plus facile la réduction du déficit budgétaire.

La hausse de l'euro par rapport au dollar est significative d'un problème de surévaluation générale, dans la mesure où de très nombreuses monnaies sont plus ou moins indexées sur le dollar. C'est en particulier le cas des monnaies de la zone Asie-Pacifique, du Moyen-Orient et de l'Amérique latine. Pour d'autres pays, on peut avoir des références mixtes (dollar et euro) comme c'est le cas pour la Russie. On mesure alors les effets néfastes que l'euro a pu avoir sur notre compétitivité internationale. On mesure aussi pourquoi, en dehors de toute considération sur la nature des produits industriels, nous souffrons bien plus de ces effets que l'Allemagne.

Du point de vue de la compétitivité, l'impact du taux de change vient s'additionner à l'effet des coûts salariaux unitaires. La zone euro est une zone de salaires élevés. Elle est aussi, il faut l'ajouter, une zone où la productivité du travail est élevée. Les deux phénomènes devraient logiquement se compenser, voire s'annuler. Mais ici divers facteurs viennent troubler la logique économique telle que l'on peut la voir en ne regardant que les résultats agrégés. D'une part, les niveaux de productivité sont assez différents entre pays de la zone euro. D'autre part, la logique de la surévaluation progressive de l'euro vis-à-vis du dollar et des monnaies indexées sur le dollar a été le produit de facteurs financiers (par exemple, la politique de la Banque centrale européenne) bien plus que

de facteurs strictement économiques. Il en a résulté une surévaluation excessive à partir de 2003. Enfin, au sein des pays émergents, on observe depuis vingt ans une hausse de la productivité du travail dans l'industrie qui est largement différenciée suivant les branches industrielles considérées. Dans certaines d'entre elles, comme la production de matériel électrique ou l'automobile, les gains de productivité ont été spectaculaires<sup>1</sup>. Mais les salaires n'ont pas suivi. Le cas de la Chine est de ce point de vue exemplaire. La croissance de la productivité a été de 100 % à 200 % en dix ans dans certaines branches qui ont bénéficié d'investissements directs étrangers. Mais l'évolution des salaires y reste largement tributaire de la pression exercée sur les travailleurs urbains par les travailleurs venant des campagnes, un phénomène que les pays développés ont connu au XIX<sup>e</sup> et au début du XX<sup>e</sup> siècle. Ceci, combiné à la surévaluation excessive de l'euro, a largement contribué à l'envahissement du marché intérieur des pays de la zone par des produits importés avec les conséquences que l'on connaît sur l'emploi et, par voie de conséquence, sur le revenu des travailleurs.

L'un des problèmes que soulève la monnaie unique dans son principe est justement d'imposer un taux de change unique à des économies qui sont largement différentes non seulement dans leurs structures mais aussi dans leurs orientations d'échanges, qu'il s'agisse des produits ou des zones géographiques. L'Allemagne, par exemple, s'est spécialisée très tôt sur certains produits. Ce faisant, elle a empêché en réalité les autres pays de la zone euro d'en faire autant. Il en résulte donc une spécialisation différente entre les principaux pays de la zone. Cette spécialisation ne poserait pas de problème si les taux de change pouvaient être différents. Mais, justement, l'euro impose de fait un taux de change unique. Par

1. A. Szirmai, R. Ruonen, B. Manying, «Chinese Manufacturing Performance in Comparative Perspective, 1980-2002», *Economic Growth Center. Discussion paper n° 920*, New Haven, Yale University, juillet 2005.

ailleurs, des économies aussi différentes dans leurs structures et leurs spécialisations, il faut le rappeler, ont des taux d'inflation structurels très différents. Ces différences devraient se concrétiser à nouveau par des taux de change différents, mais aussi évoluant de manière différente.

Or l'euro, en raison de sa nature même, interdit aux pays qui l'ont adopté la moindre possibilité de flexibilité quant au taux de change. Non seulement ceci pénalise fortement l'économie de certains pays mais introduit aussi la possibilité de déséquilibres cumulatifs dans un sens ou un autre. La forte montée des excédents commerciaux en Allemagne de 2000 à 2007 et inversement la forte augmentation du déficit commercial des autres pays de la zone euro que l'on peut constater sur les statistiques de l'OCDE en témoignent.

### **L'absence de réglementation cohérente**

Le manque de réglementation interne de la zone euro a aussi été l'une des causes de la crise actuelle, puisque les législations bancaires (en particulier dans le secteur dit de la banque de détail) sont largement différentes, ce qui a entraîné une exposition plus importante des banques de certains pays au « risque de crédit » en 2006-2008. Les banques allemandes mais aussi espagnoles et françaises ont ainsi développé une activité « hors zone » importante liée au manque de dynamisme de la zone euro avant 2008<sup>1</sup>. Elles ont largement développé les transactions dites « hors bilan » qui concernent pour l'essentiel ce que l'on appelle les « produits dérivés », soit les produits issus des processus de titrisation des dettes.

Ces activités ont été des facteurs importants d'introduction des

1. J. Bibow, « Global Imbalances, Bretton Woods II and Euroland's Role in All This », art. cit. ; J. Sapir, « The Social Roots of the Financial Crisis: Implications for Europe », art. cit.

« produits toxiques » dans la zone euro, que ce soit directement ou indirectement par le biais des SPV (*Special Purpose Vehicles*) auxquels ces mêmes banques avaient prêté. Les banques ont ainsi créé à partir de la fin des années 1990 des sociétés financières, en général sises dans un paradis fiscal, auxquelles elles fournissaient le capital (par voie de crédits) pour que ces dernières puissent faire toutes les opérations qui étaient encore interdites à ces banques. Elles ne touchaient que peu de dividendes de ces sociétés mais gagnaient largement sur les taux d'intérêt auxquels elles leur prêtaient. Les banques pouvaient donc dire, la main sur le cœur et en nous regardant droit dans les yeux, qu'elles ne possédaient pas de titres dérivés des hypothèques américaines et autres « produits toxiques ». Formellement, c'était vrai. Mais en réalité, quand la crise est survenue, ces sociétés écrans ont été incapables de rembourser l'argent qu'elles devaient aux banques, qui ont ainsi subi des pertes importantes et un choc de liquidité mais sans que cela soit visible sur leur bilan. On s'aperçoit même désormais qu'une banque française privatisée (Dexia pour ne pas la nommer) a vendu des « produits » bancaires fortement opaques et contenant une quantité non négligeable de « produits toxiques » aux municipalités et régions françaises.

Le même phénomène s'est d'ailleurs reproduit à partir de 2009 en ce qui concerne la dette des États. Les banques (et plus précisément les succursales de ces dernières sises dans le « paradis fiscal » que constitue le Luxembourg) ont largement commercialisé des assurances de crédit (les CDS) sur les dettes grecque, irlandaise et portugaise. Ces assurances de crédit ont été achetées par les banques allemandes, françaises et italiennes, mais aussi par les compagnies d'assurances. Bien sûr, ces « titres dérivés » sont rémunérateurs. Mais ils impliquent que l'acheteur se substitue à l'emprunteur en cas de défaut de ce dernier.

En 2011, quand il est devenu évident qu'au moins l'un de ces pays (la Grèce) allait faire défaut, ce fut la panique non seulement parmi les banquiers mais aussi les élites politiques. Au début du

mois d'octobre 2011, on préparait fiévreusement un plan de recapitalisation des banques de la zone euro<sup>1</sup>. Les sommes avancées vont de 93 milliards d'euros à près de 290 milliards. La raison en est la très grande sensibilité du bilan des banques aux hypothèses qui sont faites. Cependant, il est clair que cette recapitalisation aura un coût global qui excédera les 250 milliards d'euros. Les positions de la France et de l'Allemagne étaient largement divergentes sur ce point<sup>2</sup>, divergences qui ne faisaient que refléter une exposition différente au risque bancaire.

De ce point de vue, il est intéressant de comparer la valeur des titres apparaissant au bilan des banques et des compagnies d'assurances du risque global, dont une large partie est en réalité « hors bilan ». En effet, les assurances de crédit sont, de ce point de vue, traitées comme des titres dérivés. L'exposition aux trois pays les plus menacés (et, du point de vue de la stabilité du système, menaçants) pour les banques françaises est de seulement 16,93 milliards (Grèce + Irlande + Portugal). Pour l'Espagne et l'Italie cette exposition directe est de seulement 67,6 milliards d'euros. Au total, ce ne sont donc que 85 milliards d'euros qui sont exposés, à des degrés plus ou moins importants, si l'on regarde le bilan des banques. Or, en réalité, le risque total porte sur plus de 500 milliards d'euros. On mesure ainsi l'ampleur du risque réel tel qu'il a été démultiplié par les opérations de titrisation (et les assurances de crédit sont une opération de titrisation) du fait des lacunes de la réglementation européenne. Il faut ici signaler que le régulateur français semble s'être montré plus strict et plus sévère que le régulateur allemand. Le nombre de banques allemandes

1. G. Finch et L. Vaughan, « EU Pressured for Bank Rescue Plan Before G-20 », Bloomberg, 7 octobre 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-10-06/eu-leaders-under-investor-pressure-to-devis-bank-rescue-plan-before-g-20.html>.

2. J. Hertling et T. Czuczka, « Merkel-Sarkozy Divided on Bank Default Threat », Bloomberg, 7 octobre 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-10-06/merkel-sarkozy-divided-on-default-threat-to-banks-euro-credit.html>.

potentiellement en difficulté excède de loin celui des banques françaises<sup>1</sup>.

Le bilan de ces désordres divers mais convergents peut être tiré. On aurait pu croire que la création de la zone euro se serait accompagnée du recentrage des banques sur cette zone. Il n'en a rien été. Une partie de l'épargne (importante) de la zone euro a ainsi servi, et sert encore, à irriguer d'autres zones économiques du monde dans des conditions de sécurité souvent très douteuses. Les documents sur les positions des banques françaises sont plus difficiles à obtenir que pour les banques allemandes et, même dans ce cas, les sources sont loin d'être complètes car elles reposent sur des déclarations volontaires. En effet, une majorité des opérations à risques ont été faites « hors bilan ». Le fait que des plans importants de sauvetage des banques aient dû être mis en place tant en Allemagne qu'en France témoigne de l'exposition de ces dernières au risque international. La zone euro a aussi permis, par son laxisme, une circulation des risques à l'intérieur de la zone euro. Mais, dans les deux cas, ce sont les citoyens de la zone euro qui devront payer pour les folies commises par le secteur bancaire.

On a présenté le grand développement à l'international des banques françaises et allemandes comme un « succès ». Mais ceci s'est aussi traduit par une raréfaction du crédit pour l'économie réelle dans la zone lors de la crise et a accru l'importance des risques pesant sur ces banques. Peut-on alors raisonnablement soutenir que l'euro nous a protégés de la crise bancaire internationale ?

Les conditions de croissance relativement déprimées qui ont dominé dans la zone euro expliquent ce détournement de l'activité des services bancaires au détriment des pays de la zone et en faveur des pays « hors zone ». Il a été encouragé par le processus de déréglementation bancaire dans lequel l'Union européenne puis la zone euro se sont précipitées tête baissée. Ce détournement

1. Ceci peut être constaté sur le calculateur graphique publié par Reuters, [http://graphics.thomsonreuters.com/11/07/BV\\_STRSTST0711\\_VF.html](http://graphics.thomsonreuters.com/11/07/BV_STRSTST0711_VF.html).

d'activité a été incontestablement l'un des facteurs majeurs dans le processus de « contamination » de la finance européenne dans la période 2005-2007 par les mauvaises dettes issues des États-Unis. Il a été particulièrement important sur les « produits dérivés » qui, par ailleurs, n'apparaissent pas aux bilans des banques<sup>1</sup>.

Cette contamination<sup>2</sup> a favorisé un processus de contagion<sup>3</sup> que l'on a connu au cours de la crise. Il permet de comprendre pourquoi, contrairement à ce qui a été souvent affirmé, l'euro n'a pas été une protection efficace de l'Europe. Outre le fait que la monnaie unique par elle-même ne pouvait avoir une influence sur ces opérations bancaires, l'absence de réglementation bancaire a en fait favorisé ces opérations sur les dérivés des titres de crédit. En fait, il s'avère aujourd'hui que des contrôles des mouvements de capitaux et l'interdiction de certaines opérations de titrisation des dettes (privées et publiques) auraient été une forme de protection bien plus efficace<sup>4</sup>. Mais de ceci, pour l'instant, il ne saurait être question, du fait de l'article 63 du traité de Lisbonne ! On peut toujours souligner que le Royaume-Uni, qui ne fait pas partie de la zone euro, n'est guère mieux loti. Mais c'est oublier que cette simple comparaison est un terrible aveu d'impuissance. Si l'euro nous avait *réellement* protégés, la situation des banques des pays de la zone euro devrait être meilleure que celle des banques britanniques.

1. Ces « produits dérivés » comprennent les obligations émises sur des collatéraux, qui sont eux-mêmes des obligations (CDO), et les assurances de crédit (CDS).

2. F. Allen et D. Galle, « Financial Contagion », *Journal of Political Economy*, vol. 108, n° 1, 2000, p. 1-33.

3. La littérature scientifique est fournie sur ce point. Voir I. Goldstein et A. Pauzner, « Contagion of Self-Fulfilling Financial Crises due to Diversification of Investment Portfolios », *Journal of Economic Theory*, vol. 119, n° 1, 2004, p. 151-183 ; R. Cifuentes, G. Ferruci et H. Song Shin, « Liquidity Risk and Contagion », *Journal of the European Economic Association*, vol. 3, n° 2-3, 2005, p. 556-566 ; M. Gallegati, B. Greenwald, M. G. Richiardi et J. E. Stiglitz, « The Asymmetric Effect of Diffusion Processes: Risk Sharing and Contagion », *Global Economy Journal*, vol. 8, n° 3, 2008, <http://www.bepress.com/gej/vol8/iss3/2>.

4. J. Stiglitz, « Risk and Global Economic Architecture – Why Full Financial Integration May Be Undesirable », Texte présenté à la conférence annuelle de l'AAER, 2010.

On voit, alors, se constituer la contradiction fondamentale de la zone euro. Cette dernière ne peut fonctionner comme une zone distincte et protégée du point de vue des activités bancaires et financières que si est mise en place une réglementation stricte sur les mouvements de capitaux et sur les marchés financiers. Mais si cette dernière était réellement mise en place, on s'apercevrait que la monnaie unique n'est nullement nécessaire. Ainsi protégées, les monnaies nationales seraient immunisées contre la spéculation. Leurs taux de change étant fixes pour des périodes définies, les entreprises et les banques n'auraient plus intérêt à se prémunir grâce à des contrats « futurs » d'un risque de change à l'intérieur de la zone. Pour les opérations vers l'extérieur de la zone, une réglementation stricte de ce type d'opération limiterait les possibilités de la spéculation.

Cependant, les discours sur la « protection » qu'offrirait l'euro contre la spéculation – une protection toute relative d'ailleurs et ne portant *que* sur les taux de change et non sur les taux d'intérêt – s'effondreraient instantanément. Une monnaie commune, consistant en un lien entre les monnaies des États et un instrument supranational servant aux relations commerciales et financières avec le reste du monde, serait dans ces conditions à la fois possible et stable. Cette monnaie commune offrirait *à la fois* la stabilité générale nécessaire *et* la flexibilité en autorisant à des dates convenues à l'avance (tous les ans, par exemple) des réajustements de parité entre les monnaies nationales.

On comprend alors pourquoi un consensus existe à l'échelle des dirigeants contre ces contrôles et pourquoi on a consolidé ce consensus dans l'article 63 du traité de Lisbonne. Il fallait créer les conditions rendant en apparence « nécessaire » la monnaie unique. Mais, ce faisant, on a créé les conditions d'une inefficacité croissante de la zone dans le domaine des opérations bancaires et d'investissement. On a ainsi ouvert, délibérément ou non, un espace aux stratégies de prises de risque.

Les stratégies de prise de risque des établissements financiers, qui apparaissaient comme hautement rémunératrices à court terme<sup>1</sup>, se sont développées rapidement, qu'il s'agisse de positions prises sur les dettes des pays maintenant considérés comme « à risque » ou de positions prises sur les produits dérivés concernant ces dettes. C'est la raison pour laquelle les banques européennes sont *toutes* fragilisées. Mais ces stratégies de prise de risque ont aussi été assimilées par divers gouvernements. Certains pays ont cherché d'ailleurs à profiter du cadre que leur offrait la monnaie unique, ses institutions et ses taux d'intérêt. Ils ont fondé leur croissance sur la possibilité d'avoir des taux d'intérêt extrêmement faibles pour spéculer sur l'immobilier (l'Irlande et, dans une moindre mesure, l'Espagne). Quand ils ont été rattrapés par les conséquences de la bulle financière qu'ils ont contribué à créer, ils ont demandé de l'aide à la zone euro. Et cette aide, en raison de sa dimension cumulative, met aujourd'hui à son tour en péril l'existence même de la zone euro.

Un autre exemple est fourni par le cas de la Grèce, que l'on étudiera plus en détail plus avant dans ce livre. Ce pays, étranglé par ailleurs par le taux de change de l'euro à partir de la fin de 2002, a cherché une solution dans le laxisme budgétaire, avec les conséquences que l'on connaît. L'accord du 21 juillet 2011 prévoit des sommes importantes pour ce pays, qu'il s'agisse d'argent frais ou d'abandon de créances<sup>2</sup>. Mais les possibilités du Fonds européen de stabilisation financière (FESF) sont largement hypothéquées

1. Une anecdote à cet égard : en août 1998, après le défaut russe, je déjeunais avec le patron d'une petite – mais très active – banque française que cet « événement » mettait à mal. Quand, entre la poire et le fromage, je lui fis remarquer qu'acheter des titres de dettes porteur d'un intérêt net (hors inflation) de 40 % s'apparentait à jouer au casino, il me répondit en toute ingénuité : « Ah, monsieur Sapir ! on voit bien que vous êtes un universitaire. Pour un banquier, 40 % de taux d'intérêt, cela ne se refuse pas... » Ladite banque fut mise en liquidation par son principal actionnaire (Crédit Agricole) au début de 1999. *Sic transis gloria mundi...*

2. Cet accord a été porté aux premières heures du matin du 27 octobre à 50 % des 200 milliards détenus par les banques privées, soit une annulation globale de la dette de... 28 %.

par le fait que, derrière les problèmes de la Grèce, se profile la nécessité d'aider le Portugal, l'Irlande et désormais l'Espagne et l'Italie, soit les quatrième et troisième économies de la zone euro. Il est d'ailleurs exemplaire que l'accord de juillet dernier, qui a dû attendre octobre pour être ratifié par la totalité des pays de la zone euro, n'ait en rien calmé la spéculation. Tous les agents financiers opérant sur les marchés sont capables de voir les limites du FESF et de tenir le raisonnement de bon sens que refusent nos gouvernants : les sommes prévues seront incapables de faire face aux besoins qui se révéleront d'ici au printemps 2012. La spéculation actuelle tire son fondement du constat d'une contradiction entre les discours des gouvernements, toujours plus lénifiants les uns que les autres, et ce que montre simplement une analyse réaliste. Il n'y a ici nul complot.

Les gouvernements, et une partie de la classe politique avec eux, préfèrent faire des agences de notation les boucs émissaires. Ce comportement est d'une stupidité insigne. Non que ces agences soient au-dessus de tout soupçon. Les notes qu'elles attribuent, aux États comme aux agents privés, sont éminemment politiques et bien souvent négociées avec les banques centrales des pays concernés. Mais ces notes reflètent aussi, même si c'est parfois avec retard, une réalité. Ce n'est donc pas en cherchant à casser le thermomètre, fût-il imparfait, que l'on calmera la fièvre spéculative.

### La question du commerce intra-zone

Les pays de la zone euro ont, nous l'avons dit, des inflations structurelles très différentes. Il en découle une divergence importante de la compétitivité à l'intérieur de la zone que des dévaluations ne peuvent plus venir équilibrer. Les variations de volume des ventes en fonction des variations de prix<sup>1</sup> au sein de la zone

1. Ce que l'on appelle en jargon d'économiste les « élasticités-prix ».

euro ont même eu tendance à augmenter depuis 2000<sup>1</sup>. Ceci rend d'autant plus importants les effets de ces taux d'inflation sur la compétitivité de chaque pays. On dira alors que se trouve ici la justification de l'obsession de la BCE à unifier les taux d'inflation sur les pays de la zone. Mais, outre le fait qu'il s'agit comme on l'a vu au chapitre précédent d'un objectif impossible à atteindre, contraindre l'économie d'un pays à un taux d'inflation inférieur à son taux structurel a des conséquences importantes. Non seulement cela ralentit fortement la croissance (et donc maintient le chômage à un niveau élevé), mais cela perturbe aussi durablement les mécanismes de l'investissement et aboutit au bout de quelques années à une structure de l'appareil de production encore moins compétitive. Contraindre une économie à fonctionner en dessous de son taux d'inflation structurel induit donc un cercle vicieux de sous-développement qui, à la fin des fins, aboutit à une hausse de ce taux d'inflation structurel.

Calculé sur la base de l'indice des prix à la consommation, l'écart de compétitivité entre pays de la zone euro, qui était par construction de 0 % lors de la création de la zone, s'établit désormais à partir de l'Allemagne à plus de 20 % (Irlande), plus de 15 % (Espagne, Grèce), plus de 10 % (Belgique, Italie)<sup>2</sup>. Cependant, la compétitivité ne se mesure que très imparfaitement par l'indice des prix à la consommation. L'utilisation des prix à la production est une mesure qui apparaît déjà plus robuste car elle permet d'inclure les hausses de prix sur les consommations intermédiaires et sur les intrants nécessaires aux entreprises. On constate que les écarts de productivité entre pays de la zone euro sont encore plus grands en utilisant cet indicateur. L'écart absolu apparaît de 30 % entre l'Allemagne (pays où le niveau des prix est le plus faible) et l'Espagne. Ce pays est suivi par la Grèce (22 %), le Portugal, l'Irlande et les Pays-Bas

1. T. Bayoumi, R. Harmsen et J. Turunen, « Euro Area Export Performance and Competitiveness », *IMF Working paper*, Washington (D. C.), FMI, juin 2011.

2. Les observations de ces pages sont faites à partir de la base de données de l'OCDE.

(entre 18 % et 16 %), enfin la Belgique et la France (de 12 % à 10 %).

L'introduction des gains de productivité permet d'affiner encore le raisonnement. L'indice du coût salarial réel permet de mesurer la compétitivité de chaque pays de manière bien plus réaliste. Il fait intervenir, outre la hausse des prix, les gains de productivité de chaque pays qui peuvent dans certains cas compenser ces hausses de prix, mais aussi la totalité des coûts du travail et, en particulier, les charges qui pèsent sur le travail. On constate alors un écart de 25 % entre l'Allemagne d'une part et les pays comme l'Italie, l'Espagne ou la Grèce. Ceci revient à dire que l'Allemagne bénéficie d'un avantage de compétitivité d'environ 25 % par rapport à ces trois pays. De plus, de manière générale, l'Allemagne a un coût salarial réel inférieur de 15 % à la majorité des pays de la zone euro, et ceci alors que la productivité du travail en Allemagne est inférieure à celle de la France (de même que le temps de travail...).

Ce phénomène s'explique dans une très large mesure par une combinaison de faible inflation et par le transfert d'une partie du coût des charges sociales sur les ménages allemands, via les différents plans d'austérité qui ont été mis en place en Allemagne depuis 2001-2002. On comprend alors mieux l'énorme avantage compétitif que l'Allemagne a acquis sur l'ensemble des pays de la zone euro. Ce dernier se traduit par la constitution d'un énorme excédent commercial qui est largement concentré sur la zone euro (tableau 7).

En fait, l'excédent commercial de l'Allemagne sur la zone euro représente 60,5 % de son excédent total. Globalement, elle réalise 75 % de son excédent sur les pays de l'Union européenne. L'excédent de l'Allemagne a tendu en réalité à *se réduire avec les pays hors Union européenne* depuis 2002-2003, mais elle a compensé ces pertes par un *surcroît de compétitivité dans la zone euro*. On y voit l'effet de la politique menée par l'Allemagne, qui ne fut possible que parce qu'elle était la seule à la mener. Si tous les pays de la zone euro avaient eu une politique similaire, s'ils avaient tous ainsi déprimé leur consommation intérieure et tout misé sur les exportations, l'excédent commercial allemand aurait été bien

**Tableau 7**  
**Solde commercial de l'Allemagne en 2009,**  
**milliards d'euros**

	Exportations	Importations	Solde	Solde en % du total de la zone euro
France	81,94	54,56	27,38	33,1 %
Autriche	48,24	29,08	19,15	23,2 %
Belgique	42,16	29,24	12,91	15,6 %
Espagne	31,30	19,26	12,04	14,6 %
Italie	51,05	39,68	11,37	13,8 %
Grèce	6,66	1,85	4,80	5,8 %
Portugal	6,17	3,55	2,62	3,2 %
Luxembourg	4,65	2,85	1,80	2,2 %
Finlande	7,10	5,33	1,77	2,1 %
Total zone euro	347,94	268,21	79,75	

Source : données du commerce extérieur allemand (Wiesbaden, FSO, 2010).

moins fort mais – surtout – nous aurions connu une crise majeure dans la zone euro en raison de l'addition des politiques récessives sur la demande intérieure.

En fait, la zone euro apparaît comme l'instrument qui permet à l'Allemagne de maintenir sa politique néomercantiliste en dépit de la surévaluation de l'euro, en compensant les parts de marché qu'elle perd dans le reste du monde par ce qu'elle gagne sur ses partenaires de la zone euro qui ne peuvent dévaluer.

### Les effets des politiques d'ajustement

Il faut maintenant s'interroger sur les effets des politiques d'ajustements que les pays de la zone euro se sont engagés à

conduire pour tenter de réduire – ou à tout le moins de stabiliser – leurs déficits publics et le poids de leur dette en pourcentage du PIB. Ces politiques ont été en un sens confirmées et amplifiées par la proposition franco-allemande faite lors du sommet européen du 4 février 2011 et à nouveau par l'accord du 21 juillet 2011 sur le « sauvetage » de la Grèce.

La hausse des dettes, tant publiques que privées, est notable dès 2002 en particulier pour les pays du Sud de la zone. Elle tend à s'accélérer fortement avec la crise de l'automne 2008 et les différents plans de sauvetage des banques. Les pays de la zone euro ont annoncé leur intention de stabiliser le niveau de leur dette publique en pourcentage du PIB. Ceci implique cependant qu'ils puissent maîtriser tout à la fois le taux de croissance et l'évolution des intérêts payés sur la dette accumulée.

En fait, c'est bien la croissance qui apparaît comme le déterminant le plus important dans ce domaine, car dans tout rapport ce n'est pas seulement le numérateur, la dette, qui compte mais bien le dénominateur, le volume du PIB (tableau 8).

Le montant de la dette étant connu, ainsi que les intérêts payés par chaque État, on en déduit le solde à financer pour 2011. Compte tenu des prévisions de croissance faites pour chaque pays et des prévisions de hausse des prix, on peut calculer l'ampleur de l'excédent primaire<sup>1</sup> (ou du déficit) qu'il faudrait réaliser pour que la dette totale exprimée en pourcentage du PIB n'augmente pas. On compare alors ce dernier chiffre aux prévisions de déficit budgétaire. La différence entre les deux chiffres nous fournit l'ampleur de l'effort fiscal à réaliser pour tendre vers la stabilisation de la dette en pourcentage du PIB.

1. L'excédent primaire se définit comme la différence entre les ressources fiscales et parafiscales (hors emprunts) et les dépenses publiques hors intérêts de la dette. Il mesure donc l'équilibre budgétaire sur la base du fonctionnement durant l'année d'exercice et sans tenir compte du poids des dettes accumulées.

**Tableau 8**  
**Montant de l'ajustement budgétaire nécessaire**  
**à une stabilisation de la part des dettes publiques**  
**en pourcentage du PIB (tableau réalisé en juin 2011)**

	Montant de la dette fin 2010 en % du PIB	Ampleur du déficit en 2011	Déficit (-) ou excédent (+) possible pour assurer la stabilité de la dette	Idem, après révision des chiffres de croissance (base Commission Européenne)	Idem, après révision par les différents organismes de conjoncture économique	Choc budgétaire potentiel minimal	Choc budgétaire potentiel maximal
Allemagne	79,5	- 4,2%	- 1,9%	- 1,8%	- 1,6%	- 2,3%	- 2,6%
Belgique	102	- 4,9%	- 1,6%	- 1,6%	- 0,9%	- 3,3%	- 4,0%
France	82	- 7,6%	- 1,1%	- 0,7%	- 0,6%	- 6,5%	- 7,0%
Italie	118	- 5,1%	- 0,1%	0,7%	1,9%	- 5,0%	- 7,0%
Espagne	66	- 9,3%	1,1%	1,8%	2,6%	- 10,4%	- 11,9%
Portugal	86	- 7,3%	2,7%	4,1%	5,0%	- 10,0%	- 12,3%
Irlande	78	- 17,7%	2,2%	3,8%	4,7%	- 19,9%	- 22,4%
Grèce	136	- 8,5%	12,0%	13,8%	15,1%	- 20,5%	- 23,6%
Grèce (avec financement FMI)	136	- 8,5%	6,3%	8,0%	9,3%	- 14,8%	- 17,8%

Sources : Eurostat, Natixis, BNP- Parisbas, CEMI- EHESS.

Les montants de l'ajustement, estimés en pourcentage du PIB de chaque pays, qui ont été annoncés au second semestre 2010 ont été fondés sur des hypothèses de croissance qui déjà étaient irréalistes à l'époque. Tous les économistes savaient dès la fin de 2010 que la croissance ralentirait significativement au second semestre 2011. La correction nécessaire des chiffres de la croissance

pour 2011 mais aussi pour 2012 implique donc un choc d'ajustement, autrement dit une contraction des dépenses budgétaires et une hausse des impôts, sensiblement plus élevé. Des estimations contradictoires sont donc fournies en tenant compte d'une part des chiffres publiés par la Commission européenne (et qui sont largement optimistes) et d'autre part des chiffres corrigés tels qu'ils ont été publiés par Eurostat en juin 2011 ou par des organismes de recherche divers.

Les écarts se sont révélés d'autant plus importants qu'un plan d'austérité avait été mis en place. Ainsi, dans le cas de la Grèce, la dépression devrait atteindre - 5,5 % au lieu de - 3,6 %. Les montants de l'ajustement budgétaire restent tolérables pour l'Allemagne et la Belgique. Il n'en va pas de même pour les autres pays de la zone euro. Ainsi le plan d'austérité de 45 milliards que l'Italie vient de s'imposer le 13 août 2011 est-il *trop* restreint pour calmer réellement les marchés financiers, qui savent que la dette totale de l'Italie excède celle de la France et atteint les 1 950 milliards d'euros, mais déjà *excessif* par rapport à la demande intérieure. Il cassera immanquablement la croissance, déjà bien faible, de ce pays. Or, même si la dette italienne n'augmentait pas en 2012, les opérateurs de marchés savent qu'avec une baisse de son PIB le rapport dette publique/PIB continuera, lui, de s'accroître.

Si les pays réalisaient l'ajustement nécessaire pour sauver l'euro, le choc cumulé sur la conjoncture économique ne pourrait que réduire encore les perspectives de croissance, voire engendrer une nouvelle récession. Les recettes fiscales se réduiraient d'autant, et même encore plus en ce qui concerne la fiscalité indirecte qui est très sensible à l'activité économique. Ceci reposerait immanquablement le problème de la dette à brève échéance car une partie du gain enregistré sur la réduction des dépenses publiques serait annulée par la chute des recettes fiscales.

Il faut savoir que les opérateurs financiers ont les yeux rivés sur l'indicateur qu'est censé représenter le rapport dette publique/PIB.

Ce rapport est considéré, à tort ou à raison, comme un indicateur de la *solvabilité* du pays, autrement dit de sa capacité non pas tant à rembourser sa dette mais à continuer à payer les intérêts sur cette dernière. En fait, aucun État ne rembourse sa dette ; quand un emprunt arrive à maturité, l'État réemprunte pour le rembourser. Mais il s'engage à payer les intérêts. L'intérêt des prêteurs est donc que l'emprunteur soit suffisamment endetté pour que les taux d'intérêt soient élevés, mais pas au point qu'il ne puisse plus payer ces taux d'intérêt. Tout le monde sait que, en ce cas, il faut s'attendre à ce que l'on ait au mieux une *restructuration* de la dette (avec une baisse des taux d'intérêt négociée et un allongement de la durée des prêts) et au pire un *défaut*, c'est-à-dire l'annonce par le pays qu'il ne paiera pas tout ou partie de sa dette, comme le firent en leur temps la Russie (1998) et l'Argentine (2002). Cependant, le défaut n'implique pas seulement pour le prêteur une perte de revenu (les intérêts) mais surtout une dévalorisation de titres qu'il détient dans son bilan, l'obligeant alors à rééquilibrer ce dernier en augmentant ses fonds propres, ses « provisions pour pertes », ou à faire appel à des concours extérieurs pour se recapitaliser.

C'est pourquoi le rapport dette publique/PIB est si important. Pour que ce dernier se stabilise, il faudrait que le déficit public de l'année, calculé non en pourcentage du PIB mais en pourcentage d'accroissement de la dette déjà accumulée, soit du même ordre de grandeur (en pourcentage) que la croissance nominale. Ainsi, dans le cas de la France, et en admettant que l'on puisse atteindre l'objectif de déficit formulé dans le traité de Maastricht de 3 % du PIB en 2012, cela représenterait, par rapport aux 83 % du PIB de dette accumulée, un accroissement de 3,6 % ( $3 + 83 = 3,6$  %). Il faudrait donc, pour que le rapport reste inchangé, que notre croissance nominale s'établisse à 3,6 % ! Si l'on fait partir le raisonnement depuis la perspective de croissance, il est ainsi extrêmement probable qu'elle n'excédera pas 1 % au mieux. Le déficit devrait donc être de 0,83 % du PIB ( $83 \times 0,01 = 0,83$ ). Il est donc clair que

l'on ne connaîtra pas de stabilisation du rapport dette publique/PIB en 2012. En conséquence de quoi la spéculation va se renforcer.

Par ailleurs, la pauvreté et le taux de chômage, qui sont déjà très élevés dans certains de ces pays, ne vont pas cesser d'augmenter. Pour ce qui est du taux de pauvreté, il atteint désormais 25 % de la population en Grèce et devrait continuer de monter au vu des nouvelles mesures d'austérité annoncées jusqu'à 33 % voire 36 %<sup>1</sup>. Quant au taux de chômage, il atteint plus de 21 % officiellement en Espagne, près de 16 % en Grèce et au-dessus de 9 % en France et il va continuer de monter en 2011, pénalisant d'autant plus les pays qui ont une démographie relativement expansive. En fait, une défense à tout prix de l'euro passant par des tentatives radicales de stabilisation du rapport dette publique/PIB transformera l'Europe en une zone de régression sociale et de dépression économique généralisée<sup>2</sup>.

On doit ici signaler que cette défense de l'euro est d'autant plus illusoire qu'elle n'empêchera pas les agences de notation de dégrader la note des pays, et en particulier du nôtre. Il faut ici comprendre que ces agences ne vivent que parce qu'elles ont des clients et qu'elles doivent prévenir ces derniers des risques qu'ils courent sur les dettes qu'ils ont achetées. Certes, il y a une dimension politique dans la note attribuée à la dette d'une entreprise ou d'un État. Si l'entreprise peut être considérée comme *systémique*<sup>3</sup> ou si l'on est en présence d'un pays ayant un poids certain sur l'échiquier international, l'agence de notation préviendra l'entreprise ou le pays d'une dégradation à venir dans un délai pouvant aller de quelques semaines à plusieurs mois. Mais cela

1. M. Matsaganis et C. Leventi, « Inequality, Poverty and the Crisis in Greece », art. cit.

2. C. Lapavistas *et al.*, « The Eurozone Between Austerity and Default », *Research on Money and Finance*, septembre 2010, [www.researchonmoneyandfinance.org](http://www.researchonmoneyandfinance.org).

3. Une entreprise sera considérée comme *systémique* si toute modification de ses capacités de financement sur les marchés financiers internationaux est susceptible d'avoir des conséquences sérieuses sur l'économie du pays ou sur d'autres entreprises.

ne veut pas dire que les dégradations (ou les améliorations) des notes se font de manière totalement ni principalement arbitraire.

Ainsi la note de la dette d'un État va-t-elle tenir compte de l'évolution future de la dette, de l'évolution du PIB (et donc des perspectives de croissance) et de la capacité du gouvernement à mettre en œuvre sa politique. Ce n'est donc pas seulement le montant de la dette qui est pris en compte comme on le croit trop souvent. Si, pour stabiliser la dette, le pays entreprend un plan d'austérité qui va casser la croissance et provoquer une récession, l'agence s'inquiétera d'autant quant à la solvabilité future de ce pays. Si, de plus, les mesures mises en œuvre sont susceptibles de provoquer d'importants troubles sociaux qui pourraient conduire à ce qu'elles ne soient pas appliquées, l'agence s'inquiétera aussi. De ce point de vue, la dégradation de la note de l'Italie le 19 septembre 2011 était absolument normale dans la mesure où le plan d'austérité mis en place par le gouvernement Berlusconi va casser les perspectives (déjà bien faibles) de croissance dans ce pays. La récession que l'Italie va connaître du fait même de ce plan va entraîner une baisse des recettes fiscales qui va conduire à un déficit peu différent de ce que l'on aurait eu si le plan n'avait pas été mis en œuvre.

Il ne s'agit pas ici de dire que les pratiques des agences de notation sont entièrement transparentes ou apolitiques. Tout le monde sait qu'elles ont leurs préjugés, que ces derniers soient politiques ou idéologiques. Mais ces notations reflètent aussi, moyennant le filtre de ces préjugés, une réalité économique. Pré-tendre les renvoyer à la niche, sans offrir de solution alternative au financement par les marchés, n'a pas de sens.

Dès lors, il faut s'attendre à des dégradations en cascade pour l'hiver 2011-2012, dégradations qui pèseront à l'évidence sur la capacité des pays de la zone euro à trouver de l'argent sur les marchés financiers et qui rendront de ce fait la tâche d'un retour à une stabilité des dettes publiques encore plus difficile. Ces stratégies d'austérité sont donc incapables de réduire le poids

des dettes en pourcentage du PIB quand on voit les ordres de grandeur des ajustements budgétaires. Les candidats à l'élection présidentielle française de 2012 qui s'engagent en ce sens sont bien imprudents ou bien aventureux.

En fait, de la majorité au Parti socialiste, ces partis sont tous engagés dans une danse du ventre autour de la question du déficit public qui est en train de prendre l'aspect d'une danse macabre. Ils ne se rendent pas compte que les mesures qu'ils prévoient ne feront que plonger le pays dans une récession, voire une dépression, qui réduira à néant la totalité de leurs promesses, y compris celle du retour relativement rapide à un équilibre budgétaire. Le cercle vicieux déficits-austérité-nouveaux déficits est hélas bien connu de tous ceux qui ont étudié les crises financières de ces quinze dernières années. La crise russe de 1998 fournit de ce point de vue un excellent exemple<sup>1</sup>.

### **L'austérité, une réponse inadaptée à la crise qui menace**

Ces politiques d'austérité sont au mieux inefficaces, au pire fréquemment désastreuses quand il s'agit de résorber des déséquilibres massifs. Les effets dépressifs de ces politiques sur l'activité économique aboutissent à l'effet inverse de ce qui est visé. Les seuls pays qui ont réussi des stratégies de stabilisation sont soit ceux qui pouvaient compter sur un effet de rente, soit ceux dont la taille était tellement petite que la demande extérieure a pu se substituer à la demande intérieure sans trop de difficultés. De plus, la poursuite d'une stratégie massive d'ajustement par plusieurs pays, dont certains sont de taille importante, condamne à l'échec cette stratégie par les effets cumulatifs qu'elle entraîne.

On ne pourra donc pas stabiliser avant 2014, comme il est prévu par les gouvernements de la zone euro, la part des dettes

1. J. Sapir, *Le Krach russe*, Paris, La Découverte, 1998.

publiques en pourcentage du PIB, et ce, même en payant le prix d'une récession généralisée. Il faut avoir conscience que les efforts que l'on demande et que l'on demandera demain encore plus aux peuples des pays de la zone euro seront en réalité insuffisants pour atteindre l'objectif d'une stabilisation rapide du poids de la dette. Mais, par ailleurs, les politiques qui seront mises en œuvre pour tenter d'y arriver casseront tout espoir de croissance à partir du second semestre 2011. Ainsi arriverons-nous au début de l'année 2012 dans une situation profondément dégradée, qui se poursuivra en 2012 et très certainement en 2013. Les marchés financiers auront entre-temps amplifié leurs spéculations, et celles-ci se seront élargies aux banques et aux compagnies d'assurances des pays de la zone euro. Il est exclu que les pays qui ont déjà été victimes de cette spéculation (que ce soit la Grèce, l'Irlande ou le Portugal) puissent revenir en tant qu'emprunteurs sur les marchés, et ce quels que soient les espoirs qui avaient été placés sur un retour relativement rapide à la normale. Le retour vers les marchés financiers ne pourrait – au mieux – avoir lieu avant 2018 et interviendra probablement bien après. Mais, par ailleurs, des pays comme l'Espagne et l'Italie pourraient voir l'accès à ces mêmes marchés financiers leur être fermé.

Cela signifie que, pour une longue période, ces pays resteront dépendants des mécanismes mis en place par la zone euro et en particulier le FESF. Ce dernier devra donc être pérennisé. Il est en effet hautement probable que d'autres pays comme l'Espagne, l'Italie et peut-être la Belgique vont se retrouver dans une situation où ils devront payer des charges d'intérêt exorbitantes pour financer leurs déficits et la reconduction de leur dette à court terme. À la mi-septembre 2011, les taux d'intérêt de l'Italie ont déjà dépassé ceux de l'Espagne, qui sont pourtant déjà fort élevés. Ils devront donc eux aussi demander à bénéficier du FESF. Ce phénomène provoquera soit l'explosion du FESF, soit la nécessité de l'adosser à des mécanismes de transfert budgétaire. Le coût pour les pays pouvant contribuer à ces transferts, qu'il s'agisse de

l'Allemagne ou de la France, va alors monter rapidement. Ceci va se heurter à l'opposition résolue de l'Allemagne comme l'indique l'arrêt de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe de début septembre 2011.

Par ailleurs, la crise des banques européennes menace. Sans même tenir compte des effets d'un défaut probable de la Grèce qui impliquerait, outre une perte directe pour les banques, la mobilisation des lignes de produits dérivés liés à la dette grecque, ces banques connaissent depuis le début du mois d'août une chute vertigineuse de leur capitalisation boursière et des tensions grandissantes sur leurs liquidités. Les banques françaises détenaient, à l'été 2011 un total de 16,93 milliards d'euros de titres grecs (10,07 milliards), portugais (4,75) et irlandais (2,11). Mais les banques françaises ont acheté des assurances de crédits (les CDS) sur ces trois pays. Ces produits financiers ne figurant pas au bilan des banques comme on l'a expliqué plus haut, il est à cet égard difficile d'en tenir un compte exact. Un défaut de la Grèce seule, dans le cadre d'une remontée des réserves en capital sur les crédits (ce que l'on appelle le Tier 1<sup>1</sup>) à 9% qui est aujourd'hui souhaitée par les autorités européennes, exposerait le système bancaire européen à un besoin de recapitalisation<sup>2</sup> de près de 269 milliards d'euros. Ce besoin serait de près de 42 milliards pour les banques françaises et de 43 milliards pour les banques allemandes. Ceci

1. Ce que l'on appelle le ratio de capital Tier 1 correspond à la proportion du capital de base d'une banque (composé des actions de cette dernière et des réserves connues) divisé par la somme de ses actifs (crédits), chaque actif étant pondéré par le degré de risque qu'il porte. Le ratio Tier 1 est donc largement dépendant de la formule de pondération du risque, qui est établie en général par la banque centrale du pays suivant les indications du comité de Bâle sur la supervision bancaire. Il s'agit d'un ratio qui est réputé mesurer la résistance d'une banque face à des risques imprévus (les risques prévus étant censés être couverts par les provisions pour risques). Le ratio fut pour la première fois mentionné dans l'accord dit de Bâle I en 1998. Voir « International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards », *Basle Capital Accord*, Bâle, BRI, avril 1998.

2. Le besoin de recapitalisation est obtenu en calculant le coût total impliqué par le défaut grec diminué des provisions réalisées sur les bénéfices des banques. Il est donc *inférieur* au coût total d'un défaut grec.

ne tient pas compte de la situation des compagnies d'assurances qui, elles aussi, détiennent des quantités importantes d'assurances de crédit sur les pays considérés. Si nous intégrons l'Espagne à ce calcul, sous l'hypothèse cette fois de restructurations de la dette grecque à 70 % et de la dette espagnole à 33%, le besoin de recapitalisation atteint les 325 milliards d'euros, dont 42 milliards pour les banques françaises et 46 milliards pour les banques allemandes. Ici encore, on n'a pas tenu compte des besoins de recapitalisation des compagnies d'assurances.

On comprend alors pourquoi le FMI insiste pour que les banques européennes (et françaises) soient recapitalisées au plus vite. Il faut ici rappeler la responsabilité des gouvernements dans le mécanisme de cette crise. Avertis par les effets de contagion de la crise dite des *subprimes* aux États-Unis en 2007-2008, ils auraient pu réglementer les pratiques bancaires. En particulier, ils auraient pu limiter la circulation des assurances de crédit aux seuls opérateurs spécialisés dans les assurances sur des risques financiers. Ils ont certes beaucoup parlé, et notre président le premier, mais ils n'ont rien fait.

Au début du printemps 2011, quand la BCE et les différents pays ont décidé de pratiquer des « tests de résistance » (ou *stress tests*) sur les banques de la zone euro, autrement dit des tests évaluant la solidité de ces banques dans des situations de crises, pourquoi a-t-on décidé de ne pas inclure dans les hypothèses de ces tests un défaut d'un pays de la zone euro ? Cette décision que l'auteur avait alors dénoncée est à la fois une faute et un crime. Une faute, à l'évidence, dans la mesure où faire des tests de résistance n'a de sens que si l'on prend la pire des hypothèses, ne serait-ce que pour s'en prémunir. L'écarter au nom d'une eurobéatitude quelconque ou, plus prosaïquement, pour ne pas avoir à admettre qu'une telle question pourrait se poser à l'avenir est une insulte à l'intelligence. Elle démontre l'ampleur du déni de réalité dans lequel s'étaient enfermés nos dirigeants. Mais on pourrait aussi considérer que cette décision est un crime. S'il s'avère que c'est

en toute conscience que l'on a décidé de ne pas inclure l'hypothèse d'un défaut d'un pays de la zone euro dans ces tests, alors les responsables d'une telle décision ont pris la responsabilité de laisser les autorités sans aucune référence quand ce que l'on prétendait impossible va probablement se matérialiser. C'est bien à l'équivalent d'un crime de *haute trahison* que l'on est confronté.

## L'impasse tragique de l'austérité et de la déflation

Nous faisons donc face à une crise qui désormais s'accélère.

Les pouvoirs politiques se livrant à ces stratégies de déflation ne peuvent qu'en être fragilisés. Ces politiques sont, toutes choses étant égales par ailleurs, les mêmes que celles que l'on mena et dont les effets furent désastreux lors de la crise des années 1930<sup>1</sup>. Que se passa-t-il alors ? Tous les pays cherchèrent à réduire leurs dépenses publiques dans des proportions souvent considérables. Les conséquences de ces stratégies furent tout à fait désastreuses. Rappelons-nous que ce ne fut pas l'inflation qui servit à Hitler de marchepied vers le pouvoir mais bien la politique de déflation que menèrent les autorités allemandes sous la houlette du chancelier Brüning à partir de 1930<sup>2</sup>.

Déflation donc, voici le mot lâché ; il mérite quelques explications. La théorie économique nous dit que les prix relatifs sont plus importants que les prix « absolus ». Par prix relatifs, il faut entendre ce que vaut une chose par rapport à une autre. Le principe de la déflation est que si l'on fait baisser, par exemple de 10 %, les

1. Politiques qui furent celles du chancelier Brüning en Allemagne, du gouvernement d'union nationale de Ramsey MacDonald au Royaume-Uni, de Pierre Laval en France.

2. Heinrich Brüning est nommé chancelier le 28 mars 1930 à la tête d'un gouvernement minoritaire des partis de centre-droit, mais avec l'appui du SPD. Son premier plan d'austérité ayant été rejeté par le Bundestag, il dissout ce dernier en juillet 1930. Après les élections, qui montrent une percée des nationaux-socialistes d'Hitler, il tente de gouverner (second cabinet Brüning) à l'aide de décrets-lois pour imposer une politique de déflation.

salaires de manière autoritaire, tous les autres prix vont augmenter, y compris les profits que la théorie considère comme des « prix ». Mais cette augmentation ne sera que « relative ». En fait, les prix absolus ne vont pas bouger. Dès lors, si à la baisse des salaires correspond une baisse des autres prix, cette fois ce sont les prix relatifs qui ne bougent pas tandis que les prix « absolus » eux diminuent. Si maintenant l'on étend le raisonnement sur deux pays, dans celui où l'on a baissé les prix, les revenus et les profits n'ont pas changé mais, relativement à l'autre pays, il y a bien eu une baisse de 10 % et la compétitivité a été augmentée de 11 % (eh oui,  $100 + 90 = 1,11$ ). Telle est la base théorique sur laquelle s'appuient les pratiques de la déflation. Si tout le monde accepte de baisser son revenu en même temps, personne n'y perd dans le pays et, par contre, tous y gagnent en compétitivité vis-à-vis du voisin...

Mais la réalité est bien plus complexe que cela. Tout d'abord, les dettes ne peuvent pas être diminuées aussi arbitrairement que les salaires. Or si vous avez un revenu de 100 et une dette de 60, sur laquelle vous payez un intérêt de 10 % (soit 6), cela équivaut à un prélèvement de 6 % ( $6 + 100$ ) sur votre revenu. Admettons que votre revenu doive baisser de 10 % (de 100 à 90). Dès lors, vous continuerez à payer 6, mais ceci désormais représentera 6,66 % de votre revenu, soit un alourdissement de 11 %.

De même, une entreprise dépense pour chaque unité produite 50 en matières premières, 5 en salaires et prend 5 en profit, pour un prix total de 60. Si le salaire baisse de 10 % alors que les matières premières ont déjà été payées, le prix ne sera ramené qu'à 59. Admettons que le profit soit aussi baissé de 10 % et soit égal à 4 ; on atteint dès lors 58. Le prix du bien n'aura donc baissé que de 2, soit 3,33 %. Mais les salaires et les profits ayant été baissés de 10 %, la baisse du revenu global est donc bien plus forte que la baisse des prix. La demande se contracte donc, sans même évoquer le poids accru des dettes passées. Si la demande se contracte plus vite que les prix de production, on a surproduction relative et l'économie doit réduire sa production, donc mettre

des travailleurs au chômage. Mais la mise au chômage de ces travailleurs se traduit par une nouvelle baisse de la demande, qui sera supérieure à la baisse des prix des produits qui est alors induite par la surproduction relative. Donc, à nouveau, nous connaissons un écart entre la demande solvable (la somme des salaires et des profits) et le montant de la production (le nombre de produits multiplié par le prix de ces derniers). Une nouvelle baisse de production et de nouvelles mises au chômage adviendront. En théorie, rien n'empêche alors la production de continuer à baisser jusqu'à l'arrêt total de toute activité économique.

Enfin, il faut, dans le monde réel, tenir compte du fait que certains ajustements sont plus rapides que d'autres. Les baisses de revenus nominaux des salariés sont ainsi plus rapides que les baisses des profits et des loyers. Même si, à long terme, on peut admettre une baisse générale de *tous* les revenus nominaux assurant une stabilité des revenus relatifs, dans le cours du processus le fait que certains revenus s'ajustent plus rapidement que d'autres a des effets profondément destructeurs sur l'activité économique et l'emploi. Ces effets transitoires aboutissent à déformer le processus et à faire qu'à sa fin il y a bien eu une baisse significative et durable de la production. C'est pourquoi la dévaluation est préférable à la déflation.

Ces effets se manifestèrent au grand jour dans les années 1930, en particulier dans la politique du chancelier Brüning. En Allemagne où la politique de déflation fut menée le plus brutalement, le revenu moyen des personnes employées dans l'industrie baissa de 14 % de 1929 à 1932<sup>1</sup>. Mais, dans le même temps, le nombre de chômeurs passa de 13 % en 1929 à 43 % en 1932, autrement dit la demande des salariés de l'industrie baissa de 1929 à 1932 en réalité de 44 %<sup>2</sup>.

1. I. Svernilson, *Growth and Stagnation in the European Economy*, Genève, Nations Unies, Commission économique pour l'Europe, 1954, p. 39.

2. *Ibid.*, p. 31. Le calcul se fait en multipliant le nombre de travailleurs employés, soit 87 % en 1929 contre 56 % en 1932, par le volume du revenu moyen dans l'industrie, soit 100 en 1929 et 86 en 1932.

La politique de Brüning consista donc, dès 1930, en une forte baisse des allocations chômage, accompagnée d'une baisse du salaire des fonctionnaires de 10% et d'une hausse des impôts et des cotisations sociales. Mais, en 1931, on se rendit compte que le déficit budgétaire n'avait pas été réduit, bien au contraire. Tous les salaires furent baissés de 6%, l'allocation chômage fut encore réduite et le nombre de personnes en bénéficiant drastiquement diminué par la suppression de cette allocation pour les femmes. Ces mesures aggravèrent considérablement la crise et Brüning dut démissionner le 30 mars 1932. Mais le mal était fait, comme le montrèrent les succès électoraux du NSDAP, le parti d'Hitler, aux élections de 1932<sup>1</sup>.

Le travestissement de l'histoire monétaire allemande auquel s'est livrée la Bundesbank dans les années 1950 et 1960 visant à présenter l'inflation comme la cause véritable de l'accession de Hitler au pouvoir ne change rien à l'affaire ni à la vérité historique. Or c'est exactement à la répétition de ces politiques d'austérité et de déflation que se réduit la seule stratégie que les dirigeants de la zone euro ont été capables d'imaginer. On ne saurait imaginer de choix plus tragique mais aussi plus stupide.

Cette politique d'austérité brutale pourrait être admise sur deux ou trois ans par les électorats des pays concernés si elle portait en elle l'espoir de déboucher sur une période de forte croissance. Mais il n'en est rien. Au mieux cette austérité débouchera-t-elle sur une croissance faible, bien incapable de résorber le chômage. De plus, il n'est nullement évident qu'il en aille de même d'une telle politique s'étendant sur une période de six à sept ans. L'avenir des pays de la zone euro semble sombre et incertain.

Tel est le prix qu'il nous faudra payer pour tenter de sauver la monnaie unique si l'on suit la pente sur laquelle nous sommes

1. H. Morsel, « La grande crise du monde capitaliste », in P. Léon (dir.), *Histoire économique et sociale du monde. Guerres et crises, 1914-1947*, Paris, Armand Colin, 1977, p. 316.

engagés. On le voit aujourd'hui, c'est bien l'euro *contre* les Européens et, en définitive, contre l'Europe.

Un souverainiste cynique devrait donc se réjouir de voir les gouvernements s'engager dans cette voie qui ne manquera pas de les conduire au naufrage de la construction européenne. Mais le cynisme est porteur de catastrophes collectives et je me refuse personnellement à la politique du pire. Cette stratégie de la course à l'austérité va s'avérer profondément inefficace. La crise, alimentée par un probable défaut de la Grèce et par la dégradation de la situation de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal, va reprendre à l'hiver 2011. Elle culminera au premier semestre 2012. Elle rendra indispensable un engagement du FESF au profit de l'Espagne et de l'Italie, et ce pour des montants considérables.

L'Espagne, rappelons-le, est la quatrième économie de la zone euro et l'Italie la troisième. Les montants en jeu sont sans commune mesure avec ceux, pourtant importants, qu'il a déjà fallu déboursier pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande. La dette italienne en particulier atteint désormais 1 950 milliards d'euros.

Il faudra, outre le défaut de la Grèce (ou à tout le moins une annulation massive de sa dette, ce que l'on nomme dans l'argot des marchés financiers un « *haircut* »), faire face à une restructuration des dettes portugaise et irlandaise. Le défaut, soit le non-remboursement de tout ou partie du principal de la dette et/ou des intérêts, et ce quel que soit le nom que l'on veut bien lui donner, apparaît désormais comme la solution logique et pratiquement inévitable. Mais il signifiera probablement ce que l'on appelle un *événement de crédit* et déclenchera avec lui l'activation des assurances de crédits, les CDS, dont les comptes hors bilan des banques et des compagnies d'assurances européennes sont remplis. Cette activation va impliquer une telle charge financière sur les banques et compagnies d'assurances que ces dernières pourraient à leur tour faire défaut. Rappelons-nous que lors de la crise provoquée par la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis, la plus grande firme d'assurances du pays, AIG, n'avait dû sa survie qu'à une action

immédiate de l'État et de la Réserve fédérale. C'est ce que l'on appelle un *risque systémique* et c'est bien ce qui terrorise la BCE.

Notons que des stratégies de restructuration avaient été proposées dès le second semestre 2010. Mais ce fut pour être rejetées tant par les pays considérés que par les responsables de la zone euro. S'il faut, malgré tout, dans ces conditions procéder à ces restructurations, on imagine aisément ce qui restera de la crédibilité de la zone euro... La perte de crédibilité des dirigeants mais aussi des institutions sera alors à la hauteur des affirmations tonitruantes qui ont été faites durant le cours des années 2010 et 2011. On peut d'ailleurs penser, à voir comment les marchés financiers réagissent aux déclarations d'Angela Merkel et de Nicolas Sarkozy depuis l'été 2011, que c'est exactement ce qui est en train de survenir<sup>1</sup>. En fait, après avoir nié l'évidence, on admet aujourd'hui qu'une restructuration importante de la dette grecque est indispensable. De même, après avoir nié l'évidence quant au besoin de recapitalisation des banques, on se prépare à l'admettre.

Si une restructuration doit avoir lieu dans un ou plusieurs pays, il faut savoir qu'il vaut mieux d'une part qu'elle soit importante, afin de libérer le pays du poids de la dette, et d'autre part qu'elle s'accompagne d'une sortie de l'euro. Cette dernière permettra une forte dévaluation de la monnaie de ces pays pour qu'ils puissent reconstituer leur compétitivité. Ceci provoquera un choc, mais il ne sera pas supérieur à celui qui suivra les politiques de déflation menées aujourd'hui. Par contre, cette dévaluation permettra à ces économies de retrouver des perspectives de croissance à relativement court terme.

Autrement, si le défaut doit avoir lieu *dans* la zone euro, la diminution de la dette obtenue par ce défaut ou cette restructuration ne sera que provisoire. Confrontés aux mêmes problèmes

1. Voir J. G. Neuger et S. Kennedy, « Merkel-Sarkozy Plan Disappoints Investors », Bloomberg, 17 août 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-08-17/merkel-sarkozy-debt-proposal-shuns-steps-investors-sought-to-calm-markets.html>.

de compétitivité que dans les années passées, les pays concernés se verront contraints de poursuivre leur politique d'austérité (ou de déflation) et s'engageront dans une infernale spirale dépressive, tandis que dans le même temps ils seront dans l'incapacité d'équilibrer leurs finances publiques. Ou alors ils essaieront de relancer leur économie et un déficit réapparaîtra immédiatement, reconstituant rapidement le niveau antérieur de leur dette. Ou encore on assistera à une combinaison de ces deux scénarii.

Une restructuration faite à l'intérieur de la zone euro, qui est le scénario privilégié dans certaines capitales dont Berlin, apparaît comme une solution qui, serait très hasardeuse d'un strict point de vue économique<sup>1</sup> et n'éliminerait nullement la cause de l'endettement. Il faudrait que ces États fassent baisser la valeur de leurs salaires dans des proportions considérables s'ils veulent reconstituer leur compétitivité. Or toute baisse des salaires nominaux entraîne mécaniquement un alourdissement du poids de la dette sur les ménages, et celle-ci est déjà élevée au Portugal et non négligeable en Grèce. Cette politique revient en réalité à transférer sur ces derniers une large partie du poids de la réduction de la dette publique. Les coûts sociaux d'une telle politique seraient tels qu'elle serait très probablement impossible à mener dans les délais qui sont impartis aujourd'hui<sup>2</sup>, du moins dans des cadres démocratiques. Il faut donc comprendre que ce n'est pas seulement à une misère sans espoir que l'on condamne les peuples de ces pays mais aussi à la perte de leurs libertés, soit par le transfert de leur souveraineté vers des technocrates de Francfort ou de Bruxelles, soit par l'émergence d'un quelconque dictateur national.

Il y a là une atroce dérision de l'Histoire. L'Europe a représenté

1. Il est clair qu'une restructuration provoquerait l'activation des assurances de crédit, les CDS, et un choc dans le système financier peut différer d'un défaut, soit une restructuration non négociée.

2. C. Lapavistas *et al.*, « The Eurozone Between Austerity and Default », art. cit. Voir aussi P. Leao et A. Palacio-Vera, « Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone? », art. cit.

pour le peuple grec, le peuple portugais et le peuple espagnol l'espoir d'un retour à la démocratie dans les années 1970. Elle se prépare à leur en ôter si ce n'est l'apparence, du moins la réalité.

La seule stratégie praticable pour reconstituer rapidement la compétitivité de ces pays est alors de quitter la zone euro. Mais cette stratégie est la seule qui permette à ces pays de considérer que les efforts qu'ils feront ne seront pas vains et, par là, de conserver à leurs systèmes politiques la légitimité populaire nécessaire au maintien de la démocratie.

### **La proposition franco-allemande du 4 février 2011 et ses suites**

Devant la montée de la crise, que l'on pressentait déjà en décembre 2010 et janvier 2011, et soi-disant pour prévenir la répétition d'une telle situation, la France et l'Allemagne avaient fait de concert, le 4 février 2011, des propositions communes pour un « pacte de compétitivité ». Ce pacte a d'ailleurs été renouvelé lors de la rencontre entre le président Nicolas Sarkozy et la chancelière Angela Merkel, le 16 août 2011.

Mais l'on sait bien à quoi se réduisent ces rencontres. Elles aboutissent en réalité à un alignement sur les positions de l'Allemagne, à une capitulation, certes dans les formes mais sur le fond sans condition. En l'occurrence, ce n'est pas la proposition d'instaurer une taxe marginale sur les transactions financières ou d'harmoniser la fiscalité des entreprises qui ont changé grand-chose au problème. La première proposition n'est valable qu'appliquée à l'échelle mondiale. Dans le cadre de l'Europe seule, ce sont, on le répète, des contrôles sur les mouvements de capitaux et l'interdiction de certains types d'opérations qu'il faudrait instaurer si l'on veut véritablement s'opposer à la spéculation. Et l'on sait bien que l'Allemagne y est opposée. La seconde proposition est elle aussi de pure forme. Le problème de la concurrence

fiscale ne se pose pas avec l'Allemagne mais avec l'Irlande et le Luxembourg (entre autres). Il faudrait alors que cette harmonisation s'accompagne de menaces de droits de douanes sur les produits des compagnies qui, alors, seraient tentées de délocaliser leur siège social. Ici encore, on sait que l'Allemagne ne veut pas entendre parler de ce genre de mesure.

La nouvelle rencontre du 16 août 2011 n'a ainsi rien apporté de concret, si ce n'est dans le domaine de la politique intérieure où elle a permis tant à Mme Merkel qu'à M. Sarkozy de faire des effets de manches en direction de leur électorat. Sur le fond, cette réunion s'est bornée à réaffirmer un peu plus le principe du « pacte de compétitivité » de février 2011. Il vaudrait mieux d'ailleurs l'appeler « Diktat de récession », car c'est très exactement ce à quoi il conduira.

Notons que ce pacte n'a pas donné lieu à un texte commun. Par contre, il est à l'origine d'une stratégie de communication quelque peu déroutante. Ni les peuples ni les représentants du peuple n'en ont été avertis, que ce soit en Allemagne ou en France. Mais nous avons eu droit à des rumeurs et des informations sur les grandes orientations d'un tel pacte de compétitivité qui ont été distillées à petites doses par les agences de presse nationales DPA et AFP, puis par une tribune publiée dans *Le Monde*, en date du 4 février 2011, par le ministre des Finances allemand, Wolfgang Schäuble.

En fait, le communiqué commun<sup>1</sup> qui fut publié à l'occasion du sommet européen de février 2011 ne parle pas d'un quelconque mandat confié au Conseil Ecofin (les ministres des Finances de la zone euro) afin de parvenir d'ici le mois de mars à une orientation générale concernant la gouvernance économique. On sait pourtant que cette orientation fut établie en concertation avec la Commission et devait donner naissance en juin 2011 à des

1. Note de transmission – Conclusions, CO-EUR 2/Concl-1, Bruxelles, secrétariat général du Conseil, 4 février 2011.

mesures votées au Parlement européen visant à renforcer le pacte de stabilité et de croissance. Mais ces mesures, par ailleurs fort néfastes, sont restées bien en deçà des problèmes à résoudre. Ce communiqué renvoie alors à la déclaration des chefs d'État ou de gouvernement des pays de la zone euro, qui s'engagent à rendre plus efficace le FESF et à poursuivre la bonne mise en œuvre des programmes existants en Grèce et en Irlande.

Cette résolution affichée cachait mal les divisions entre l'Allemagne et ses partenaires. Les orientations de ce « pacte » restent d'une grande incertitude dans leur détail, même si quant au fond on voit bien ce qui se profile.

- Des objectifs communs en matière d'âge de départ à la retraite avec alignement sur l'Allemagne (67 ans)<sup>1</sup>.
- Une suppression des mécanismes d'indexation des salaires (mécanismes existant en Belgique, au Luxembourg et au Portugal).
- Des objectifs concernant les dettes publiques.
- Des plafonds contraignants en matière de dette publique (une « constitutionnalisation » des limites en pourcentage du PIB) qui ont par la suite donné lieu à la manipulation en France du principe d'une « règle d'or ».

Ces mesures organisent en réalité une nouvelle phase de régression sociale combinée à une aggravation de la régression démocratique qui est déjà importante. On veut imposer aux populations le « gouvernement par les règles » et non celui par le peuple pour faire passer des mesures très impopulaires.

Mais les contradictions implicites de ce « pacte » n'ont pas manqué d'éclater très rapidement. Non seulement de nombreux pays se sont élevés contre des mécanismes qui étaient attentatoires

1. Comme le Premier ministre français, François Fillon, en a fait la proposition le 22 septembre 2011.

à leur souveraineté, mais – et ceci est plus étonnant – on a aussi vu le président de la Commission, José Manuel Barroso, protester devant une mesure qui lui semble devoir accentuer l'incohérence de la politique européenne<sup>1</sup>.

Plus généralement, on doit s'interroger sur le sens de cette proposition commune. Elle vise à étendre aux autres pays la politique suivie par l'Allemagne, autrement dit à constituer cette dernière en « modèle » économique général dont l'Europe devrait s'inspirer. Une telle politique est très discutable et ne saurait correspondre aux intérêts de la France. Rappelons que les deux pays ont des structures extrêmement différentes, que ce soit en termes d'économie ou de démographie. Mais, plus encore, c'est bien cette notion de « modèle allemand », qui suppose que l'on puisse appliquer à d'autres pays les recettes utilisées en Allemagne, qui pose un redoutable problème.

### L'illusion d'un modèle allemand

La stratégie suivie par l'Allemagne a certes les apparences d'une stratégie gagnante. Mais elle est clairement insoutenable à terme comme on a pu le constater plus haut. L'Allemagne ne peut appauvrir constamment ses voisins en se refusant à développer son propre marché intérieur et espérer continuer à croître. Si sa politique a aujourd'hui les *apparences* de la rigueur, son succès ne repose que sur le fait que les autres pays ont adopté une autre stratégie qu'elle. En cherchant à les forcer à l'imiter, l'Allemagne se condamne en réalité inéluctablement à la récession. Cette stratégie n'est donc pas reproductible dans d'autres pays. Elle ne saurait constituer un « modèle ».

Le « modèle » allemand, dont on parle à loisir en France depuis

1. « Le "pacte de compétitivité" germano-français s'invite en vedette au Conseil européen », Europaforum Luxembourg, 4 février 2011, <http://www.europaforum.public.lu/fr/actualites/2011/02/cc-competitivite/index.html>.

près de trente ans, n'existe en effet que dans l'imagination de ses partisans. Si l'on regarde la période récente, on constate que de 1998 à 2010 l'Allemagne a perdu des emplois industriels (passés de plus de 23 % du total à moins de 19 % de la population active, qui a elle-même stagné) et la part de la valeur ajoutée en provenance du secteur manufacturier a sensiblement baissé, passant de près de 24 % à un peu moins de 21 % de 2006 à 2010. Le maintien d'un flux important d'exportations, qui était cependant nécessaire pour compenser la montée considérable des importations (de 29 % à 49 % du PIB de 1998 à 2010<sup>1</sup>), n'a été possible qu'en exploitant les économies de ses voisins. En fait, le solde du commerce extérieur de l'Allemagne est devenu négatif vis-à-vis d'une partie des pays émergents (Chine, Inde) et l'excédent s'est beaucoup réduit par rapport aux autres pays, bien entendu hors de l'Union européenne et surtout de la zone euro. Que l'excédent réalisé dans le commerce avec les États-Unis soit du même ordre de grandeur que dans celui avec l'Autriche indique bien la perte de compétitivité de l'Allemagne, sauf vis-à-vis des pays de la zone euro, là où cet excédent ne cesse de croître.

Bien sûr, les dépenses consacrées aux activités de recherche et développement sont en Allemagne plus importantes qu'en France (2,60 % du PIB contre 2,10 %). Mais l'écart est relativement faible et ne saurait tout expliquer. Il faut d'ailleurs noter que notre pays se trouve dans une situation intermédiaire entre des pays d'Europe où ces dépenses sont faibles (1,85 % au Royaume-Uni, 1,21 % en Espagne, 1,16 % en Italie) et des pays où ces dépenses sont plus élevées (2,80 % aux États-Unis, 3,50 % au Japon)<sup>2</sup>. L'avantage de l'Allemagne se trouve, pour l'essentiel, dans les profits importants que réalisent ses entreprises industrielles. Mais elles ne le font que par l'utilisation massive du réservoir de main-d'œuvre à bon marché que représentent les pays de l'Europe de l'Est et

1. Source : Datastream.

2. Source : OCDE, *Les Principaux Indicateurs de la science et de la technologie*, Paris, 2009.

de l'Europe centrale. Les salaires pratiqués par les pays que l'on appelle les « nouveaux entrants » et les salaires pratiqués dans ceux dits du « cœur historique » de l'Europe restent en effet très différents, en dépit de gains de productivité importants réalisés chez les « nouveaux entrants ».

On comprend que l'Allemagne, du fait de sa position géographique au cœur de l'Europe depuis la « chute du Mur », puisse sous-traiter une part de plus en plus importante de sa production industrielle dans ces pays. Ceci ne doit pas cacher néanmoins le basculement, suivant l'expression consacrée, du « *made in Germany* » au « *made by Germany* ». Il fut un temps dissimulé par la chute des demandes d'emploi qui est due à la baisse de la natalité. Pourtant, la réalité du phénomène est indéniable. Ce processus de désindustrialisation a eu des conséquences importantes sur le modèle social allemand, brutalement remis en cause depuis maintenant un peu plus de dix ans. On constate alors un écart grandissant du salaire horaire entre l'Allemagne et ses partenaires, dû essentiellement à la diminution des charges patronales et à leur remplacement par une augmentation de la TVA.

Il faut alors souligner que ce type de politique ne peut être imité par les autres pays. Si d'aventure, dans les principaux pays de la zone euro, on avait adopté une politique similaire dès 2002-2003, la contraction de la demande interne aurait provoqué, comme on l'a déjà expliqué, une crise généralisée en Europe. Cette crise aurait provoqué à son tour une contraction du commerce extérieur, et ni l'Allemagne ni aucun autre pays n'y aurait retrouvé ses petits !

En fait, c'est avant tout parce que ses partenaires ont mené des politiques différentes d'un point de vue fiscal et budgétaire pour soutenir leurs marchés intérieurs que l'Allemagne a pu se permettre de mener la politique qui fut la sienne et peut se targuer, mais seulement en apparence, de récolter aujourd'hui les fruits de sa rigueur. *La politique de l'Allemagne a été en réalité une politique de défection par rapport à ses partenaires. C'est cette politique*

qui a, pour partie, donné naissance au problème de la dette souveraine. Les Allemands froncent les sourcils en observant les « cueilleurs d'olives » de l'Europe du Sud. Mme Merkel n'hésite pas d'ailleurs à faire subir aux statistiques les derniers outrages pour « prouver » que l'on travaille plus en Allemagne qu'ailleurs, ce qui est notoirement faux. Les Allemands sont tout aussi responsables de la crise actuelle que le laxisme fiscal de la Grèce, que la financiarisation et la bulle bancaire le sont de la crise irlandaise, que la spéculation immobilière l'est de la crise espagnole et portugaise. Ils ont d'ailleurs encouragé ces dysfonctionnements par leur propre politique.

Ce qui semble au premier abord une politique gagnante ne saurait être étendu au reste de l'Europe et, en particulier, en France. Les entreprises allemandes, qui faisaient des profits plus importants que les entreprises françaises pour les raisons expliquées plus haut, ont eu un taux d'auto-investissement nettement plus élevé. On s'en émeut dans notre pays. Pour égaler ce taux, le gouvernement français ne cessa d'exonérer d'impôts les entreprises (les fameuses « niches fiscales »), et d'inventer des mécanismes d'aide. Ne voulant pas casser la croissance en raison de l'arrivée sur le marché du travail de cohortes générationnelles plus nombreuses qu'en Allemagne, il a maintenu une expansion du marché intérieur plus importante qu'en Allemagne. Pour réaliser tout cela, il a dû accepter un déficit budgétaire plus important que celui de son voisin outre-Rhin.

L'Allemagne est aussi moins sensible au phénomène des délocalisations car, d'une part, elle conserve encore un tissu industriel plus dense qu'en France pour des raisons historiques et, d'autre part, l'emploi industriel tend à diminuer pour des raisons démographiques. L'Allemagne peut ainsi tout à la fois perdre des emplois industriels en grand nombre et voir son chômage baisser !

Il serait donc suicidaire pour la France de vouloir imiter l'Allemagne. C'est pourtant ce à quoi, dans notre pays, nous invitent

des voix trop nombreuses, dans lesquelles on ne peut que discerner les échos de Munich et les remugles de pétainisme.

### L'impasse de la constitutionnalisation des règles budgétaires et le mensonge de la « règle d'or »

Les auteurs du « pacte de compétitivité » mettent leurs espoirs dans la « constitutionnalisation » de règles budgétaires. Cette mesure est pourtant grosse de catastrophes futures, comme le montre l'expérience historique.

La lettre envoyée par le président Nicolas Sarkozy le 26 juillet 2011 aux députés et sénateurs français pour les enjoindre de voter l'inscription de la « règle d'or » de l'équilibre budgétaire dans la Constitution illustre cette tendance. Des économistes s'en sont même fait les chantres<sup>1</sup>, et il n'est pas jusqu'à des hommes politiques qui se disent d'opposition pour l'approuver!

La volonté de mettre des règles économiques hors d'atteinte du pouvoir politique est une vieille antienne dans l'histoire politique récente<sup>2</sup>. C'est une démarche que l'on retrouve à la fois dans les tentatives récentes aux États-Unis d'inscrire l'interdiction du déficit budgétaire dans la Constitution ou en Allemagne dans les considérations monétaires gravées dans la Loi fondamentale. Mais elle repose tout d'abord sur une idée fautive, une compréhension erronée de ce qu'est une constitution.

Dans une constitution, en effet, on trouve à la fois des clauses structurelles et des clauses de droit<sup>3</sup>. Les clauses structurelles sont

1. Comme Gilles Raveaud, sur Mediapart, le 17 septembre 2011, qui semble avoir oublié les impasses tant théoriques que pratiques de la législation par des « règles », <http://blogs.mediapart.fr/edition/les-invites-de-mediapart/article/160911/adopter-la-regle-dor-pour-sortir-des-faux-debats>.

2. Elle commence en fait chez F. A. Hayek dans *La Route de la servitude* (1944), Paris, PUF, 1985.

3. C. R. Sunstein, « Constitutions and Democracies: An Epilogue », in J. Elster et R. Slagstad, *Constitutionalism and Democracy* (1988), Cambridge, Cambridge University Press, 1993, p. 327-356.

des règles organisatrices qui évitent que certaines questions ne soient interminablement rediscutées à chaque occurrence. Ces règles dépendent cependant du contexte dans lequel elles ont été prises. Ceci était bien vu par des auteurs, comme Thomas Jefferson ou John Locke, pour qui les décisions d'une génération ne pouvaient enchaîner la suivante<sup>1</sup>. Les clauses de droit visent quant à elles à exclure du choix majoritaire certaines décisions dans le dessein de protéger les droits individuels. Mais cette idée ne saurait s'appliquer à des règles budgétaires qui concernent directement ce lien politique et social fondamental que constitue le consentement à l'impôt. Rien ne justifie donc une telle mesure, qui n'est qu'un gadget de politicien visant à semer la discorde chez ses principaux adversaires.

Ensuite, vouloir limiter l'action discrétionnaire du gouvernement en matière budgétaire est une idée fort dangereuse. Elle peut conduire à la catastrophe, comme le montre l'exemple de l'Autriche dans les années 1920 et 1930<sup>2</sup>. Ce pays avait connu immédiatement après le premier conflit mondial une grave crise hyperinflationniste. Les gouvernants autrichiens avaient cru bon de devoir introduire dans la nouvelle constitution du pays l'interdiction de tout déficit budgétaire. Cependant, en 1930, le système bancaire autrichien connut une crise grave. Le gouvernement autrichien fut ainsi obligé de recapitaliser dans l'urgence en 1931 le principal établissement financier, la Kredit Anstalt, affaiblie à la suite du rachat malavisé d'une autre banque, la Bodenkreditanstalt. Il n'y avait à cela rien que de plus normal et cette mesure était parfaitement nécessaire à la crédibilité du système des paiements. Seulement, pour prendre une telle mesure, le gouvernement autrichien dut prévoir en cours d'exercice des

1. T. Jefferson, « Notes on the State of Virginia », in *Writings*, edited by M. Peterson, New York, Library of America, 1984 ; J. Locke, *Two Treatises of Governments*, New York, Mentor, 1965, t. II, chap. 8.

2. A. Schubert, *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge, Cambridge University Press, 1991.

dépenses supplémentaires. Il chercha alors la somme, pour l'époque énorme, de 14 millions de dollars américains mais ne put en trouver que la moitié sur la place de Londres. Pour faire face aux échéances, il fallut procéder à un déficit. Ceci impliquait alors d'enfreindre la Constitution. Pour ne pas provoquer de crise politique, le gouvernement décida de tenir secrète cette décision. Mais le secret fut naturellement éventé, ce qui conduisit à une panique et des retraits massifs de capitaux en juillet 1931. La « règle d'or » avait ainsi détruit rapidement la réputation du gouvernement et du pays dans le contexte de montée de la crise des années 1930 et conduisit à une nouvelle crise monétaire grave<sup>1</sup>. Le déficit budgétaire consenti pour recapitaliser le système bancaire autrichien était pourtant en réalité insignifiant et bien incapable à lui seul d'induire une déstabilisation massive. On le voit ici, pour s'acheter à bon compte une réputation monétaire, les autorités autrichiennes s'étaient mises dans une situation les privant de capacité de réaction face à de nouvelles crises. Cet épisode renvoie à l'incertitude fondamentale qui existe en économie et dont nul ne saurait s'émanciper.

Pour qu'un système de règles constitutionnelles puisse remplacer une telle action discrétionnaire, il faudrait que la totalité des crises futures aient été prévues et inscrites dans les règles. Mais, pour avoir une assurance en la matière, il faudrait aussi que l'on connaisse le déroulement de ces crises à venir. En d'autres termes, le recours à la règle constitutionnelle en économie, sauf à proférer des hypothèses d'omniscience, ne fait pas disparaître le risque d'incertitude radicale. Par contre, en omettant d'organiser une voie de sortie par la reconnaissance de la légitimité de l'action discrétionnaire, qui est elle-même issue d'un pouvoir démocratique, ce recours à la règle constitutionnelle institue une incertitude supplémentaire portant sur la solution à la crise. Le « socialiste » Manuel Valls (et quelques autres), si prompt à proférer

1. H. Morsel « La grande crise du monde capitaliste », art. cit.

des jugements péremptoires sur l'économie, ferait ainsi bien de relire l'histoire économique de la crise de 1929 avant d'approuver cette fameuse « règle d'or ».

Enfin, c'est une idée qui est profondément antidémocratique. Les règles, et en premier lieu les règles budgétaires, sont l'une des bases de la légitimité politique des gouvernements. Elles renvoient nécessairement à des structures sociales. Vouloir les disjoindre du contrôle que la représentation de la société (le Parlement) peut exercer sur elles revient à vider de son sens la démocratie.

L'analyse que Stephen Holmes propose montre que certaines règles d'omission (ce qu'il appelle une règle du bâillon ou *gag-rule*) inscrites dans une constitution peuvent être déstabilisantes<sup>1</sup>. L'exemple qu'il donne est instructif : la tentative aux États-Unis par les représentants des États du Sud dans les années 1830-1850 de faire voter dans la Constitution (par voie d'amendement) l'interdiction d'un débat sur l'esclavage. On sait ce qu'il en advint. Ainsi, toute règle constitutionnelle qui tend à pérenniser une discrimination ou un mode de coordination (et une règle budgétaire est un mode de coordination) est mauvaise ; toute règle qui laisse les électeurs libres de décider de leurs modes de coordination est bonne.

La cohérence d'une société hétérogène est le produit d'une démarche politique consciente de ses membres<sup>2</sup>. La question de l'État prend dès lors toute son importance et, avec elle, celle de la démocratie. Toute tentative pour limiter la démocratie met dès lors en cause la stabilité de la société.

Si cette mesure de « constitutionnalisation » d'une règle limitant le déficit budgétaire devait être adoptée, nous serions confrontés à une atteinte évidente aux principes de la démocratie et, surtout, si de surcroît nous ne pouvions plus respecter cette règle, nous

1. S. Holmes, « Gag-Rules or the Politics of Omission », in J. Elster et R. Slagstad, *Constitutionalism and Democracy*, op. cit., p. 19-58.

2. J. Sapir, *Les Économistes contre la démocratie*, op. cit.

aurions la garantie d'être confrontés à terme à une crise financière bien plus grave.

## Un pacte condamné à l'échec

Le « pacte de compétitivité » soulève alors deux problèmes distincts, mais dont les effets se combinent pour le rendre impraticable.

Ressemblant beaucoup à un alignement complet des positions françaises sur les positions allemandes, il ne peut que susciter la méfiance et l'antagonisme des « petits » pays qui considèrent que l'Europe et la zone euro ne sont et ne doivent pas devenir les jouets du « couple » franco-allemand. La zone euro unit des pays sur une base d'égalité. Il ne peut en être autrement dès lors que l'on accepte de consentir à un abandon temporaire de la souveraineté. Introduire à cet égard des différences entre pays, prétendre – pour paraphraser Orwell et la *Ferme des animaux* – que tous les pays sont égaux mais que certains le sont plus que d'autres, ne peut que détruire le principe politique sur lequel est construite une zone monétaire. Ce pacte a été de ce point de vue présenté de manière maladroite. Les oppositions qu'il ne manquera pas de susciter n'iront qu'en se renforçant.

Sur le fond, ce pacte organise une régression sociale massive dans les pays de la zone euro, leur retirant même la liberté de pratiquer des négociations collectives. La Confédération européenne des syndicats a elle-même immédiatement réagi avec beaucoup de force. Elle considère, d'ailleurs à juste raison, que ce plan a été rédigé en fait à Berlin et qu'il vise à imposer aux pays de la zone euro le carcan que souhaite le gouvernement allemand.

On comprend désormais que la zone euro, dans son état actuel, soit devenue une véritable machine de guerre sur le plan social pour imposer toujours plus de sacrifices et de régression. Ci-gisent pour l'éternité tous les rêves des socialistes ou sociaux-démocrates

des divers pays concernant l'Europe sociale<sup>1</sup>. Si l'Europe doit se faire, ce sera hélas! sur la base du moins offrant et du moins coûtant! Vouloir aujourd'hui prétendre le contraire relève soit de l'aveuglement le plus total, soit de l'imposture la plus complète.

La dernière illusion à laquelle s'accrochent les européistes, et en particulier ceux de gauche, concerne l'émission d'euro-obligations ou « eurobonds »<sup>2</sup>. L'idée n'est ingénieuse qu'en apparence. En faisant émettre des titres au nom d'une entité unique (la zone euro), on espère alors que les taux se rapprocheraient de ceux des pays les mieux notés, ce qui apporterait alors une bouffée d'oxygène aux pays les plus mal notés. Mais ce mécanisme ne peut fonctionner. Dans la réalité des marchés financiers, si des émissions de titres *incluant* des dettes grecques, portugaises ou espagnoles sont faites avec une garantie globale de la zone euro, la notation serait CC<sup>3</sup>. Les taux en seraient immédiatement très élevés et très supérieurs à ceux que payent les pays qui sont encore bien notés. Dans ce cas, les pays ayant encore une bonne réputation ne voudront pas participer à un tel mécanisme, à cause du surcoût que cela entraînerait par rapport à des émissions d'obligations nationales.

Dès lors ces euro-obligations ne concerneraient *que* les pays dont la solvabilité est douteuse, et il faut s'attendre à ce que les taux soient très proches de ceux aujourd'hui exigés pour le financement de la dette grecque ou portugaise. Si l'on veut obliger les pays encore bien notés sur les marchés financiers à participer à ce dispositif, le risque est important qu'un mécanisme de contagion se mette en place et que la totalité de leur dette soit dégradée par les agences de notations.

1. Confirmant ainsi le diagnostic de F. Denord et A. Schwartz, *L'Europe sociale n'aura pas lieu*, Paris, Seuil-Raisons d'agir, 2006.

2. M. Hassim, « Eurobonds : plus une illusion qu'une solution », *La Tribune*, 29 août 2011, <http://www.latribune.fr/opinions/20110829trib000645159/eurobonds-une-illusion-plus-qu-une-solution.html>.

3. Reuters, 3 septembre 2011, <http://www.reuters.com/article/2011/09/03/europe-sp-idUSL5E7K30Z020110903>.

Les euro-obligations ne peuvent donc pas être la solution.

Il n'y a d'avenir et de progrès pour les peuples européens que dans une rupture franche et décisive avec des institutions dépassées. Tant que les divers partis dits « de gauche » n'en auront pas pris conscience, ils resteront empêtrés dans un discours incohérent qui les conduira inéluctablement à accepter demain ce qu'ils refusent aujourd'hui. Ceci est vrai, qu'il s'agisse de la « règle d'or » ou de l'austérité sociale et économique qu'implique la gestion actuelle de la zone euro. On le voit aujourd'hui en France comme on l'a vu hier en Grèce, au Portugal et en Espagne. Mais, ce faisant, ils abandonneront le terrain de la défense des acquis sociaux à d'autres. Il sera un peu tard, au soir d'une élection, pour s'en lamenter.

### Que faire de l'euro ?

Les gouvernements et les publicistes en cette fin d'octobre 2011 ont bien compris l'ampleur de la crise actuelle, et les médias désormais en sont pleins. Cette crise les terrifie car ils comprennent les implications pour leur statut personnel et leur pouvoir d'un échec du projet dans lequel ils ont tout investi, jusqu'à l'argent des autres ! Ils prétendent alors que la zone euro nous a protégés de la crise. Mais ceci est complètement faux, un ultime mensonge après tant d'autres. Rappelons ici la réalité des faits.

La zone euro ne nous a nullement protégés de la crise des banques comme nous l'avons montré. Elle l'a même accentuée. En raison de la faible croissance qu'elle a induite et de la déréglementation en son sein, elle a poussé les banques européennes à chercher des positions avantageuses hors de la zone euro et a ainsi joué un rôle majeur dans la contagion de la crise. Si la crise des *subprimes* est devenue une crise européenne, c'est bien à la zone euro telle qu'elle existe qu'on le doit.

La zone euro, il est vrai, semble nous avoir protégés de la fluctuation des taux de change. Mais les taux d'intérêt sur les dettes publiques ont littéralement explosé, et ce alors que l'on ne peut plus profiter de l'effet positif de dévaluations qui auraient permis à certains pays (comme l'Espagne, le Portugal, la Grèce, l'Irlande) de retrouver une compétitivité qu'ils ont perdue du fait même de la zone euro. Comme on l'a dit, la spéculation s'est déplacée des taux de change vers les taux d'intérêt, mais elle n'a pas disparu. En fait, ceci condamne toute une partie de la zone euro à subir une « double peine » dans la mesure où elle doit faire des efforts considérables pour maintenir l'euro tout en ne profitant plus de la convergence des taux d'intérêt, qui était bien la seule que l'on ait connue avant la crise. En bref, nous avons actuellement tous les inconvénients de la monnaie unique sans en avoir les avantages.

L'effet déflationniste de la zone euro ne peut aujourd'hui que s'accroître avec les ajustements budgétaires prévus. L'ampleur de ces derniers ne cesse d'ailleurs d'augmenter. Ils ne peuvent qu'enfoncer nos pays dans la crise et le chômage de masse. Ceci compromet la sortie de la crise de 2007-2008. Ou plus exactement organise la transition d'une crise mondiale à une crise européenne qui lui succédera.

Ainsi, loin d'être une solution, l'euro est bien partie prenante du problème dans sa forme actuelle. Il est donc condamné à aller de crise en crise jusqu'à sa disparition finale ou à connaître une réforme profonde et radicale.

# Les conséquences de la crise et les stratégies possibles

**L**a crise de l'euro aujourd'hui s'accélère. Si la Grèce est dans une situation tragique, l'Irlande et le Portugal ne sont pas mieux lotis. Derrière, nous voyons se profiler l'Espagne et surtout l'Italie.

L'Espagne subit de plein fouet à la fin de l'année 2011 les conséquences de l'explosion du taux de chômage. Elle va aussi connaître les tourments de la défiance des marchés financiers qui ont largement pris acte de la fragilité du réseau des banques régionales en ce pays. Puis viendra le tour de l'Italie. Ce pays qui combine un poids élevé de la dette en pourcentage de son produit intérieur brut et une faible croissance depuis de nombreuses années. On doit y associer la Belgique, où la dette publique est très élevée (97 % du PIB), les perspectives de croissance faibles et le gouvernement pour l'heure inexistant.

### Le contexte politique

Les événements de la fin du printemps et de l'été 2011 ont montré que les tensions internes à la zone euro, qu'il s'agisse des tensions entre les gouvernements ou entre la Banque centrale européenne et les gouvernements, ont atteint un point

de rupture. À l'automne 2011, plusieurs gouvernements ont renâclé à ratifier le plan de sauvetage de la Grèce, péniblement mis au point le 21 juillet 2011. Quant à l'intérieur du conseil de direction de la BCE, on sait que les affrontements y sont désormais systématiques.

Un compromis bancal sera peut-être trouvé, qui permettra de retarder l'inévitable de quelques semaines voire de quelques mois, mais jamais, depuis de nombreuses années, les relations franco-allemandes, en dépit des déclarations officielles, n'ont été aussi mauvaises<sup>1</sup>. Il faut comprendre que l'épisode du nouveau « sauvetage » de la Grèce n'a rien réglé sur le fond. Ce pays est dans l'incapacité de rembourser les sommes qui lui sont prêtées et ne saurait ainsi retrouver la compétitivité qu'il a perdue. Désormais, et quoi que puissent en dire les présidents et premiers ministres, le défaut sur la dette (pardon, la « restructuration »...) est inéluctable<sup>2</sup>. Le choix semble se borner à un défaut « sauvage » ou un défaut ordonné<sup>3</sup> dont l'accord du 27 octobre jette les bases.

Cependant, cette solution implique probablement ce que l'on appelle un « événement de crédit ». Il déclenchera l'activation des assurances de crédit (les CDS) qui ont été souscrites sur la dette grecque. Cette activation mettra en difficulté de nombreuses banques européennes. Dans le même temps, un défaut provoquera la faillite de la National Bank of Greece SA, qui est une banque privée en dépit de son nom et qui détient un gros portefeuille de titres d'État grecs, et cette faillite aura elle aussi des conséquences en chaîne sur les banques européennes. Par ailleurs,

1. Voir R. Weiss, « Greek Default Would Not Destabilize the Euro, Bundesbank's Weidmann Says », Bloomberg, 12 juin 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-06-12/bundesbank-chief-says-euro-can-weather-greek-default-as-governments-haggle.html>.

2. M. Bensasson et S. Sirlett, « Greek Restructuring Rejected by ECB Officials in Clash with EU Politicians », 18 mai 2011, Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-18/greek-restructuring-rejected-by-ecb-officials-in-clash-with-eu-politicians.html>.

3. S. Kennedy et M. Petrakis, « Greece on the Edge of Insolvency 24 Centuries after City Default », Bloomberg, 23 septembre 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-09-22/greece-on-edge-of-biggest-insolvency-24-centuries-after-first-city-default.html>.

la contagion des marchés financiers conduira les taux d'intérêt sur la dette portugaise à atteindre des sommets vertigineux, rendant immédiatement nécessaire une nouvelle aide à ce pays. Quant à l'Espagne et l'Italie, elles devraient être rapidement mises en difficulté. Mais les montants qu'il faudrait prêter à ces deux pays défient l'imagination.

Il est donc évident qu'une restructuration ne sera pas sans conséquences. Pourtant, toute tentative pour repousser une restructuration qui s'avère inévitable si l'on veut éviter un défaut démontre chaque jour que son coût est, et sera, extrêmement élevé. Les oppositions politiques se concentrent sur ce point. Elles ont vu l'Allemagne s'opposer à la France mais aussi à la BCE. Le choix se concentre aujourd'hui sur deux options. La première est l'émission d'euro-obligations, les eurobonds. On sait cependant que, outre le fait que ces derniers ne bénéficieront pas d'une bonne notation de la part des agences<sup>1</sup>, ce qui implique qu'ils seront émis à un taux d'intérêt élevé, ils se heurtent à une forte opposition allemande. Cette dernière est pour partie politique mais aussi pour partie constitutionnelle, la Cour constitutionnelle de Karlsruhe étant plus que réservée sur la constitutionnalité des euro-obligations.

La seconde option est celle d'un hypothétique financement monétaire direct des dettes des États par la BCE<sup>2</sup>. Cette hypothèse soulève, elle aussi, de très fortes réticences tant en Allemagne qu'à la BCE. On peut comprendre que cette dernière soit préoccupée par la possibilité d'un défaut ou de toute chose pouvant

1. Qui pourraient ainsi, comme nous l'avons signalé, les noter CC, soit juste un cran au-dessus de la plus mauvaise note. Voir M. Mered, « Construisons une Europe qui marque l'Histoire! », *Le Monde*, 28 septembre 2011, [http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/09/28/construisons-une-europe-qui-marque-l-histoire\\_1578052\\_3232.html](http://www.lemonde.fr/idees/article/2011/09/28/construisons-une-europe-qui-marque-l-histoire_1578052_3232.html).

2. Cette dernière s'est contentée, et ce n'est pas rien, de prendre en pension (acheter mais avec une clause de rachat signée par l'ancien détenteur) aux banques des titres de dettes afin de fournir de la liquidité à ces dernières et d'éviter que les taux d'intérêt ne montent trop vite. Depuis le printemps 2010, elle a donc pris en pension 160 milliards de titres grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens, dont plus de 80 milliards à partir de fin juillet 2011.

constituer un « événement de crédit » survenant au sein de la zone euro. Ce dernier mettrait directement en cause sa « réputation ». La crainte est aussi réelle de voir un défaut provoquer une crise systémique. Mais l'idée d'avances directes qui seraient faites aux trésors publics des pays en difficulté (et sans doute étendues à d'autres pays) révoluse une partie de sa direction et se heurte à une opposition farouche, tant politique que constitutionnelle, en Allemagne. La France, elle, cherche pour l'essentiel à préserver ses banques d'un choc issu d'un défaut grec, mais aussi des répercussions que celui-ci aurait sur l'Espagne et le Portugal. L'Allemagne pour sa part sent bien que renoncer à une restructuration, qu'elle dit souhaiter, aura pour conséquences des coûts importants qu'il lui faudra supporter.

Dans cet affrontement, les différentes parties ont raison, du moins partiellement. C'est ce qui donne à la situation actuelle sa dimension tragique. Mais, du fait de leur focalisation sur un aspect de la crise, qui est certes différent pour chacune d'entre elles, elles en ont oublié l'intelligence globale. La concentration de l'attention sur le débat concernant la possibilité d'une restructuration ou d'un défaut de la Grèce démontre, s'il le fallait encore, que les différents acteurs ont perdu le contrôle des événements. Ils sont désormais soumis à la logique de la crise. On peut d'ailleurs se demander si l'affrontement entre la France et l'Allemagne n'a pas en définitive pour objet de savoir lequel de ces deux pays portera la responsabilité d'un échec et, par-delà, de la fin de la zone euro. Le relatif immobilisme de chacun de ces pays se comprend mieux alors, de même que l'immobilisme de l'Europe tout entière, comme on l'a vu au sommet des ministres des Finances le 17 septembre 2011 à Wrocław, en Pologne.

Dès lors, la presse des différents pays concernés et impliqués dans la crise actuelle ne cesse de retentir des diatribes des uns et des autres, d'épithètes péjoratives quand ils ne sont pas ouvertement injurieux à l'égard de tel ou tel pays. On peut le lire et l'entendre chaque jour, à la condition de sortir du cadre feutré des

médias français. Mais par-dessus tout on peut le sentir : vouloir contraindre à la solidarité ne peut qu'engendrer le ressentiment et la haine. Bien plus que dans la crise financière et celle de la monnaie unique, l'Europe est en train de se défaire dans les représentations des peuples européens qui se traitent, par journalistes et voie de presse interposés, de tous les noms. C'est cela qu'il faut mesurer avant de proposer un nouveau saut dans le fédéralisme. Borges, le grand écrivain argentin, a écrit : « Ce n'est pas tant l'amour qui nous unit que la peur. » Si la première partie de cette citation est tout à fait exacte en ce qui concerne l'Europe et la zone euro, on peut désormais commencer à douter de la véracité de la seconde partie. La peur de l'inconnu que serait un éclatement de la zone euro, inconnu que certains cherchent à rendre encore plus effrayant dans le vain espoir de le conjurer, n'est aujourd'hui clairement plus suffisante pour unir les peuples et leurs gouvernements dans une même volonté et une commune action.

Ce n'est plus à une crise de gouvernance que nous sommes confrontés mais à une crise existentielle. De ce point de vue, l'absence de consensus politique en Grèce sur les nouvelles mesures d'austérité est d'autant plus compréhensible qu'il n'existe plus de consensus à l'échelle européenne. Ces mesures d'austérité ont été constamment renforcées depuis le début de l'année 2011. Aujourd'hui, elles touchent très directement le niveau de vie de l'immense majorité de la population, qui est confrontée à une logique de paupérisation accélérée. Le taux de chômage, qui dépasse désormais les 16 % de la population active, devrait atteindre les 20 % en 2012. Ce sont des taux dignes des années 1930, de la « Grande Dépression ». Pour autant, rien ne prouve que ces mesures sont efficaces. En fait, l'économie grecque est désormais paralysée. L'absence de perspective a entraîné tout d'abord un arrêt des investissements, puis même des activités ordinaires. Les entreprises cherchent à convertir leurs avoirs en monnaie liquide pour la placer à l'étranger, dans des banques britanniques, allemandes ou autrichiennes, voire suisses. Les

## La Grèce ou l'arbre qui cache la forêt

La Grèce sera très vraisemblablement le premier des maillons de la chaîne de l'euro à craquer<sup>1</sup>, que ceci soit le fait d'un défaut concerté avec ses crédateurs (ce que l'on appelle par euphémisme une restructuration de la dette) ou d'un défaut unilatéral. La situation en Grèce ne doit pourtant pas masquer les situations tout aussi préoccupantes au Portugal, en Irlande, en Espagne et en Italie. Ces pays connaissent des crises qui sont au moins aussi graves que celle que connaît la Grèce, même si l'évolution de ces dernières est un peu décalée dans le temps. C'est la combinaison de toutes ces crises, dont chacune serait individuellement gérable, qui provoque l'aggravation actuelle de la crise de l'euro.

Le cas de la Grèce est donc aujourd'hui critique. Les taux d'intérêt sur les titres du Trésor à dix ans ont dépassé les 20%. Ce qui est encore plus inquiétant est que les taux d'intérêt sur les titres du Trésor à deux ans sont montés à quasiment 40%, un chiffre astronomique qui ne fait sens que parce que les opérateurs de marché s'attendent à ce que la Grèce fasse défaut dans un délai de moins de deux ans en dépit du plan de privatisation<sup>2</sup>. Les taux sur les assurances de défaut, les CDS, atteignaient 20,5% et ils ont continué depuis à monter<sup>3</sup>. Ainsi, l'accord européen du 21 juillet 2011 n'a pas convaincu les marchés et n'a en rien apporté une détente sur ces taux. Un défaut grec entraînera très

1. S. Kirkland et R. Nazareth, « Stocks Tumble, Euro Weakens on Debt Concern », Bloomberg, 23 mai 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-23/asia-stocks-fall-most-in-two-months-euro-oil-drop-on-europe-debt-concern.html>.

2. M. Bensasson et J. G. Neuger « Greece's Cabinet Approves Asset Sales », Bloomberg, 23 mai 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-23/europe-s-sovereign-debt-crisis-deepens-as-greece-prepares-to-sell-assets.html>.

3. P. Dobson et E. Charlton, « Greece's Bondholders Brace for Bigger Losses to Solve Crisis: Euro Credit », Bloomberg, 14 octobre 2011, <http://www.bloomberg.com/news/2011-10-13/greece-s-bondholders-brace-for-bigger-losses-to-solve-crisis-euro-credit.html>.

sorties de capitaux s'accélérent, rendant encore plus inextricable la situation.

Cette absence de consensus politique, que traduisent la montée et l'aggravation des conflits sociaux et que trahissent désormais les dissensions croissantes au sein du gouvernement, ne fera qu'accélérer le cours des événements<sup>1</sup>. Nous voyons d'ailleurs les troubles sociaux monter partout ailleurs, dans les pays eux aussi menacés. En Espagne avec le mouvement des « indignés », mais aussi au Portugal et en Italie où se sont déroulées d'importantes manifestations au cours desquelles, pour la première fois, on a pu entendre des slogans attaquant directement l'Europe. Car l'Italie désormais inquiète les marchés, tout comme la Belgique, qualifiée avec une élégance dont la presse allemande est hélas coutumière de « Grèce du Nord », qui pourrait voir en cette fin d'année 2011 sa note baisser.

La marche vers la crise terminale de la zone euro se poursuit donc. Le processus de contagion est enclenché. Les autorités de la zone euro ont désormais perdu tout contrôle sur les événements et – comme il était prévisible – apparaît désormais ce que l'on peut appeler une « fatigue de l'euro ». Cette « fatigue » traduit l'accumulation dans la durée de problèmes non résolus. Elle se manifeste par une difficulté croissante à trouver des solutions, voire de simples compromis. Elle porte en elle la fin de l'euro. Oh, certes, non pas de manière consciente mais néanmoins bien réelle, à travers l'incapacité des uns ou des autres à s'entendre sur les moyens permettant de faire face à la crise dans sa totalité.

1. Reuters, le 27 mai 2011, <http://link.reuters.com/zys69r>.

probablement une nouvelle crise au Portugal et en Irlande, dont les taux d'intérêt ont recommencé à monter.

La situation de la Grèce est d'ailleurs inextricable en raison de l'ampleur de sa dette, qui était au 31 décembre 2009 de 703 milliards d'euros (soit 296 % du PIB), dont 293 milliards de dette publique, 120 milliards de dette des entreprises financières, 165 milliards des entreprises non financières et 123 milliards des ménages<sup>1</sup>. Depuis, elle a atteint les 780 milliards dont 360 milliards de dette publique. La dette publique qui se montait à 122 % du PIB fin 2009 atteint 142,5 % du PIB à la fin du premier trimestre 2011 et devrait atteindre les 150 % à la fin de 2011. Le FMI estime qu'elle pourrait atteindre à l'hiver 2012-2013 189 % du PIB, et il s'agit là de prévisions ne tenant pas compte de la poursuite de la dépression en Grèce. Le déficit budgétaire est quant à lui estimé entre 9 % et 10 % du PIB, et les autorités grecques espèrent le ramener à 8 % pour 2012.

Dans ces conditions, si le taux d'intérêt *moyen* sur la dette publique était ramené à 3,5 % par an, dans l'hypothèse de nouvelles concessions faites par l'Union européenne, la charge des intérêts représenterait néanmoins 5,15 % du PIB à la fin de 2011 et 6,6 % à la fin de 2012. Mais ces concessions sont, à la fin septembre 2011, bloquées et pour tout dire largement hypothétiques. La charge des intérêts devrait donc représenter 6,96 % à la fin de l'année 2011 et probablement 9 % à la fin de 2012. Or la Grèce va connaître au minimum une contraction de son PIB de 5 % en termes réels en 2011. Si l'on estime l'inflation à 3,5 %, l'évolution du PIB en grandeur nominale (et non réelle) devrait être de - 1,7 %. Le budget devrait donc dégager un excédent primaire égal à la charge des intérêts, soit 6,96 %, pour que le poids de la dette cesse d'augmenter. Compte tenu du déficit primaire actuel, qui atteint 8,5 % du PIB, cela impliquerait un ajustement budgétaire important. On peut définir celui-ci comme l'effort à fournir

1. C. Lapavistas *et al.*, « The Eurozone Between Austerity and Default », art. cit.

dans le budget, cet effort étant calculé en additionnant la charge des intérêts au déficit budgétaire et en additionnant le total à l'excédent primaire nécessaire pour que le poids de la dette en pourcentage du PIB cesse d'augmenter. Le niveau d'effort requis pour que le poids de la dette grecque ne continue pas d'augmenter était de 16,4 % du PIB en 2011 et de 17 % du PIB en 2012. Tout le monde comprend qu'un tel effort est impossible à fournir pour la Grèce. Le poids de sa dette publique en pourcentage du PIB devrait donc atteindre 172 % en 2012 et 189 % en 2013, et ce en dépit d'une politique de déflation meurtrière.

La situation n'est plus tenable, ni pour la Grèce qui ne peut s'infliger une austérité aussi drastique, ni pour l'Europe qui ne peut mettre indéfiniment la Grèce sous perfusion sans courir le risque de voir d'autres pays demander le même traitement. Un défaut, quel que soit le nom qu'on lui donne, sur la dette grecque est donc inévitable. Si ce défaut doit avoir lieu, il doit être important, à l'image des défauts qui ont été pratiqués en Argentine (fin 2002) et en Russie (août 1998).

Il ne signifie d'ailleurs pas la fin du monde. Tant l'Argentine que la Russie, qui l'une et l'autre ont réalisé des défauts dans des ambiances internationales très conflictuelles, ont connu par la suite des taux de croissance extrêmement élevés qui leur ont permis de rétablir la situation sociale de la population. Cependant, afin de pouvoir dévaluer et retrouver sa compétitivité, ce défaut entraînera la sortie de la Grèce de la zone euro, car un défaut *sans* une dévaluation n'a pas de sens. Compte tenu de la structure du commerce extérieur de la Grèce (dont seulement 35 % se font avec la zone euro) et des sources de revenus de l'économie de ce pays (le tourisme, les exportations vers les pays du Moyen-Orient ou de l'Europe balkanique et les revenus de la flotte de commerce), une forte dévaluation apparaît comme la moins mauvaise des solutions. Le défaut entraînera une diminution brutale de la dette, qui pourrait atteindre 75 % à 80 % du PIB. Même avec une dévaluation de la drachme de 50 % par rapport au cours

de l'euro, une dette de 150 % du PIB ramenée à 30 % à la suite d'un défaut n'augmenterait que de moitié pour donner un niveau de 45 %, ce qui est très raisonnable.

Bien entendu, ceci provoquera une crise bancaire interne. On peut s'attendre à ce qu'une dizaine de banques grecques fassent faillite, la plupart de ces établissements ne survivant au début du mois de septembre 2011 que grâce à une alimentation en liquidités de la part de la BCE. Il faudra donc que le gouvernement grec prenne des mesures radicales pour stabiliser le secteur bancaire et assurer la continuité des paiements internes. Mais on peut penser que, dans le cas d'un défaut accompagné d'une sortie de l'euro, le gouvernement modifiera la législation grecque pour autoriser la banque centrale à consentir des avances au trésor public. Il trouverait ainsi à bon compte les capitaux nécessaires à la recapitalisation des banques grecques.

Quant aux autres choses dont on menace la Grèce (comme l'impossibilité d'aller sur les marchés financiers et l'arrêt du versement des fonds structurels européens), elles sont d'ores et déjà des réalités. La Grèce ne pourra pas retourner sur les marchés pour y emprunter avant au moins 2019-2020 et les fonds structurels européens ont vu leurs montants fortement baisser ces dernières années. Si la sortie de l'euro pose indiscutablement des problèmes tant économiques que politiques importants, le choc social devrait être cependant moindre dans la durée que ce qu'implique l'austérité continue que la Grèce devrait s'imposer pour plusieurs années si elle voulait à tout prix rester dans l'euro. Il y aura certainement une remontée de l'inflation, et il est possible que le cours de la drachme continue à se dévaluer pendant deux ou trois ans avant de se stabiliser. Mais l'activité économique repartira instantanément et les baisses sauvages de salaires (plus de 30 %) que le gouvernement impose à la population ne seront plus nécessaires. Dans ces conditions, et compte tenu de la paralysie qui gagne l'économie de la Grèce au début d'octobre 2011, le plus vite une telle

décision sera prise, le mieux cela vaudra pour la population et l'économie.

Mais, il est clair aussi que d'autres pays, dont le Portugal et l'Espagne, suivront rapidement. Le cas de l'Espagne apparaît en effet critique. Les taux d'intérêt sur ses bons du Trésor à dix ans ont déjà atteint 5,53 %. Le pourcentage des dettes aux banques qui ne sont pas remboursées dépasse les 6,2 %. Avec la fin massive et programmée des allocations chômage, on atteindra vraisemblablement les 9 %, voire les 10 % vers la fin de l'année 2011. Le gouvernement n'aura pas d'autres solutions que de soutenir les ménages en créant de nouvelles allocations ou de recapitaliser massivement le système bancaire. L'addition de ces mesures fera exploser la dette publique qui reste relativement modérée actuellement mais qui augmente à un rythme extrêmement rapide. Devant des taux d'intérêt qui atteindront alors les sommets grecs ou irlandais, l'Espagne devra demander à bénéficier du Fonds européen de stabilité financière, dont les moyens sont déjà accaparés par la Grèce, l'Irlande (dont les taux à dix ans sont remontés à 10,86 %) et le Portugal.

Ce dernier pays continue de se débattre dans une récession, maintenant aggravée par les mesures qui sont prétendument conçues pour le sauver. On sait que les mesures de déflation appliquées à Lisbonne n'ont pas empêché le déficit budgétaire de s'accroître. Les grandes banques portugaises sont par ailleurs elles aussi fragiles. Elles ont été dégradées par les agences de notation au début du mois d'octobre 2011. Le Portugal devra certainement demander une nouvelle aide à ses partenaires de la zone euro pour la fin de 2011 ou au plus tard au premier trimestre 2012.

Puis, nous avons le cas de l'Italie. L'ampleur du problème a été masquée en partie par le fait que l'importante dette (120 % du PIB) était majoritairement acquise par des acteurs économiques italiens. Mais, depuis le début du mois de septembre 2011, les signes d'une dégradation de la situation apparaissent. À la mi-septembre, les taux d'intérêt sur la dette ont dépassé ceux de

l'Espagne et la note de l'Italie a été dégradée, suivie par celle de quinze banques italiennes. Les raisons de cette dégradation sont nombreuses et convergentes. La première est incontestablement la faiblesse du taux de croissance en Italie. Cette faiblesse n'est pas conjoncturelle, car elle date des années 2001-2002. Elle tend à s'aggraver aujourd'hui et le plan d'austérité voté en septembre 2011 ne peut que provoquer une récession importante dans les mois qui suivent. Cette récession va détériorer les possibilités de l'Italie non pas de rembourser la dette mais tout simplement de pouvoir en payer les intérêts. La stabilité financière du pays apparaît ainsi à chaque jour plus douteuse<sup>1</sup>. La deuxième de ces raisons tient à la crise politique rampante que le pays connaît. Le crépuscule de Silvio Berlusconi, empêtré dans des affaires qui vont du sordide au graveleux, implique que le pays est aujourd'hui de moins en moins gouverné. Ceci, à l'évidence, est source d'inquiétude pour les marchés. La troisième raison est cependant la plus grave. Les Italiens, ou plus précisément les investisseurs italiens, n'ont plus confiance dans la capacité de l'Italie à rester dans l'euro. Aussi se sont-ils abstenus d'acheter des titres de dettes, ce qui a provoqué la montée des taux que l'on a observée depuis la fin du mois d'août 2011. La combinaison d'une défiance interne et d'une méfiance externe constitue incontestablement la menace potentielle la plus grave pour l'Italie.

1. Ceci explique le glissement d'une crise de liquidité (le pays a du mal à emprunter) vers une crise de solvabilité (le pays ne peut plus rembourser ses dettes). Voir P. Artus, « Une crise de liquidité peut se transformer en crise de solvabilité », *Flash économie. Recherche économique*, n° 746, Natixis, 7 octobre 2011.

## La paralysie politique actuelle est-elle une spécificité européenne?

On ne peut qu'être frappé par la paralysie politique qui a gagné les élites européennes depuis le printemps 2010. Les décisions ont été constamment trop tardives et trop limitées. Cette paralysie conduit à parler d'une « crise de la gouvernance » dans la zone euro. Mais on confond alors l'absence d'institutions adéquates pour gérer la crise que l'on connaît aujourd'hui avec l'incapacité des élites politiques à réagir à temps. C'est cette absence apparente de réaction jusqu'au tout dernier moment qui joue, en cette rentrée 2011, le rôle principal. Cette dernière est largement responsable de l'aggravation de la crise et du tour dramatique qu'elle a pris.

Un certain nombre d'économistes mais aussi d'hommes politiques de gauche comme de droite reconnaissent désormais en privé et parfois en public que le *statu quo* européen actuel n'est plus possible ni défendable. Il nous conduit tout droit à des surenchères sans fin dans l'austérité et, par ses effets cumulés à l'échelle européenne, à une dépression d'une ampleur encore inconnue. De là naissent les projets de fuite en avant vers un fédéralisme non maîtrisé et non préparé, que l'on déguise du vocable de « gouvernance économique de l'Europe ». On peut penser alors que cette crise n'a pas surpris certains autant qu'ils l'affirment, et qu'ils attendaient cette occasion pour pousser de l'avant le projet fédéraliste. De ce point de vue, il y a bien une spécificité européenne dans la cécité à la crise, car cette cécité aurait été largement volontaire. Le discours qui est tenu est donc celui de « l'Europe fédérale ou le chaos » mais, en réalité, c'est à un chaos soigneusement préparé que l'on aura affaire. L'urgence de la situation est devenue le prétexte à toute absence de réflexion sur les issues possibles. On ne saurait mieux avouer alors que le projet fédéraliste est un projet antidémocratique. Pour d'autres, il s'agit au

contraire du retour à une vision des réalités plus réalistes après une longue période de cécité idéologique. Cependant, effrayés par leurs analyses, certaines de ces personnes refusent d'en tirer les conséquences logiques. Et c'est là une des manifestations de cette crise qui dure désormais depuis deux ans, depuis que les élections législatives en Grèce ont révélé l'ampleur réelle de la dette publique.

Cette crise s'attaque directement aux représentations qui étaient tenues pour établies par une grande partie des acteurs ; ceci engendre un phénomène classique dans les crises financières, que l'on appelle la « dissonance cognitive » et dont les conséquences sur la capacité des acteurs à prendre des décisions sont considérables. La notion de « dissonance cognitive » décrit l'écart qui peut exister entre une représentation de la réalité et la réalité elle-même. Cette « dissonance » se traduit par un désarroi et une difficulté quasiment physique pour les acteurs à agir. Elle se révèle peu à peu dans toute son ampleur et devient aujourd'hui bien palpable<sup>1</sup>. Elle se manifeste par exemple sous la forme de la surprise quand survient un événement « imprévu » ou, pour utiliser le terme anglais choisi par l'économiste britannique George Shackle, « *unexpected*<sup>2</sup> ». Elle joue alors un rôle décisif dans le comportement des acteurs. Ces derniers peuvent commencer par refuser cette dissonance en refusant de percevoir le signal ou les interprétations du signal qui conduisent à l'interprétation impliquant la dissonance. C'est ce que l'on appelle le déni de réalité en sachant qu'il peut être tout aussi bien volontaire (auquel cas il convient de parler de dissimulation) qu'involontaire et même inconscient.

Mais ces acteurs peuvent aussi chercher à réduire la dissonance cognitive en faisant évoluer leur perception du monde,

1. N. P. Chapanis et J. A. Chapanis, « Cognitive Dissonance: Five Years Later », *Psychological Bulletin*, vol. 61, 1964 ; G. A. Akerlof et W. T. Dickens, « The Economic Consequences of Cognitive Dissonance », *American Economic Review*, vol. 72, n° 1, 1972, p. 307-319.

2. G. L. S. Shackle, *Anticipations in Economics*, Cambridge, Cambridge University Press, 1949.

et en remettant en cause ses certitudes et ses règles de conduite. Ils auront néanmoins besoin de temps pour mettre cette dernière attitude en œuvre. Plus long aura été le temps du déni de réalité, plus difficile et douloureuse sera l'évolution qui pourrait leur permettre de faire face aux événements venant contredire leurs anciennes représentations. On retrouve ici un phénomène qui avait été noté lors de la crise financière de septembre 2008. Outre le fait que le temps politique ne correspond pas au temps du déploiement de la crise quand cette dernière est dans sa phase aiguë, le temps de l'ajustement psychologique ne correspond pas non plus au temps de la crise économique<sup>1</sup>. On retrouve alors le même syndrome que dans les grandes défaites militaires (et en particulier en France en mai-juin 1940) : trop peu, trop tard<sup>2</sup>. Et bien sûr, comme à l'époque, l'on retrouve et l'on retrouvera toutes les lâchetés et tous les abandons camouflés du masque de la nécessité.

En fait, dans toutes les crises économiques et financières, on retrouve ce moment particulier où ce qui était tenu pour impossible s'avère en réalité possible. On l'a connu lors de la crise russe de 1998 et de la crise à Wall Street qui découla de la faillite de la « Rolls Royce » des fonds d'investissement, Long-Term Capital Management<sup>3</sup>. Tout cela, l'auteur l'avait analysé dans un ouvrage publié en 2005<sup>4</sup>. La réaction à la dissonance cognitive, à la surprise, dépend aussi largement du contexte collectif dans lequel

1. J. Sapir, « Une décade prodigieuse. La crise financière entre temps court et temps long », *Revue de la régulation*, n° 3, Varia, 2<sup>e</sup> semestre 2008, <http://regulation.revues.org/document4032.html> ; le même, « Sept jours qui ébranlèrent la finance », *Actualités de la recherche en histoire visuelle*, 22 septembre 2008, <http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/09/22/816-sept-jours-qui-ébranlèrent-la-finance>.

2. J. Sapir, « Trop peu, trop tard ? Les aventures du plan Paulson », *Actualités de la recherche en histoire visuelle*, 10 octobre 2008, <http://www.arhv.lhivic.org/index.php/2008/10/06/833-trop-peu-trop-tard>.

3. R. Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, New York, Random House, 2000 ; et M. Swartz et S. Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron*, New York, Doubleday, 2003.

4. J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle*, op. cit., chap. 3.

l'agent est plongé<sup>1</sup>. Mais, et on le sait depuis fort longtemps, la dissonance cognitive aboutit à la paralysie de la décision et à l'effondrement de la volonté.

## Le coût des solutions préservant l'euro

Au début du mois d'octobre 2011, les élites politiques restent acquises à l'idée d'un sauvetage de la zone euro. Compte tenu des conséquences d'une désintégration non contrôlée de celle-ci, on peut comprendre un tel comportement. Mais il faut savoir que les solutions préservant l'euro présentent toutes des coûts importants. Elles doivent en effet répondre non seulement au problème immédiat du soutien à la Grèce mais aussi couvrir la possibilité (et même la grande probabilité) de crises dans les autres pays. Or chaque compromis que l'on fait en ce qui concerne la Grèce constitue un précédent dont l'Irlande, le Portugal, voire l'Espagne ou l'Italie sauront au moment venu tirer profit.

Des estimations des sommes qu'il faudrait engager ont été faites mais ne sauraient incorporer tous les problèmes à venir. L'incertitude de l'avenir règne ici en maître. On peut cependant les prendre pour des estimations minimales de ces dites sommes. Pour la Grèce, celles-ci ne peuvent consister simplement en de nouvelles facilités de paiement. Ces facilités ne régleraient rien car elles ne ramèneraient pas la croissance à un horizon prévisible, ce qui est une condition *sine qua non* de l'acceptabilité des plans d'austérité. Il faudrait donc dans le même temps permettre à la Grèce de faire face à sa dette *et* investir dans ce pays pour l'aider à retrouver compétitivité et dynamisme économique. On peut alors envisager la solution d'une restructuration partielle de la dette, aboutissant à sa réduction de 50%. Mais une

1. G. L. S. Shackle, « The Romantic Mountain and the Classic Lake: Alan Coddington's Keynesian Economics », *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 6, n° 1, 1983, p. 241-257.

restructuration à cette échelle devra être imposée aux créiteurs privés de la Grèce, et elle provoquera probablement le fameux « événement de crédit » qui déclenchera l'exigibilité des assurances de crédit. L'argent que l'on pourrait ainsi économiser sur les remboursements que la Grèce devrait faire dans les prochaines années pourrait être dépensé pour compenser les pertes des banques et des compagnies d'assurances. L'idée d'un partage des pertes entre acteurs publics et privés ne fonctionne plus dès lors que l'on atteint des montants pouvant compromettre la survie d'une banque ou d'une compagnie d'assurances. Ces dernières, sachant pertinemment le rôle qu'elles ont dans notre système, exerceront un chantage implicite ou explicite sur les gouvernements. Bien entendu, ces derniers pourraient décider une nationalisation ou une mise sous séquestre de ces établissements. Mais les sommes nécessaires pour maintenir ces établissements à flot n'en seraient pas significativement réduites. Au mieux peut-on espérer que, sous le contrôle de l'État, une restructuration de ces établissements soit accomplie. Ceci ne changerait pas significativement les montants qu'il faudrait cependant déboursier.

On voit se dessiner alors un scénario où non seulement on aide le pays à faire face à ses engagements, mais où l'on réduit les taux d'intérêt qu'il doit payer et où l'Union européenne consent un effort d'investissement susceptible de provoquer un choc de + 2 % de croissance. Il faudrait donc tout d'abord ajouter aux 173,2 milliards d'euros de titres arrivant à échéance<sup>1</sup> les 84,6 milliards du déficit cumulé, soit 257,9 milliards d'euros que la Grèce ne pourrait se procurer sur les marchés financiers. À ce chiffre, il faudrait aussi ajouter les montants nécessaires pour produire un choc positif de 2 % sur le PIB nominal, et estimés avec un multiplicateur des dépenses publiques de 0,5 à une somme de 87,9 milliards d'euros. Le total, obtenu en cumulant prêts et investissements, peut donc être estimé à 345 milliards

1. D'après les données de Bloomberg.

d'euros sur la période 2012-2019, alors que le plan d'aide décidé le 3 juillet 2011 ne porte que sur 110 milliards. En montants annuels, l'aide n'est jamais inférieure à 29 milliards d'euros et peut atteindre, en début de période, 61,3 milliards d'euros. De fait, pour 2012 et 2013, elle atteindrait 110,61 milliards d'euros (ce qui correspond au montant qui a été annoncé dans l'accord du 21 juillet 2011). L'arbitrage apparaît donc ici entre l'inscription dans la durée de la solution à l'échelle européenne et la pérennité à l'échelle de la Grèce (tableau 9).

**Tableau 9**  
**Montants annuels des aides européennes en prêts**  
**et dons nécessaires pour la Grèce (en milliards d'euros)**

	A	B	C	D	E
	Remboursements	Déficit	Total	Aide de l'Union européenne pour l'investissement	Total annuel
2012	31,28	20,65	51,93	9,70	61,63
2013	22,86	16,19	39,05	9,93	48,98
2014	31,32	11,52	42,84	10,19	53,03
2015	19,98	6,61	26,59	10,49	37,08
2016	13,35	6,91	20,26	10,98	31,24
2017	20,83	7,24	28,07	11,49	39,56
2018	9,83	7,57	17,40	12,02	29,43
2019	23,82	7,93	31,75	12,58	44,33
Total	173,27	84,62	257,89	87,38	345,27

Sources : Bloomberg (colonne A). Montant estimé dans la simulation et calculs de l'auteur à partir des estimations du FMI et de la banque centrale de Grèce (colonne B). Montants calculés par rapport au niveau du PIB nominal et en estimant un multiplicateur de croissance des dépenses publiques égal à 0,5 (colonne D).

Dans tous les cas de figure, la Grèce ne pourra pas emprunter sur les marchés financiers avant 2019-2020, ce qui montre le caractère parfaitement artificiel de l'objectif fixé en Conseil

européen d'un retour d'abord envisagé à 2013 et actuellement repoussé à 2015. L'ampleur des sommes nécessaires pour un pays dont le PIB ne représente guère plus de 2 % du PIB total de la zone euro nous montre aussi les limites d'un *plan de sauvetage dans le cadre de la zone euro*. En effet, la Grèce ne sera pas le seul pays à demander de l'aide. L'Irlande et le Portugal ont déjà sollicité le FESF. Quant à l'Espagne, dont les besoins de financement sont d'un ordre de grandeur très supérieur à ceux de chacun de ces pays, elle devra se résoudre à demander l'aide européenne dès l'hiver 2011-2012. Enfin, si jamais l'Italie est à son tour obligée de demander l'aide du FESF, ce qui devient depuis septembre 2011 de plus en plus probable, ce dernier explosera.

Pour l'Irlande et le Portugal (et ce dernier pays a déjà annoncé qu'il demanderait une aide supplémentaire)<sup>1</sup>, on doit s'attendre pour chaque pays à une dépense d'au moins 250 milliards d'euros d'ici 2019, et ceci sans aucune garantie que ces pays retrouvent une croissance qui pourrait assurer leur solvabilité. En mettant les choses au mieux, la dépense pour les trois pays qui bénéficient du FESF se monterait ainsi à 845 milliards d'euros. On voit que les capacités initiales du FESF, qui comprenaient 750 milliards d'euros en prêts et en garantie de prêts, seront largement dépassées. Dans le cas du Portugal, il faut s'attendre à une aggravation du déficit (et donc de la dette) en 2012 car la contraction de l'économie consécutive au plan d'austérité s'annonce plus sévère que prévue. Le gouvernement portugais a annoncé à la fin septembre 2011 qu'il s'attendait à une contraction de 2 % à 2,5 % du PIB<sup>2</sup>. Compte tenu des aides qu'il faudrait encore apporter tant au Portugal qu'à l'Irlande pour reconstituer leur compétitivité et leurs capacités de croissance, on peut estimer à 1 050 milliards d'euros (soit plus de 1 500 milliards de dollars) le coût

1. AFP, 21 septembre 2011.

2. Europe 1, 25 septembre 2011, <http://www.europe1.fr/Economie/Portugal-les-previsions-de-croissance-revues-735253>.

total d'un sauvetage dans le cadre de la zone euro pour ces trois pays.

Le cas d'une aide potentielle à l'Espagne et à l'Italie complique immensément le problème. L'Espagne, du fait de la taille de son économie, représente déjà un problème spécifique à elle toute seule. Elle fut qualifiée en 2010 par un analyste américain de « l'éléphant dans la pièce »<sup>1</sup>. L'endettement total de ce pays (toutes dettes confondues) y était égal à *cinq fois* son PIB à la fin de 2009. Une très large part de cet endettement concerne les agents privés (ménages et entreprises). Si l'on veut que l'Espagne puisse repartir de l'avant, il faudra soit directement annuler ces dettes, soit assurer leur transfert vers la dette publique. Mais, en ce cas, il faudra fournir les moyens de financement appropriés à l'État. Or ce dernier, qui n'était que faiblement endetté en 2007, voit sa dette publique exploser.

La nécessité d'un plan important de recapitalisation des banques espagnoles, qui ne pourrait être financé que par l'État, s'imposera à l'hiver 2011-2012. Ceci augmentera d'autant le déficit public qui – pour l'instant – semble sous contrôle. L'alternative pour le gouvernement de Madrid serait que l'État mette en place un système de financement pour les chômeurs en fin de droit. Cependant, avec 21 % de la population active au chômage, le nombre de personnes en fin de droit pourrait atteindre 8 % à 10 % au début de 2012. Ici encore, il faudrait consentir des dépenses particulièrement importantes. Quelle que soit la solution choisie, le déficit budgétaire explosera. Les problèmes de financement de l'Espagne sont donc massifs. Si l'on estime que l'aide extérieure pourrait se monter à 15 % de l'endettement (ce qui représente une estimation *a minima*), ceci atteindrait les 695 milliards d'euros.

En espérant alors qu'aucun autre pays n'ait besoin d'aide (or l'endettement de la Belgique et de l'Italie est déjà très

1. Mais on peut aujourd'hui qualifier l'Italie de « mamouth dans la pièce »...

préoccupant), ce sont donc plus de 1 700 milliards d'euros que les pays de la zone euro devraient trouver pour les huit prochaines années, soit une moyenne de 218 milliards par an.

Dans le cas d'une aide à l'Italie, dont la dette dépasse les 1 900 milliards d'euros, les sommes globales nécessaires à un sauvetage des pays de la zone euro en difficulté excéderaient largement les 2 000 milliards d'euros comme indiqué par monsieur Barroso. Le problème, tant pour l'Italie que l'Espagne, est que si les taux d'intérêt sur les emprunts à dix ans excèdent 6 %, ils ne pourront plus financer leur dette. Or les taux s'approchent dangereusement de cette limite. En cas de défaut ou de restructuration de la Grèce, ils dépasseront cette barre des 6 % en deçà de laquelle ils ne sont maintenus que par les rachats auxquels se livre la BCE sur le marché secondaire. La situation de ces deux pays est donc extrêmement préoccupante et les évolutions futures ne permettent aucun optimisme. Il est aujourd'hui évident qu'il faudra dégager des sommes considérables pour ces pays, et ce dans une situation au sein de la zone euro qui sera très vraisemblablement marquée par une récession et peut-être une dépression.

On voit bien ici les mensonges de nos dirigeants qui présentent chaque plan d'aide comme le dernier.

## Les implications pour la France et l'Allemagne

Les implications de ce scénario de sauvetage pour la France et l'Allemagne, les deux économies les plus importantes de la zone euro, sont importantes. Un tel besoin de financement aurait nécessairement des conséquences importantes sur les conditions d'emprunt des pays les mieux notés, donc au premier chef de l'Allemagne et de la France. Le surcroît d'emprunts qu'ils devraient réaliser pour financer ce plan entraînerait très certainement la perte de la note AAA, et en conséquence un renchérissement des conditions d'emprunt. Nous pouvons ainsi mesurer une autre des

illusions dans lesquelles se complaît notre personnel politique : celle que l'on pourrait toujours isoler les problèmes et les traiter séparément. Mais, dans la réalité, chaque fois qu'un nouveau stade dans l'aggravation de la situation grecque est franchi, on observe une dégradation supplémentaire de la situation du Portugal et de l'Espagne. Puis c'est au tour de l'Italie et de la Belgique d'être mis en cause. À la fin des fins, ce seront les pays qui en apparence sont les plus solides dans la zone euro, l'Allemagne et la France, qui inquiéteront les marchés non pas tant en raison de leur situation qu'en raison du poids que la chaîne des sauvetages des autres pays fera alors peser sur eux.

On ne peut donc raisonner, comme aiment à le faire pourtant les économistes, « toutes choses étant égales par ailleurs ». Les montants nécessaires pour aider les pays en difficulté mettront à leur tour en difficulté les autres pays. La crise est cumulative, et c'est bien pour cela qu'elle est une crise générale du système financier de l'Union européenne et de l'euro. Les marchés financiers ne pourront donc pas être la source d'un tel financement, il faudra trouver des sources alternatives, en particulier les avances directes de la BCE aux trésors publics des États.

Le coût des plans de sauvetage, coût qui devra reposer sur les économies encore « saines » de la zone (soit pour l'essentiel l'Allemagne et la France car l'Italie ne pourra pas contribuer à l'aide), va saturer les capacités des pays concernés. Les 218 milliards d'euros annuels, qui constituent le minimum nécessaire pour un plan de sauvetage généralisé dans le cadre de la zone euro, représentent 5,45 % du PIB de 2011 de l'Allemagne et de la France réunies. En fait, on est en droit de penser que le poids le plus lourd pèsera sur l'Allemagne. Si l'on impute 70 % de la somme estimée sur son PIB, c'est à plus de 6,4 % que l'on va aboutir. Bien entendu, une partie de cette somme sera empruntée car la note de l'Allemagne et de la France est encore bonne. Néanmoins, si l'on suppose une répartition entre subventions budgétaires et emprunts dans une proportion un tiers/deux tiers, cela voudrait

dire que l'endettement de l'Allemagne augmenterait d'environ 3,6 % à 4,2 % du PIB par an et que, dans le même temps, elle devrait contribuer sur son budget à hauteur de 2 % de son PIB. À partir d'une dette de 80 % du PIB à la fin de 2011, cela signifierait que la dette allemande monterait à 110 % à la fin 2019. De tels ordres de grandeur sont clairement inacceptables pour la classe politique comme pour l'électorat d'outre-Rhin.

Il n'est donc pas étonnant que l'on assiste à un blocage politique par rapport aux solutions proposées pour le sauvetage de la zone euro. La BCE, quant à elle, a accepté de racheter les dettes *existantes* de certains pays. Mais rien n'est prévu pour le financement des *nouvelles* dettes. Le coût estimé d'une résorption de la crise actuelle dans le cadre d'une zone euro maintenue apparaît donc tellement élevé qu'il est très peu probable qu'un tel sauvetage puisse être mis en œuvre. De plus, les estimations qui ont été faites à l'été 2011 sont susceptibles de fortes augmentations s'il s'avérait que la crise des banques européennes est plus grave que prévu. Cette charge, déjà très lourde pour une économie européenne en bonne santé, pèsera en réalité sur une économie saignée à blanc par les politiques de déflation menées dans plusieurs pays de la zone euro.

### Une alternative est-elle possible ?

On doit donc examiner les autres solutions possibles et en particulier le cas où la Grèce ferait défaut sur une partie très importante de sa dette (bien au-delà des 50 % que l'on envisage dans le cadre d'une restructuration) et sortirait de l'euro pour réaliser une dévaluation massive (estimée à 40 %-50 %). Comme on l'a dit plus haut, il n'y a guère de sens à faire défaut et à chercher à rester dans la zone euro. Sans être fréquents, il faut savoir que des défauts accompagnés de dévaluations importantes ont été des solutions employées avec succès par un certain nombre de pays,

comme la Russie (en 1998) et l'Argentine (en 2002)<sup>1</sup>, pour faire baisser le poids d'une dette devenue insoutenable et retrouver leur compétitivité<sup>2</sup>.

De ce point de vue, et si l'on extrapole à partir des résultats de la Russie en 1999-2002<sup>3</sup> – que l'auteur de ce livre connaît bien – tout en tenant compte des spécificités relatives de la Grèce, l'hypothèse d'un défaut de 75 % à 80 % et d'une forte dévaluation apparaît nettement plus favorable que les différents scénarii que l'on a présentés jusqu'à présent. La dette résiduelle se stabiliserait *après* la dévaluation autour de 45 %-55 % du PIB. La question d'une négociation avec les crédateurs se poserait bien évidemment mais, en mettant les choses au pire et dans l'hypothèse où un accord ne saurait être trouvé rapidement, la Grèce se trouverait dans la situation actuelle de l'Argentine. Ce dernier pays a fait défaut à la fin de l'année 2001 et n'a toujours pas trouvé de terrain d'entente avec certains de ses crédateurs. Il ne s'en porte pas plus mal et n'en connaît pas moins une très forte croissance.

Dans le cas de la Grèce, la croissance reprendrait fortement avec un décalage de six à dix-huit mois. Ainsi, l'hypothèse la plus vraisemblable serait celle d'une accélération de la croissance en 2013 puis d'un retour vers des taux plus normaux et conformes à la moyenne de la zone euro. On estime que la Grèce connaîtrait une forte poussée d'inflation, sans doute comprise entre 10 % et 15 %, mais que celle-ci resterait contrôlable. Le déficit budgétaire s'élèverait à 5 % du PIB, dont 2 % pour les intérêts de la dette subsistante et 3 % pour des mesures de relance budgétaire.

1. Une bonne analyse du défaut argentin se trouve sur le blog de Paul Jorion, « La crise de 2001 et le défaut argentin – interview de Roberto Lavagna, par Olivier Berruyer », 23 juillet 2011, <http://www.pauljorion.com/blog/?p=26562>.

2. F. Sturzenegger et J. Zettelmeyer, *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, Cambridge (Ma.), MIT Press, 2007.

3. J. Sapir, « À l'épreuve des faits... Bilan des politiques macroéconomiques mises en œuvre en Russie », *Revue d'études comparatives est-ouest*, vol. 30, n° 2-3, 1999, p. 153-213, et « Russia's Economic Rebound: Lessons and Future Directions », *Post-Soviet Affairs*, vol. 18, n° 1, janvier-mars 2002, p. 1-30.

Ce déficit serait entièrement couvert soit par des opérations de monétisation de la dette (les avances au trésor public), soit par les banques (après leur restructuration et dans le cadre de la réintroduction d'un mécanisme de type « plancher minima d'effets publics » dans les bilans), soit par une combinaison de ces deux mécanismes. On peut penser que, pour les deux premières années néanmoins, le financement serait totalement fourni par la banque centrale.

Le coût pour l'Union européenne viendrait d'un plan de soutien aux banques des pays de la zone euro qui seraient exposées au « risque grec ». Les montants nécessaires varient suivant les sources et sont compris entre 110 et 160 milliards d'euros. C'est une somme assurément importante, mais qui cependant reste largement inférieure aux 345,3 milliards d'euros qu'il faudrait déboursier dans le cadre de l'hypothèse d'un soutien rationnel et efficace à l'économie grecque.

Cependant, il convient d'ajouter que ceci ne tient pas compte des effets de contagion que provoquerait une sortie de la Grèce de la zone euro accompagnée d'un défaut massif. En dépit de propos rassurants tenus à la banque centrale d'Allemagne (la Bundesbank) qui semble désormais privilégier ce scénario, le risque de la contagion – aidé par la libre circulation des capitaux – est bien réel. On constate en effet depuis ces derniers mois que les écarts des taux sur les titres publics à dix ans de l'Espagne, de l'Italie et de la Belgique avec les taux allemands sont de plus en plus fonction de l'écart des taux avec la Grèce, le Portugal et l'Irlande. Un mécanisme de contagion s'est ainsi mis en place. Il pourrait jouer un rôle déterminant en cas d'une sortie brutale de la Grèce de la zone euro. Ceux qui disent qu'un défaut grec assorti d'une sortie de l'euro provoquerait un choc important, voire dramatique, sur la zone euro n'ont pas tort. Mais avons-nous réellement une alternative ?

Il faut d'ailleurs voir que, dans le cas du Portugal, une alternative du même ordre que celle pour la Grèce pourrait bien

constituer une solution<sup>1</sup>. Les peuples des pays d'Europe vont-ils consentir à payer, payer sans cesse et voir la pauvreté s'installer uniquement pour que survive l'euro? Si ce dernier avait été synonyme de croissance, cela pourrait se justifier. Mais, au vu du passé, on comprend que cet avenir ne sera fait, au mieux, que d'une faible croissance, bien insuffisante pour assurer le retour au plein-emploi.

La comparaison que l'on vient de faire entre le scénario d'un sauvetage de la Grèce au sein de la zone euro et le scénario d'un défaut et d'une sortie de l'euro permet de voir ce que coûterait réellement un tel sauvetage. Cette comparaison montre que, dans les instances de la zone euro mais aussi au sein des gouvernements, on aurait eu intérêt à réfléchir à un plan de sécurisation de la zone euro en cas de sortie d'un pays périphérique, comme la Grèce, pour en limiter les effets négatifs au lieu de s'entêter dans le déni de réalité. Ceci n'ayant pas été fait, la crise grecque est donc susceptible d'entraîner avec elle une crise générale de la zone euro. Il est donc clair que l'heure de vérité, pour la Grèce comme pour la zone euro, se rapproche.

### **Des solutions préservant la monnaie unique sont-elles encore envisageables?**

Arrivé à ce point, on pourrait penser que la messe est dite et qu'un défaut de la Grèce est inévitable. Par ailleurs, il nous faudrait aussi absolument sortir de l'euro. Rester dans la zone euro *en l'état* va s'avérer extrêmement coûteux pour la France tant économiquement que socialement. Cela le deviendra de plus en plus au fur et à mesure que nous nous enfoncerons dans la crise de l'euro. Cependant, la question d'une possible évolution de la zone reste posée.

1. P. Leao et A. Palacio-Vera, « Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone? », art. cit.

En fait, théoriquement, il reste une solution qui aboutirait à un résultat encore plus intéressant que la sortie, mais dont il faut bien avouer que la probabilité politique est extrêmement faible. Cette solution est la monétisation directe de la dette des États par la BCE. Elle a été évoquée très tôt par des économistes hétérodoxes, en règle générale plutôt de gauche ou d'extrême gauche<sup>1</sup>. Elle commence à trouver des avocats parmi différents responsables financiers<sup>2</sup>. De quoi s'agit-il ?

Si nous pouvions convaincre nos partenaires que la BCE devrait financer à des taux très bas (de 0,5 % à 1 %) non seulement le déficit immédiat mais une partie de la dette accumulée des États, en achetant *directement* les obligations émises par les trésors de chaque pays, nous pourrions incontestablement mettre fin à l'emballement de la crise tel que nous le connaissons depuis septembre 2011. Ceci reviendrait à établir (ou plus précisément à rétablir) le mécanisme des avances de la banque centrale au trésor public, mais à l'échelle européenne. Ce financement direct permettrait le rachat par les États d'une partie de leur dette<sup>3</sup> et, dans le même temps, de financer une partie du déficit qu'il faudrait maintenir tant que nous ne sommes pas sortis de la crise économique.

Ce mécanisme est différent de ce que la BCE a pratiqué jusqu'ici. En effet, elle se contente de racheter les titres émis qui ont été acquis au préalable par des banques. Ce faisant, elle fournit de la liquidité aux banques, ce qui soulage ces dernières, et elle exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Ces deux effets ne sont pas négligeables. La liquidité ainsi fournie aux banques à un taux d'intérêt très faible leur a permis de faire face à la raréfaction

1. Comme Henry Sterdyniak, Frédéric Lordon ou Jacques Généreux. J'ai moi-même défendu cette solution jusqu'au début du printemps 2011.

2. Dont le plus connu n'est autre que Patrick Artus, économiste en chef chez Natixis.

3. Et non par l'émission d'eurobonds aux taux du marché. Il faudrait procéder au rachat de 60 % de la dette pour la Grèce, l'Italie et la Belgique, 50 % pour le Portugal et l'Irlande, 40 % pour l'Espagne et 30 % pour la France et l'Allemagne.

du crédit interbancaire. Quant à l'action sur les taux d'intérêt, elle a permis de maintenir jusqu'à la fin septembre 2011 les taux à dix ans qui sont payés par l'Espagne et l'Italie sous les 6 %. Mais ce sont malgré tout des taux très élevés puisque la BCE prête aux banques à 1 % ou 1,5 % (voire à 0,75 % en cas d'urgence). L'ampleur de ces rachats de dettes publiques aux banques peut être mesurée quand on sait que la BCE détenait pour 16,3 milliards d'euros de titres publics à la mi-mai 2010, pour 73 milliards fin juillet 2011 et 115,6 milliards à la fin du mois d'août 2011<sup>1</sup> et 169,5 milliards fin octobre. Le mécanisme utilisé jusqu'à maintenant par la BCE n'a donc pas été sans effets, mais ces derniers sont restés limités. Cela a retardé et ralenti le rythme de développement de la crise, mais cela reste insuffisant pour l'arrêter.

L'équivalent d'un mécanisme d'avance aux trésors publics de la zone euro par la BCE s'impose logiquement en ultime recours. Il allégerait la pression de la dette<sup>2</sup> et placerait la zone euro hors de la tyrannie des marchés et des agences de notation. La spéculation cesserait d'elle-même, du moins pour un temps. La création monétaire nécessaire pour ces rachats et ces financements (entre 1 200 et 1 500 milliards d'euros) est du même ordre que celle qui fut réalisée par la Réserve fédérale américaine dans le cadre de ces « assouplissements quantitatifs ». Une telle création ferait substantiellement baisser le taux de change de l'euro face au dollar et aux monnaies qui sont de fait indexées sur le dollar.

Ainsi, nous réglerions en partie le problème de la dette accumulée et une large partie de la dette immédiatement à venir, tout en redonnant un dynamisme économique à la zone euro avec un taux de change de 1 euro pour 1,20 dollar. Ceci offrirait un répit de trois à quatre ans. Bien sûr, les problèmes structurels de

1. P. Artus, « Que se passe-t-il quand le Nord de la zone euro ne veut plus prêter au Sud? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 650, Natixis, 2 septembre 2011, p. 6.

2. Ce mécanisme a été proposé par T. I. Palley, « Monetary Union Stability: The Need for a Government Banker and the Case for a European Public Finance Authority », *Working Paper*, Düsseldorf, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, février 2011.

la zone euro ne seraient en rien résolus. Une politique de création monétaire ne saurait se substituer à une politique structurelle. Les États-Unis en ont d'ailleurs fait l'expérience, avec une succession d'« assouplissements quantitatifs » qui ont été incapables jusqu'à présent de ramener l'économie du pays sur la pente d'une croissance durable. Mais du temps serait à nouveau disponible pour chercher des solutions structurelles et faire évoluer la zone euro, et ceci n'est pas rien. En particulier, ce délai pourrait être mis à profit pour faire basculer le système du principe d'une monnaie unique à celui d'une monnaie commune. Encore faudrait-il que ce temps ne soit pas, comme ce fut le cas lors du premier plan de sauvetage de la Grèce au printemps 2010, gaspillé par l'inconséquence de nos gouvernants. Les exemples qu'ils ont pour l'instant fournis ne portent guère à l'optimisme.

Cette solution combine plusieurs avantages. Outre le fait de soulager les États dans la gestion de leurs dettes, elle aboutirait à une dévaluation importante de l'euro face au dollar, redonnant une bouffée d'oxygène à de nombreuses économies, dont celle de la France. Elle présente ainsi les avantages d'une sortie et d'une dévaluation sans en avoir les inconvénients. Elle permettrait de plus de limiter le choc sur les systèmes bancaires. Mais, par ailleurs, elle pose un problème de constitutionnalité pour l'Allemagne. Cette dernière n'a accepté le passage du deutschemark à l'euro que dans la mesure où le principe de stabilité des prix (la lutte contre l'inflation) restait l'objectif prioritaire de la BCE. Dans l'hypothèse que l'on vient d'évoquer, ceci n'est plus le cas à l'évidence. De plus, elle impose une nouvelle rédaction du statut de la BCE, qui devrait être réalisée dans l'urgence. Ici encore, nous payons au prix fort les retards et tergiversations de nos gouvernements depuis la fin de l'année 2009. Cette solution aurait dû être mise à l'étude dès le printemps 2010, voire le début de 2011. Il n'en a, hélas, rien été.

En dernier recours, les gouvernements de la zone euro semblent vouloir s'engager dans l'urgence à la fin du mois de

septembre 2011 dans la transformation du FESF pour qu'il puisse se servir des fonds dont il a été doté pour emprunter. Ceci pourrait contribuer à démultiplier ses moyens d'action qui, dans la situation actuelle, restent trop limités avec seulement 440 milliards d'euros. Il s'agit donc de monter un système dans lequel le FESF, doté d'une personnalité juridique, pourrait emprunter à la BCE en offrant sa dotation de 440 milliards en collatéral partiel. Avec les sommes empruntées, il pourrait racheter massivement des dettes émises par les pays en difficulté, quitte à les re-prêter à la BCE pour obtenir de nouveaux crédits. L'espoir est ici de contourner l'opposition de l'Allemagne à tout projet de refinancement direct par la BCE des trésors de ces pays.

Mais il faudrait, pour que l'affaire se fasse, la ratification par *tous* les pays de la zone euro de l'accord du 21 juillet 2011 ainsi qu'un accord sur les statuts du FESF. Ceci n'est pas impossible, comme le montre le vote du parlement finlandais le 27 septembre, mais prendra certainement du temps. Combien ? C'est la grande question qui se pose aujourd'hui dans les capitales européennes, où s'aiguisent de plus des oppositions sur la responsabilité des banques privées. La France et l'Allemagne soutenaient sur ce point, au début du mois d'octobre 2011, deux positions radicalement différentes. Olli Rehn, un des commissaires européens, avait avancé, lundi 26 septembre 2011, l'idée d'une augmentation massive du FESF aux pays en difficulté. Le lendemain, mardi 27 septembre, la ministre espagnole de l'Économie, Elena Salgado, déclarait qu'un relèvement à 2 000 milliards d'euros des capacités du FESF, qui correspondrait à l'hypothèse où le FESF se verrait doté d'une personnalité juridique, « n'était pas sur la table ». Quant au ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, il a qualifié cette hypothèse d'« idée stupide »<sup>1</sup>. On ne

1. D. Thiébaud, « L'euro reperd la main qu'il avait regagnée », *Challenges*, 28 septembre 2011, <http://conjoncture.blogs.challenges.fr/archive/2011/09/28/1-euro-reperd-la-main-qu-il-avait-regagne.html>.

pouvait avoir meilleure démonstration de l'ampleur des désaccords qui subsistent entre pays de la zone euro.

La possibilité politique d'une telle solution apparaît donc réduite, du moins dans sa forme concertée. On peut certes défendre l'idée d'une action unilatérale d'un ou de plusieurs pays, passant outre les réticences ou l'opposition de l'Allemagne et se décidant à contraindre leurs propres banques centrales à créditer soit directement leurs trésors publics, soit un fonds de garantie quelconque. Mais une telle solution équivaut en réalité à faire exploser la zone euro. On peut certes l'envisager, mais à la condition de comprendre que l'on sortirait alors du cadre que l'on a suivi jusqu'ici et qui est celui d'un sauvetage des pays en difficulté *dans* le cadre de l'euro.

Ici encore, nous mesurons la responsabilité de nos gouvernants politiques dans la crise actuelle. On peut se demander jusqu'à quel point l'opposition entre, d'une part, les Pays-Bas et l'Allemagne et, d'autre part, la France porte réellement sur la part des pertes que les banques privées devront subir<sup>1</sup>. Tout le monde comprend que ces dernières seront très lourdes dans le cas d'un défaut grec et encore plus si le Portugal et l'Espagne à leur tour doivent répudier leurs dettes. L'opposition est en réalité plus profonde et renvoie aux refus des pays du Nord de la zone euro de payer pour ceux du Sud. Patrick Artus résume assez bien l'état des choses du point de vue économique quand il écrit que des trois solutions théoriquement possibles pour assurer l'équilibre dans la zone euro, la première, soit le Nord prête au Sud, n'est plus possible, la deuxième – la mise en place d'institutions fédérales – ne correspond pas aux rythmes actuels de la crise, et la troisième – la compression de la demande intérieure des pays

1. R. Christie, « EU Split Over Push for Bigger Bank Haircuts », Bloomberg, 28 septembre 2011, <http://www.bloomberg.com/news/print/2011-09-28/european-union-split-over-push-for-bigger-bank-writedowns-in-greek-bailout.html>.

endettés jusqu'à résorption de leur déficit – n'est pas praticable<sup>1</sup>. Nous en sommes donc là. Le rythme d'évolution de la crise a dépassé le rythme d'évolution des élites politiques, qui restent encore en ce début d'automne 2011 largement engluées dans la « dissonance cognitive ».

Le décalage entre les solutions « théoriquement » possibles et ce qui est politiquement faisable a atteint son point limite. Pour reprendre l'expression de l'économiste américain Nouriel Roubini, nos gouvernements ont épuisé leurs cartouches politiques. Ils le savent, et ceci produit la montée d'un sentiment de panique dans les administrations qui désormais contamine les agents privés. En Grèce, au Portugal, mais aussi en Italie et en Allemagne, on commence à voir des entreprises ou de grandes fortunes privées retirer leurs fonds des banques de la zone euro pour les placer en dehors de la zone (très probablement en francs suisses et en dollars).

Nous en sommes au dernier quart d'heure.

### L'appel au BRICS : la solution du désespoir ?

En ce dernier quart d'heure, certains pays de la zone euro se sont résolus à faire appel aux pays que l'on appelle « émergents », soit les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, République Sud-Africaine). Ces pays ont un double intérêt à ce que l'euro survive dans sa forme actuelle. Tout d'abord, il présente l'avantage d'être une monnaie de réserve qui permet aux banques centrales de ces pays de diversifier la structure de leurs réserves de change (tableau 10).

1. P. Artus, « Que se passe-t-il quand le Nord de la zone euro ne veut plus prêter au Sud? », art. cit., p. 7.

**Tableau 10**  
**Part des différentes devises dans les réserves**  
**de change des banques centrales**

	Dollar américain	Euro	Deutschemark	Franc français	Autres (dont livre sterling et yen)
1995	59,00 %		15,80 %	2,40 %	22,50 %
1996	62,10 %		14,70 %	1,80 %	21,10 %
1997	65,20 %		14,50 %	1,40 %	18,60 %
1998	69,30 %		13,80 %	1,60 %	15,00 %
1999	70,90 %	17,90 %			10,90 %
2000	70,50 %	18,80 %			10,50 %
2001	70,70 %	19,80 %			9,10 %
2002	66,50 %	24,20 %			8,80 %
2003	65,80 %	25,30 %			8,60 %
2004	65,90 %	24,90 %			9,00 %
2005	66,40 %	24,30 %			9,20 %
2006	65,70 %	25,20 %			8,90 %
2007	64,70 %	25,80 %			9,80 %
2008	63,60 %	26,40 %			9,90 %
2009	62,20 %	27,30 %			10,70 %

Sources : FMI, 1995-1999 et 2006-2009 ; BCE, 1999-2005.

Or ces dernières sont par ailleurs considérables : près de 3 000 milliards de dollars pour la Chine, environ 500 milliards pour la Russie et pour l'Inde. L'évolution depuis 1995 est d'ailleurs instructive. Le dollar américain a renforcé sa position au moment même de la création de l'euro, qui lui-même a occupé une place plus importante que les monnaies qui le composaient. Ceci s'est fait, pour l'essentiel, au détriment des autres devises, comme la livre sterling et le yen. Le passage de l'euro scriptural à l'euro fiduciaire en 2002 a incontestablement dopé la position de l'euro. Cependant, de 2003 à 2006, les positions respectives du dollar et de l'euro semblaient stabilisées. C'est bien la crise

qui a commencé en 2007 et dont l'épicentre initial a été les États-Unis qui a relancé l'euro mais aussi les autres devises. Si l'euro a ainsi progressé de 2,10 % de 2006 à 2009, soit un gain relatif de 8,33 %, les autres devises ont aussi progressé de 1,80 %, soit un gain relatif de 20,2 %. La faiblesse actuelle et prévisible du dollar n'a pas entraîné de report massif sur l'euro.

Ensuite, la survie d'un euro largement surévalué par rapport à des monnaies dont le taux de change est fixé sur celui du dollar assure à ces pays émergents des exportations faciles en Europe. C'est en particulier le cas pour la Chine et le Brésil, deux pays qui – comme par hasard – ont fait des propositions concrètes d'aide à la Grèce et au Portugal.

La présidente du Brésil, Dilma Rousseff, a déjà donné son accord à une aide de 1,5 milliards d'euros au Portugal. Elle a suggéré, le 14 septembre 2011, qu'une des possibilités d'aide pourrait être un apport au FMI<sup>1</sup>, qui est à l'automne 2011 dans une situation difficile du fait de l'épuisement de ses liquidités. La Grèce et l'Italie se sont aussi tournées vers la Chine, qui a acquis une partie du port du Pirée et passé divers accords tant avec le Portugal qu'avec le gouvernement français<sup>2</sup>. Mais, en réalité, tant la Chine et la Russie que le Brésil sont intéressés par l'acquisition d'actifs et non par le rachat de la dette. Le secrétaire d'État aux Finances de Grèce, Filippos Sachinidis, a bien dû le reconnaître<sup>3</sup>. Jamais les sommes engagées n'ont dépassé quelques milliards d'euros, soit fort loin des montants qui seraient nécessaires pour ces pays. En fait, des pays comme le Brésil et la Chine ont un intérêt à aider – à

1. O. Levard, « Le Brésil et la Chine pour sauver l'euro? », LCI-TF1 News, 15 septembre 2011, <http://lci.tf1.fr/economie/conjoncture/le-bresil-et-la-chine-pour-sauver-l-euro-6708398.html>.

2. D. Thiébaud, « Au secours, les Chinois vont nous sauver », *Challenges*, 13 septembre 2011, <http://conjoncture.blogs.challenges.fr/archive/2011/09/13/au-secours-les-chinois-vont-nous-sauver.html>.

3. « La dette grecque n'attire pas la Chine », *Le Figaro.fr-Reuters*, 14 septembre 2011, <http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2011/09/14/97002-20110914FILWWW00551-la-dette-grecque-n-attire-pas-la-chine.php>.

la marge – certains gouvernements de la zone euro pour gagner ainsi la possibilité d'en faire des avocats de leur cause dans les négociations en cours entre ces pays et l'Union européenne. On voit que c'est ici un calcul à bien courte vue que celui qui consiste à croire que l'aide des BRICS va sauver la zone euro.

Ces pays, et cela est tout à fait normal, ne recherchent que leur avantage avant tout dans le domaine commercial. Les laisser intervenir dans les problèmes internes de la zone euro signifie renoncer à jamais à la possibilité de mettre en place des barrières tarifaires.

### **L'impact du sauvetage de la zone euro sur la France**

Il nous faut maintenant regarder plus précisément ce que serait l'influence sur la France du sauvetage de la zone euro dans une situation où toute monétisation des dettes serait exclue. La prolongation de la politique actuelle implique d'ores et déjà des coûts importants supportés par la partie la plus pauvre de notre population. Cette austérité serait aggravée par le fait que la France devrait prélever sur sa richesse nationale (son PIB) de 12 à 20 milliards d'euros par an pour contribuer au sauvetage des pays en difficulté, et cela très probablement jusqu'en 2018 ou 2019.

D'ailleurs, dans le débat de ces derniers mois, nombreux sont ceux qui ont reconnu que la situation actuelle, telle qu'elle est issue de la logique du traité de Maastricht et qui a été confortée par le traité de Lisbonne, est incompatible avec ce qu'ils appellent une « ambition sociale ».

#### *Un surcroît d'austérité*

L'austérité est inévitable en raison des ajustements budgétaires très importants qu'il faudrait nous imposer pour sauver l'euro. C'est le grand non-dit de la campagne présidentielle. Comment veut-on passer d'un déficit de 7 % du PIB à un déficit d'environ 2 % – réduction qui s'avérera nécessaire pour éviter la croissance

du poids de la dette publique en pourcentage du PIB – sans toucher au système social? Cette réduction de 5 % du PIB du déficit implique une austérité qui mettra à mal la totalité des projets et des promesses sociales que font soit Nicolas Sarkozy, soit le candidat du Parti socialiste.

Pourtant, si l'on reste dans la logique actuelle, cette réduction du déficit s'imposera immanquablement. Faute de quoi il est clair que la France perdra rapidement sa note AAA<sup>1</sup> et verra le coût du financement de sa dette monter rapidement. Le plan d'austérité annoncé par le gouvernement en août 2011 se veut une réponse au risque de la perte de la note AAA. Mais les 10 milliards d'économies sont, à cette échelle, absolument dérisoires et pourtant ils sont probablement inatteignables. On mesure ici la folie qui fut celle d'interdire absolument tout financement direct par la banque centrale du déficit, ce que l'on appelait autrefois les « avances au trésor public ».

Un choc identique attend l'Italie, tandis que le Portugal et l'Espagne devront s'infliger un choc de 10 % et la Grèce de plus de 15 %. L'impact cumulatif de ces politiques aura, bien entendu, un impact important sur la conjoncture économique. On peut donc estimer très probable que l'affaiblissement des recettes fiscales qui résultera de cette dépression imposera un surcroît d'effort budgétaire. Comme ce choc budgétaire ne pourra certainement pas être administré uniquement par une hausse des impôts, il faudra couper dans les dépenses publiques. Or ces dernières ont été la principale source de soutien de la demande en France. On voit encore que cette politique aura de puissants effets dépressifs sur l'économie française. Dans ce contexte, il est clair que les inégalités sociales augmenteront dans des proportions considérables.

Ce choc doit être comparé à celui qui surviendrait si la France se décidait à sortir de l'euro et à dévaluer sa monnaie retrouvée.

1. Plusieurs grandes banques françaises ont déjà vu leur note dégradée, préliminaire à une révision de la note de l'État français.

Le choc d'une dévaluation sur la consommation est estimé (si rien n'est fait dans le domaine fiscal pour l'amoinrir, en particulier en ce qui concerne les taxes sur les carburants) à 2 % du PIB dans le cas d'une dévaluation de 25 %.

En comparaison, le choc de plus de 5 % qui nous attend est considérablement plus important. Nous en sommes donc au point où la baisse potentielle du pouvoir d'achat apparaît devoir être nettement plus importante si nous devons rester dans la zone euro que si nous en sortons. L'impact de l'austérité nécessaire au maintien de la note AAA pour la France, tant direct (baisse du revenu) qu'indirect (montée du chômage), sera en effet considérable.

### *La croissance et la dévaluation*

Il y a cependant une autre manière de stabiliser le poids de la dette publique en pourcentage du PIB ; elle consiste à augmenter dans des proportions importantes la croissance. Une hausse de la croissance aurait un effet mécanique non seulement sur le rapport dette publique/PIB en augmentant le dénominateur, mais aussi par les rentrées supplémentaires d'impôts qu'elle engendrerait – et l'on sait que ces hausses ou ces baisses sont plus que proportionnelles aux variations du PIB –, elle aboutirait ici encore mécaniquement à diminuer le déficit. On est donc fondé à s'interroger sur la possibilité de relancer la croissance par une dévaluation, dans le cas où nous n'aurions plus d'autres perspectives que de sortir de l'euro.

Il faut maintenant évaluer ce qu'une dévaluation pourrait rapporter à la France. Outre les études déjà citées sur ce qu'a coûté la surévaluation de l'euro, on dispose désormais d'une étude mesurant la sensibilité de l'économie française à une dévaluation<sup>1</sup>. En fait, les calculs présentés dans cette étude montrent que prati-

1. P. Artus, « Dans quels pays de la zone euro la dépréciation du change serait-elle favorable? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 743, Natixis, 6 octobre 2011.

quement tous les pays du Sud de la zone euro ainsi que l'Irlande auraient intérêt à dévaluer. Le problème du coût du financement des activités ne se pose que pour la France, et l'on peut considérer que si une sortie de l'euro s'accompagne d'un retour aux avances de la banque centrale au trésor public et d'un contrôle important sur les mouvements de capitaux, le coût du financement peut être maîtrisé. Notons par ailleurs que cette dévaluation n'est pas nécessairement unilatérale. Elle pourrait très bien être coordonnée avec les autres pays.

On a intégré dans les résultats une dévaluation de l'Italie, de la Grèce et du Portugal. Quant à l'Allemagne, ce n'est pas son intérêt de dévaluer. En fait, une autre étude légèrement antérieure à celle citée plus haut et qui a été menée par Patrick Artus montre que l'élasticité de l'économie française, calculée comme la somme des élasticités des importations et des exportations<sup>1</sup>, à une possible dévaluation de l'euro était l'une des plus importantes parmi les pays de la zone euro (tableau 11).

**Tableau 11**  
**Élasticités totales du commerce extérieur**  
**(importations et exportations) à une dépréciation de l'euro**

+ 0,15 en France
- 0,22 en Espagne
+ 0,01 en Italie
+ 0,11 au Portugal
+ 0,20 en Grèce
+ 0,12 en Irlande

Source : P. Artus, « Quels pays seraient les gagnants d'un fort recul de l'euro? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 245, Natixis, 1<sup>er</sup> avril 2011.

Note : le chiffre indique l'amélioration de la balance commerciale du pays par unité de dévaluation.

1. Il s'agit des modifications de quantité induite par des modifications de prix. Ici, en cas de dévaluation, on estime de combien les exportations augmenteraient du fait de la baisse de leurs prix et de combien les importations diminueraient du fait de la hausse de leurs prix.

L'euro « maintenu » pourrait connaître une assez forte appréciation dont les effets viendraient se cumuler à ceux de notre dévaluation. Ceci constitue d'ailleurs une menace potentielle dont la France devrait se servir dans ses négociations avec l'Allemagne. Les diverses études qui ont été faites sur ce sujet ont montré que la surévaluation (ou l'appréciation) de l'euro nous coûte 1 % de croissance par tranche de 10 % de surévaluation par rapport au taux de change qui, pour notre pays, correspondrait à une certaine forme d'équilibre du point de vue du commerce extérieur<sup>1</sup>. Ce dernier peut être estimé aujourd'hui à 1,05 dollar. En fait, on peut estimer que l'euro est surévalué d'au moins 25 % quand il se trouve à 1,44 dollar américain. Le taux de change correspondant au taux d'équilibre pour l'économie française se situant entre 1,05 et 1,10 dollar.

Quelles ont été les conséquences d'une telle surévaluation ? Pour 2011, elles signifient que nous aurions eu sans cette surévaluation un taux de croissance de 4 % à 4,5 % au lieu des 1,7 % que l'on attend. On en conçoit immédiatement les implications sur le taux de chômage mais aussi sur les salaires. Il faut de plus envisager les effets d'une croissance, qu'elle soit faible ou qu'elle soit forte, en dynamique via les effets cumulatifs. Ceci n'a pas été fait dans l'article déjà cité de Francis Cachia de 2008, qui se contente d'estimer ce que serait l'écart de croissance, ce qui confère à cette étude une dimension statique : « toutes choses étant égales par ailleurs »... Et l'on sait que dans le monde réel, ce n'est jamais le cas. Cette dimension statique de l'étude n'en invalide nullement le résultat. Cependant, cela doit

1. F. Cachia, « Les effets de l'appréciation de l'euro sur l'économie française », art. cit. ; voir aussi l'article prémonitoire de S. Federbusch, « La surévaluation de la monnaie unique coûte cher à la croissance », *Libération*, 26 avril 2006. L'équilibre est ici défini par la valeur du taux de change à partir de laquelle les effets positifs de la dévaluation sont épuisés et les effets négatifs (en particulier l'augmentation du prix des matières premières et autres produits semi-finis) commencent à l'emporter.

conduire à le réinterpréter dans le cas d'une dépréciation du franc retrouvé.

La faible croissance induit un cercle vicieux d'un accroissement du chômage via la différence entre la faible croissance de la demande intérieure et la hausse de la productivité du travail, dans l'industrie en particulier. Cet accroissement du chômage entraîne celui des prestations sociales pour des revenus fiscaux qui n'augmentent plus que faiblement. Ceci entraîne la hausse des déficits budgétaires et des budgets sociaux. Une hausse trop forte de ces déficits induit le plus souvent une politique d'austérité, qui tend à déprimer un peu plus la demande, et on entre dans un processus cumulatif qui s'apparente d'autant plus à un cercle vicieux. Au contraire, une croissance forte induit, quant à elle, un cercle vertueux. Cette croissance forte conduit à ce que le rythme de croissance de la demande soit supérieur à celui de la productivité, ce qui fait baisser le chômage. La diminution du chômage tend à stabiliser, voire à faire baisser les prestations sociales tandis que la croissance produit mécaniquement des rentrées plus que proportionnelles des impôts. Il s'amorce alors un cycle de stabilisation, voire de décrue des déficits fiscaux et sociaux.

Le calcul a été fait rétrospectivement sur la période qui va du troisième trimestre 2003 au troisième trimestre 2010 et en supposant un taux de change de 1,05 dollar pour 1 euro et des taux d'intérêt restant inchangés (tableau 12).

Trois trajectoires sont comparées ici. La première correspond à la réalité, avec la hausse progressive du taux de change telle qu'elle a été constatée à partir de 2003. Puis on estime ce qui serait advenu si le taux de change était resté à sa valeur correspondant à un équilibre, en distinguant deux trajectoires, l'une linéaire et l'autre incorporant les effets cumulatifs d'une dévaluation. La comparaison de ces deux trajectoires à la trajectoire réelle de l'économie française est édifiante.

**Tableau 12**  
**Comparaisons des recettes publiques et du déficit cumulé**  
**en fonction du taux de change de l'euro**

Revenus de l'État à taux d'imposition constant (en milliards d'euros)  
 Solde primaire d'exécution de la loi de finances (en milliards d'euros)

	Tx de change constaté	Tx d'équilibre, hypothèse linéaire	Tx d'équilibre, hypothèse non linéaire	Tx de change constaté	Tx d'équilibre, hypothèse linéaire	Tx d'équilibre, hypothèse non linéaire
2003	737,814	739,818	739,010	-61,822	-59,817	-60,626
2004	760,655	776,052	774,444	-55,663	-40,267	-41,875
2005	785,516	817,011	814,970	-46,147	-14,652	-16,693
2006	804,258	852,168	850,123	-37,007	10,904	8,859
2007	807,518	881,331	893,789	-44,499	29,313	41,772
2008	811,732	920,899	972,466	-54,744	54,423	105,990
2009	769,756	902,605	974,407	-121,331	11,519	83,320
2010	778,734	930,099	1009,622	-125,790	25,575	105,098

Source: Agence France Trésor, ministère de l'Économie et des Finances, et calculs de l'auteur.

Le PIB théorique<sup>1</sup> devient très rapidement supérieur au PIB correspondant au taux de change constaté de l'euro, pour aboutir au troisième trimestre 2010 à un écart instantané de 11,6%. L'écart cumulé entre le PIB théorique et le PIB réel équivaut à l'équivalent d'un trimestre (403 milliards d'euros). Il est possible alors d'en déduire des recettes publiques qui sont nettement plus importantes (équivalant à 4% du PIB) que celles qui ont été réalisées en réalité. Et encore ceci ne tient-il pas compte du fait que les variations des recettes fiscales sont proportionnellement plus fortes que celles du PIB. Elles augmentent plus vite quand

1. À ne pas confondre avec la notion de PIB notionnel qui est très utilisée dans les modèles de type néoclassique. Dans ces modèles, le PIB notionnel correspond au PIB tel qu'il aurait été si tous les facteurs conjoncturels (politique monétaire, prix des matières premières, etc.) étaient restés neutres.

ce dernier est lui-même croissant et diminuent plus vite quand ce dernier décroît.

En fait, une sortie de l'euro provoquerait un choc immédiat, suivi d'une période de forte croissance, alors que le maintien dans l'euro nous impose une dégradation régulière de la situation et une baisse du pouvoir d'achat inéluctable.

On rétorque alors souvent qu'une sortie de l'euro pourrait ne pas entraîner de résultats positifs si tous les pays de la zone nous suivaient dans notre politique et décidaient de dévaluer eux aussi de 25 %. Cet argument n'est logique qu'en apparence. Tout d'abord, la part de notre commerce avec les pays de la zone euro est l'une des plus faibles parmi les pays de la zone. Seuls, le Luxembourg et la Grèce ont moins de commerce avec leurs partenaires de la monnaie unique que nous. La dévaluation reste nécessaire par rapport aux autres économies dont la monnaie est indexée sur le dollar. Mais, d'autre part, un certain nombre de pays de la zone euro n'ont pas intérêt à dévaluer, en raison de la structure de leur commerce international. Imaginer qu'ils dévalueraient avec la même intensité que nous simplement parce que nous aurions dévalué va alors à l'encontre de la logique. C'est un argument de mauvaise foi. Les pays qui ont un intérêt à dévaluer sont bien connus, il s'agit de la Grèce, du Portugal, de l'Italie, de la France et – marginalement – de l'Espagne. Les gains de croissance seraient réalisés sur les pays n'ayant pas intérêt à dévaluer (l'Allemagne) et surtout sur les pays hors de la zone euro.

L'argument d'une dévaluation généralisée en cas de sortie de quelques pays n'a donc pas de substance et sert uniquement à faire peur à ceux qui ne connaissent pas les structures du commerce international des pays européens.

### *La poursuite de la désindustrialisation*

Si la croissance globale est incontestablement un élément important, le contenu de cette dernière ne l'est pas moins. Notre

pays a connu un processus de désindustrialisation important. L'un des objectifs qu'il conviendrait de se fixer dans l'hypothèse d'une sortie de l'euro serait d'arrêter puis d'inverser ce processus.

En effet, avec un euro fort (et une absence de droits de douane) nous sommes condamnés à perdre notre tissu industriel. Or l'industrie est une activité qui engendre une structure des salaires très différente de celle d'une économie où prédominent la finance, les services à la personne et le commerce. Autrement dit, nous sommes condamnés avec le taux de change tel que nous le connaissons à voir l'emploi se polariser entre un petit nombre de positions très bien payées (dans la finance et dans les services associés comme la communication) et le plus grand nombre réduit à gagner le SMIC ou peu s'en faut.

Les causes de la désindustrialisation sont connues : la différence des coûts salariaux entre la France et les pays émergents où la productivité progresse très fortement depuis une quinzaine d'années. Or non seulement l'euro s'est apprécié par rapport au dollar mais il s'est apprécié bien plus par rapport aux monnaies de certains pays émergents. Ajoutons à cela l'ouverture pratiquement totale à la concurrence internationale voulue par l'Union européenne.

En fait, la question de la protection relative du marché intérieur et de la pénétration sur les autres marchés combine la question des droits de douane et celle du taux de change. Si l'on s'en tient uniquement à ce dernier, on voit que ce n'est pas seulement le volume de croissance qu'il pénalise mais aussi le contenu de cette dernière. Ce processus a été entamé lors de la politique dite de « franc fort » menée en son temps par Pierre Bérégovoy. On doit rappeler que cette politique nous avait été présentée comme devant permettre une convergence avec l'Allemagne dans la perspective d'une monnaie européenne qui ne s'appelait pas encore l'euro. Mais ce processus s'est incontestablement accéléré depuis le passage à la monnaie unique et, depuis 2003, avec la surévaluation de cette dernière.

Compte tenu des gains de productivité que l'on connaît en France, il faudrait que l'on ait une croissance sensiblement

supérieure à 3 % pour que le phénomène de la désindustrialisation s'arrête et que nous cessions de perdre des emplois. Seul, le choc de croissance qu'une dévaluation brutale de plus de 20 % est susceptible de nous procurer est en mesure d'arrêter puis d'inverser le processus de désindustrialisation à court terme, ouvrant alors la possibilité d'une refonte des structures de l'économie française pouvant enraceriner dans la durée le processus de réindustrialisation. L'un des éléments que les tenants de politiques structurelles ignorent ou oublient dans leur raisonnement, c'est que ces politiques, pour avoir une chance de succès, ont besoin d'un nouveau contexte. Une politique structurelle, aussi judicieuse soit-elle mais réalisée dans un contexte de surévaluation monétaire et de désindustrialisation, risque fort soit de ne pas être suffisamment efficace pour compenser ce contexte, soit de ne pas aboutir car les acteurs (les entreprises et leurs salariés) n'y croiront pas. Une forte dévaluation ne remplacera jamais une politique structurelle adaptée, mais elle est à même de changer le contexte et, par là, la structure des préférences individuelles des agents économiques. Ces derniers croiront d'autant plus et d'autant mieux à cette politique structurelle qu'ils se trouveront dans un contexte qui en validerait les choix.

Les coûts de notre inscription dans la zone euro apparaissent ainsi bien supérieurs aux coûts de notre éventuelle sortie. Ce n'est pas un hasard si la zone euro a connu, comme on l'a montré au premier chapitre, le taux de croissance le plus faible de tous les pays développés. Un peu d'honnêteté aboutirait à le reconnaître. Mais on peut alors soulever un autre problème : l'euro n'est-il pas la seule formule de coopération entre pays européens ?

## Coopération et non-coopération parmi les nations

Dans le débat actuel, on lit souvent des formules intellectuellement affligeantes telles que « l'euro, c'est la paix sur le continent

européen » ou encore « l'euro, c'est l'Europe ». Ce sont des injures à l'intelligence qui montrent un mépris de l'Histoire et de ses réalités.

La paix sur le continent européen tout d'abord n'est que partielle. On l'a vu dans les Balkans. Mais si la paix est par contre bien établie en Europe occidentale, on le doit à la combinaison de deux faits, la dissuasion nucléaire et la réconciliation franco-allemande, elle-même fruit du travail que les Allemands ont réalisé sur leur propre histoire. Rien de tout cela n'est lié, de près ou de loin, à l'euro. Par ailleurs, n'oublions pas que sur les vingt-sept pays de l'Union européenne seule une partie d'entre eux fait partie de la zone euro. Une fois litière faite de ces contrevérités, on peut tenter une analyse dépassionnée de la question de la coopération et du conflit.

L'union monétaire est présentée comme une avancée dans la voie de la coopération entre États européens, ce qu'elle est indiscutablement. Mais est-elle viable dans sa forme actuelle ? Les pays de la zone euro sont très loin, on l'a vu, de constituer une « zone monétaire optimale », et ce quel que soit le sens que l'on donne à cette notion. Les divergences structurelles entre les économies qui la composent, qui étaient déjà importantes au départ, se sont en fait accrues depuis 2002-2003. Il faudrait un effort budgétaire considérable de la part des plus riches pour harmoniser cette zone.

On tend alors à nous présenter la coopération comme un bien en soi face à la possibilité d'un conflit. Mais c'est oublier que, dans la réalité, coopération et conflit sont étroitement liés. En fait, le conflit fait partie intégrante de la coopération, tout comme on constate que des formes résiduelles de coopération subsistent au sein des formes les plus violentes de conflits. Si la théorie des jeux a popularisé les notions de « jeu à somme nulle » ou de « gagnant-gagnant », il faut se souvenir qu'elle décrit un univers unidimensionnel, où les agents ont des préférences stables<sup>1</sup>. La réalité est

1. Pour une critique de fond, voir J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle?*, op. cit., chap. 1, 2 et 3.

encore une fois bien différente. La coopération ne s'établit pas seulement quand des acteurs ou des pays constatent qu'ils ont un intérêt à coopérer. Elle s'établit aussi quand ces mêmes acteurs ou pays ont les moyens de « punir » un pays qui détournerait le processus de coopération à son seul profit. *Autrement dit, la menace permanente d'un recours au conflit est le véritable ciment de la coopération.* Car si une situation de conflit est assurément inférieure à une situation de coopération, cette même situation de conflit est bien souvent supérieure à une forme de coopération capturée par un ou quelques acteurs. Or c'est très précisément la situation actuelle dans la zone euro. L'Allemagne a détourné le mécanisme à son profit, ce que montrent les statistiques du commerce extérieur allemand. Nous sommes donc confrontés au véritable problème qui gît sous la notion de « coopération ». Les relations franco-allemandes seront-elles à terme renforcées ou affaiblies par la zone euro ?

On n'a pas utilisé le terme de « couple franco-allemand » à dessein. Ce terme, si fréquent sous la plume et dans la bouche de responsables français est quasi inexistant outre-Rhin. Si les relations franco-allemandes ont nourri bien des fantasmes, ce furent – et ce sont – essentiellement des fantasmes français. Si nous restons dans la zone euro, la population française ressentira chaque mois un peu plus la dureté de la contrainte imposée par l'Allemagne. Le sentiment anti-allemand grandira jusqu'à rendre difficilement gérables les relations entre nos deux pays. Si nous acceptons maintenant de nous décentrer et de prendre le point de vue allemand, nous devons considérer qu'il est celui d'une population entrée dans un déclin non plus relatif mais absolu. Il est impératif pour les Allemands, s'ils veulent maintenir leur niveau de vie à l'avenir, qu'aucune charge nouvelle ne vienne s'ajouter aux budgets publics. La dynamique démographique de la France rend possible le maintien d'une structure de répartition intergénérationnelle quand la structure démographique de l'Allemagne lui impose d'adopter une structure patrimoniale.

Le maintien dans l'euro est une politique qui porte en elle les ingrédients pour un renouveau du conflit franco-allemand. Au contraire, une sortie de l'euro, qu'il s'agisse de la France ou de l'Allemagne, permettrait de dédramatiser ces relations. Ceci ne signifie pas qu'il faille jeter à la rivière l'idée d'une *coordination* dans le domaine monétaire. Cette *coordination* peut cependant prendre bien d'autres formes que celle de la monnaie unique dont les contraintes l'emportent sur les avantages. Cependant, une importante leçon des trente dernières années doit être tirée. La coopération ne pourra fonctionner que si nous construisons sérieusement des stratégies nous permettant, le cas échéant, de « punir » nos partenaires ou à tout le moins de les convaincre de notre résolution à ne pas accepter des politiques par trop contraires à nos intérêts. Il ne suffit pas de dire à la cantonade : « Je veux coopérer », pour obtenir satisfaction. Cette stratégie-là ne fonctionne que dans le monde des « bisounours ».

Inversement, le refus temporaire de la coopération, le choix délibéré du conflit, peut permettre de reconstruire une attitude crédible sur la base de laquelle une négociation ultérieure peut aboutir. La France en a donné l'exemple en 1965 avec la « politique de la chaise vide<sup>1</sup> » qui devait aboutir au fameux « compromis de Luxembourg ». Dès lors, le principe de la coordination monétaire pourrait être plus fructueusement appliqué une fois que la crédibilité de la France aura été restaurée par des mesures qui, si elles entament un conflit, laissent aussi la porte ouverte aux négociations et à la reprise du processus de coordination, mais sur d'autres bases.

Ainsi, la coopération doit certainement être recherchée, mais ce n'est pas en la fétichisant, en prétendant exclure du cadre de la vie politique la réalité du conflit, que l'on peut y parvenir. Ceux qui

1. Sur cette crise, on consultera les archives de l'ENA ([http://www.ena.lu/politique\\_chaise\\_vider-010100254.html](http://www.ena.lu/politique_chaise_vider-010100254.html)) et A. Peyrefitte, *C'était de Gaulle*, t. 2 : *La France reprend sa place dans le monde*. Paris, Fayard, 1997, p. 288-291.

disent très fort aujourd'hui qu'il faut sauvegarder la coopération à tout prix et, pour cela, résister à toute tentation de sortir de la zone euro prennent la responsabilité devant l'Histoire et devant les peuples de rendre la poursuite d'une politique de coopération impossible et de réactiver l'antagonisme franco-allemand.

L'Europe a finalement peu à craindre de l'échec de la zone euro. Ce montage institutionnel fait de bric et de broc, et construit dans l'urgence par une élite politique aux abois et des technocrates sans légitimité peut fort bien disparaître. Mais l'Europe a tout à craindre du réveil d'un antagonisme franco-allemand qu'alimenterait le juste ressentiment qui naît de l'oppression des intérêts des uns et des autres.

### **L'hypothèse de la monnaie commune après une crise de l'euro**

L'Allemagne est le pays qui profite le plus de la zone euro. Elle est aujourd'hui confrontée à un véritable dilemme : doit-elle perdre l'avantage compétitif que lui donnent la monnaie unique et sa garantie de pouvoir exporter sans obstacles dans les économies des pays voisins ou doit-elle accepter de payer le prix de la solidarité avec ces mêmes pays ? Le problème est ici hautement politique.

Le coût que l'Allemagne devrait payer par la baisse de ses exportations due à une rupture de la zone euro et des dévaluations de ses voisins (dont la France) pourrait être présenté à l'opinion allemande comme la conséquence de la mauvaise volonté de ses partenaires. Par contre, le coût de la solidarité sera directement imputé aux gouvernements allemands, qui devront faire voter des lois organisant le prélèvement régulier sur la richesse allemande, hors l'hypothèse d'une monétisation de la dette<sup>1</sup>, pré-

1. Mais auquel cas ils devraient affronter la susceptibilité de l'opinion publique allemande sur la question de l'inflation.

lèvement qui serait au minimum égal à 2 % de son PIB annuel et, en réalité, probablement au double si l'on compte ici le coût accumulé des emprunts et des garanties d'emprunts.

On peut comprendre que dans un pays vieillissant, n'assurant plus le renouvellement de sa population, les gouvernements hésitent. Si la France avait dès le début de la crise, soit dès l'hiver 2009-2010, fait preuve de fermeté et placé l'Allemagne devant ses responsabilités, peut-être aurions-nous vu se dessiner une option politique en faveur de la solidarité. Mais, dans la mesure où nous avons habitué les dirigeants de ce pays à une soumission sans faille et régulière depuis les années 1990, le discours du gouvernement français n'a pas été crédible. Il nous faudrait construire notre crédibilité sur de nouvelles positions, et sans doute menacer l'Allemagne d'une explosion de la zone euro. Cela implique aussi que nous puissions convaincre nos partenaires qu'au-delà des mesures de court terme qui pourraient être indiquées c'est vers un mécanisme différent qu'il faudrait aller : vers la monnaie commune.

Dans ce mécanisme, chaque pays recouvrerait en partie sa souveraineté monétaire mais dans un cadre de forte réglementation des marchés financiers interdisant toute spéculation. Les financements par la BCE mais aussi par des mécanismes bancaires spécifiques (comme les anciens « planchers minimum d'effets publics ») permettraient aux États de s'émanciper des marchés financiers et des agences de notation. Les taux de change entre les monnaies européennes seraient fixés et réajustés tous les ans pour garantir à la fois la stabilité et laisser au système des marges de flexibilité.

La monnaie commune, qui assurerait l'ensemble des transactions commerciales et financières avec les pays « hors zone », serait quant à elle cotée sur les marchés financiers, mais dans des cadres limitant la spéculation et permettant à la BCE d'orienter le cours de cette monnaie commune afin d'éviter de retomber dans le piège de la surévaluation. Cela implique un accord collectif sur les restrictions à apporter aux mouvements de capitaux et aux

opérations de marché. Un mouvement en ce sens est incontestablement en train de se dessiner au niveau de l'Union européenne.

Cependant, on doit à la vérité de reconnaître qu'en l'état actuel ce mouvement en est à ses prémices et qu'il y a très peu de chances que les mesures qui s'imposent soient acceptées par nos partenaires. D'ailleurs, politiquement, l'occasion a été probablement perdue. Une telle stratégie aurait dû être mise en discussion dès les premiers signes de la crise grecque, soit en septembre 2009. Elle aurait dû être mise en œuvre lors de la crise irlandaise ou portugaise. Il n'en a rien été et, désormais, au vu de l'accélération et de la généralisation de la crise, il est trop tard. D'ailleurs, à l'automne 2011, le gouvernement allemand s'opposait toujours à un financement massif par la BCE du rachat des dettes directement auprès des États membres. L'Histoire jugera sévèrement le personnel politique européen qui a vécu (et qui vit encore) dans le déni de la crise. Un tel aveuglement vaut révocation...

### Sortir ou rester : une politique pour la France ?

Une autre solution, certes moins coopérative, est cependant possible. Il conviendrait de procéder à des mesures unilatérales dans le cadre de la zone euro, par exemple en réquisitionnant la Banque de France pour qu'elle procède à des avances au Trésor public et en réintroduisant à la seule échelle de la France des contrôles sur les mouvements de capitaux. J'avais évoqué cette solution dès octobre 2009. Elle a été reprise par Jacques Généreux mais aussi par Jean-Pierre Chevènement dans son « plan B » sur la question de l'euro<sup>1</sup>. Notons ici que rien ne nous empêche de mettre en place une partie de ces mesures par la réquisition de la Banque de France, ce qui impliquerait la mobilisation de

1. J. Généreux, *Nous, on peut!*, Paris, Seuil, 2011 ; J.-P. Chevènement, *Sortir la France de l'impasse*, Paris, Fayard, 2011.

l'article 16 de notre Constitution. Il est cependant évident qu'une telle politique conduirait à une violente crise de la zone euro, mais il n'existe pour l'instant aucune disposition permettant d'en expulser un pays récalcitrant.

Il nous serait ainsi possible, du moins en théorie, de mener une politique unilatérale avec un financement monétaire d'une partie du déficit budgétaire à l'intérieur de la zone euro. Ce sont les pays qui se constitueraient en « gardiens de l'orthodoxie » qui pourraient alors être conduits à quitter la zone euro. On aboutirait ainsi au scénario ayant la préférence de Frédéric Lordon, soit l'expulsion de l'Allemagne hors de la zone euro <sup>1</sup>.

Mais une telle issue, qui nous serait largement favorable, impliquerait cependant un degré de coopération avec des pays comme l'Espagne ou l'Italie qui est aujourd'hui peu probable. L'idée d'un « euro du Sud » qui isolerait l'Allemagne et pourrait pousser ce pays à sortir de la zone euro <sup>2</sup>, si elle est intellectuellement séduisante, risque de se révéler difficilement applicable, du moins dans l'immédiat. Encore une fois, nous sommes dans une phase d'accélération de la crise. Cette solution aurait donc dû être pensée et préparée dès le début de 2010. De plus, les mesures envisagées, si elles étaient appliquées par la France seule, risqueraient d'être insuffisantes pour faire baisser suffisamment le taux de change de l'euro. Or ceci est un point capital. Sans une baisse importante du taux de change, les économies des pays d'Europe du Sud resteront étranglées. Si ces mesures étaient appliquées avec l'ampleur et la brutalité nécessaires, elles pourraient bien s'avérer l'antichambre d'une sortie de l'euro.

Il n'y a donc probablement pas d'autre issue que d'accepter les conditions et les conséquences du maintien dans la zone euro

1. F. Lordon « Ce n'est pas la Grèce qu'il faut exclure, c'est l'Allemagne », blog « La pompe à phynance », 29 mars 2010, <http://blog.mondediplo.net/2010-03-29-Ce-n-est-pas-la-Grece-qu-il-faut-exclure-c-est-l>.

2. Jacques Généreux propose d'appeler cet « euro du Sud » l'eurosol pour « euro solidaire ». (J. Généreux, *Nous, on peut!*, op. cit.)

ou, par une succession d'actions unilatérales, de préparer notre sortie. Telle est donc la troisième solution.

Le choix se fera donc entre le maintien dans une zone euro en crise, à un coût considérable en matière d'austérité et de pouvoir d'achat, et ce sans pouvoir espérer autre chose qu'une rémission, des mesures d'urgence prises à l'initiative d'un pays (la France) permettant d'organiser une transition rapide vers une monnaie non plus unique mais commune ; et enfin une sortie de la zone euro. Cette solution produira assurément un traumatisme. Mais ce dernier sera plus politique qu'économique. Si une solution coordonnée est préférable, il faut aussi se poser la question de ce qui est aujourd'hui possible.

### Pourquoi sortir ?

La sortie de l'euro doit donc être envisagée sérieusement comme une issue à cette crise. Mais elle ne doit pas se contenter d'être un geste symbolique, une simple réaffirmation de notre souveraineté. Or c'est bien souvent comme cela qu'une telle sortie est envisagée. Si une telle mesure s'avère finalement nécessaire<sup>1</sup>, c'est avant tout parce que l'on peut considérer qu'elle et elle seule serait en mesure de permettre la mise en place d'une alternative économique représentant un véritable choix stratégique pour notre pays.

On doit ici ajouter que, si les mesures d'accompagnement nécessaires sont prises, le choc d'une telle sortie pourrait se révéler parfaitement gérable. Une sortie maîtrisée de l'euro impliquerait de prendre les mesures qui nous rendraient indépendants des marchés financiers et des agences de notation quant au financement de notre dette. L'épargne dégagée par la France est à cet

1. J'ai détaillé dans une note les mesures qui s'imposeraient si nous devions nous résoudre à cette extrémité ; voir J. Sapir, *S'il faut sortir de l'euro*, Mémoire des luttes, 23 avril 2011, <http://www.medelu.org/spip.php?article799>.

égard surabondante. Le financement de la dette pourrait donc être assuré sans compromettre l'effort d'investissement nécessaire. En fait, cette épargne aujourd'hui sert en partie à alimenter la spéculation financière !

Dans la phase transitoire préparant d'ailleurs cette sortie, la chute de la valeur des titres de dette circulant à l'extérieur de nos frontières rendrait possibles des opérations massives de rachat à très bas coût par l'État. La dévaluation qui suivrait alors notre sortie de l'euro, que l'on peut estimer entre 20 % et 25 %, ne s'accompagnerait donc pas d'un alourdissement de notre dette.

Quant au choc sur le pouvoir d'achat, il faut rappeler qu'il a été estimé à - 2 % lors de la dévaluation. C'est assurément un choc important, mais c'est un choc instantané. La croissance que permettrait un taux de change ramené à des valeurs bien plus normales qu'aujourd'hui permettrait une augmentation régulière du pouvoir d'achat. C'est d'ailleurs ce que l'on constate dans tous les pays qui ont dû procéder à une forte dévaluation, parfois assortie d'un défaut sur leur dette, ces dernières années. Ainsi, dans le cas de la Russie, après une année de contraction de la demande intérieure (de septembre 1998 à septembre 1999), le pouvoir d'achat a régulièrement augmenté par la suite. Des exemples analogues peuvent être trouvés en Argentine, mais aussi dans les pays d'Asie. Ce choc instantané doit être comparé non pas à la situation actuelle mais à celle où nous serions en l'absence de toute solution en restant dans la zone euro. Les plans d'austérité à répétition qu'il faudrait imposer à la population française impliqueraient une baisse globale du pouvoir d'achat de 4 % à 5 %, suivie d'une période de stagnation qui durerait au minimum jusqu'en 2015 (soit trois ans) et plus probablement jusqu'en 2018.

Il faut donc ici en réaffirmer les objectifs qui devraient être les nôtres en cas de sortie de l'euro.

- Retrouver rapidement un sentier de forte croissance par une amélioration instantanée de notre compétitivité-prix grâce à

une dévaluation d'environ 25 %. Cette croissance serait au minimum de 3 % l'an en moyenne, avec un pic sans doute à 4 %-5 % dans les quinze à dix-huit mois qui suivraient la dévaluation.

- Réindustrialiser le pays et offrir des perspectives d'emploi à toute la population résidant sur le territoire national. Ceci a pour but de pérenniser le retour à un sentier de forte croissance. Cette réindustrialisation aurait des effets positifs non seulement sur l'emploi *industriel* mais aussi sur les services associés.
- Reprendre l'initiative en matière de progrès technique et d'innovation par des dépenses publiques importantes pour assurer l'enracinement de la réindustrialisation dans la durée à travers une évolution et une modernisation de notre appareil productif. Accompagnée par certaines mesures protectionnistes, la dévaluation consécutive à une sortie de l'euro engendrerait un gain total en emplois dans les trois ans après la sortie de l'euro et la dévaluation compris entre 800 000 et 1,3 million d'emplois.
- Garantir la justice sociale tant par la création d'emplois que par la nature des emplois créés et par une concertation permanente avec les syndicats et les forces sociales du pays visant à infléchir le partage de la valeur ajoutée, tout d'abord entre secteur financier et secteur des activités productives et créatrices, puis entre employeurs et employés.

Ces quatre objectifs constituent alors un ensemble cohérent et la sortie de l'euro devient un moyen au service de ces objectifs et non une simple fin en soi.

Il est évident que ces objectifs ne peuvent être atteints dans une zone euro en l'état mais que, si des modifications importantes tant des règles de fonctionnement de cette dernière que du taux de change étaient adoptées, la monnaie unique pourrait être compatible avec ces objectifs. Cependant, actuellement, le mode de

fonctionnement du Conseil Ecofin et les règles entourant la BCE rendent extrêmement peu probable que l'on aboutisse à des décisions rendant ces objectifs atteignables. Encore une fois, le temps de la crise nous contraint. On ne peut attendre indéfiniment que tous nos partenaires prennent conscience de l'impasse où les a menés leur politique. Si *techniquement* une évolution des formes de gouvernance de la zone euro est certes possible, *politiquement et économiquement* cette option est d'ores et déjà dépassée. Il faut ici signaler qu'une étude récente de Natixis, pourtant réalisée avant la crise de l'été 2011, est empreinte d'un grand pessimisme quant à la capacité de la France à faire face à son problème de compétitivité tout en remplissant les conditions nécessaires à la survie de la zone euro et donc en comprimant fortement ses dépenses publiques<sup>1</sup>.

## Une stratégie de rupture

La réindustrialisation apparaît dès lors comme un objectif stratégique au sens plein, à la fois pour des raisons économiques et sociales. Cet objectif implique une stratégie de rupture avec les politiques néolibérales qui ont été mises en œuvre par les gouvernements qui se sont succédé en France depuis 1983. Il faut en être conscient.

Elle est la seule véritable alternative au modèle dual mis en place par le néolibéralisme qui articule une minorité d'emplois à hautes qualifications et bien payés (essentiellement dans les activités financières) à une masse d'emplois très faiblement payés (dans les services à la personne en particulier). Notons d'ailleurs la ressemblance de ce modèle avec celui du XIX<sup>e</sup> siècle où, dans les villes, une grande part de l'emploi était représentée par des emplois de domesticité.

1. P. Artus, « Peut-on être optimiste pour la France? », *Flash économie. Recherche économique*, n° 272, Natixis, 13 avril 2011.

L'objectif d'une industrie forte est donc en réalité un objectif social. Les salaires engendrés par l'industrie sont plus élevés que ceux qui sont fournis par les services à la personne. Une large part de l'écart des revenus qui s'est ouvert depuis dix ans environ en France, que l'on peut discerner dans l'écart entre l'accroissement du salaire moyen et la stagnation du salaire médian, provient de la désindustrialisation du pays. Mais c'est aussi un objectif économique qui vise à assurer la permanence de notre capacité manufacturière et à l'étendre vers les nouvelles branches qui définissent l'industrie de demain. Cet objectif vise à assurer la pérennité de la France. Il doit être un objectif unificateur et mobilisateur.

En cela, une sortie de l'euro, si elle devait s'imposer devant l'immobilisme ou la mauvaise volonté de certains de nos partenaires, pourrait s'avérer une formidable opportunité pour notre pays. Dans toute crise, s'il y a des risques, il y a aussi des opportunités...

## Conclusion

**L**a crise de l'euro nous impose de penser l'échelle de l'État-nation comme un niveau indispensable dans la mise en œuvre des politiques qu'il faudra appliquer pour trouver une solution. Non que l'État-nation soit l'unique niveau. La France n'a jamais été seule en Europe. Mais elle ne peut espérer qu'un point de vue raisonnable triomphe si elle renonce à y faire valoir ses intérêts. La solution à cette crise impose que soient rétablis dans leurs droits les intérêts légitimes des uns et des autres, ce qui est la base de toute coopération. Pour cela, il faudra bien en passer par l'étape de l'État-nation et des politiques nationales.

Cette crise se caractérise par des phénomènes psychologiques particuliers, la « fatigue de l'euro » dans les opinions et les élites politiques, la « dissonance cognitive », mais aussi par l'émergence temporaire d'un effet de contexte global et généralisé<sup>1</sup>. Ce dernier pèse alors de manière déterminante sur les comportements des acteurs. C'est bien en ce sens que nous pouvons parler aujourd'hui d'une crise de l'euro.

Bien sûr, certains prétendent que le véritable problème est le néolibéralisme. Ce n'est pas faux, mais à cette aune on pourrait tout aussi bien prétendre que c'est le capitalisme le problème. Et,

1. L'importance du contexte est argumentée dans J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle?*, *op. cit.*

une fois que l'on aurait dit cela, on resterait désarmé et sans voix devant l'enchaînement des événements. Ce discours ignore en effet une réalité essentielle : le néolibéralisme doit nécessairement s'incarner dans des institutions, dont l'euro. Il n'est pas une simple idéologie qui n'aurait pas de traduction concrète dans la vie réelle.

Parce qu'il est congruent avec les institutions du néolibéralisme, l'euro concentre donc sur lui la majeure partie des problèmes issus du néolibéralisme. C'est une deuxième réalité qu'ignorent tout autant ceux qui, à gauche, prétendent lutter contre le néolibéralisme mais veulent à tout prix conserver l'euro. Il va falloir s'en libérer, sous une forme ou sous une autre, pour pouvoir avancer. Il va falloir revenir aux sources de la politique et de la légitimité, c'est-à-dire à la souveraineté.

### **L'expérience de la crise : Argentine, Malaisie, Russie**

On en a eu des exemples avec la crise de 1998 en Russie et en Asie (on pense à la Malaisie) ou encore la crise en Argentine de 2002. Le niveau macroéconomique se connecte alors directement au niveau microéconomique, et ceci sans passer par un niveau intermédiaire. La décision politique devient décision économique et elle est capable de reformuler le sentier national de croissance par ce qu'elle dit en matière financière et de taux de change. C'est une conséquence de l'état de crise dans lequel nous sommes et qui imposera des actes politiques radicaux, des mesures d'exception. Ces dernières nous rappellent alors quelle est l'origine de l'État et quels sont les fondements d'une démocratie réelle et non formelle : le pouvoir de décider et sa conformité à une rationalité collective qui émerge alors.

On peut en donner une formulation théorique. Ceci renvoie, à un moment donné, à un métacontexte qui s'impose brutalement à tous les acteurs concernés comme *le* contexte de référence en raison de la violence de ses effets et qui reformule les préférences

des individus en les faisant, à ce moment donné, converger. Une telle situation exceptionnelle d'où peut émerger brutalement une rationalité collective relativement homogène appelle, bien entendu, une réaction du même ordre.

L'efficacité des institutions qu'il faudra mettre en place pour faire face à la crise ne peut venir d'elles-mêmes. La cohérence de l'action économique est dépendante de la capacité des acteurs politiques à recombinaison directement le macro et le micro, et cela passe nécessairement par l'étape de la souveraineté, l'étape de l'État-nation. Il va falloir avoir recours aux institutions de l'état d'urgence qui sont présentes dans notre Constitution.

En Argentine, c'est bien l'émergence d'une nouvelle formule politique articulée aux mouvements populaires se produisant dans les grandes villes du pays qui porta au pouvoir Nestor Kirchner et qui soutint une politique de rupture avec les organisations financières internationales<sup>1</sup>.

Dans le cas de la Russie, qui a connu une crise financière majeure avec un défaut et une dévaluation, c'est bien l'arrivée au pouvoir le 1<sup>er</sup> septembre 1998 d'Evgueni Primakov qui a crédibilisé les institutions progressivement introduites dans le cours de l'automne. Ce sont ces dernières, au premier plan des mesures strictes de contrôle des capitaux et un contrôle fiscal sur les grandes entreprises exportatrices, qui assurèrent la base de la relance en Russie<sup>2</sup>. Ces mesures furent prises dans un contexte

1. M. Allen *et al.*, « The Crisis That Was Not Prevented – Lessons from Argentina, the IMF and Globalization », La Haye, FONDAD, janvier 2003. Voir aussi Bureau indépendant d'évaluation du FMI, *The Role of the IMF in Argentina, 1991-2002*, Washington, juillet 2003, <http://www.imf.org/External/NP/ico/2003/arg/index.htm>.

2. J'ai analysé immédiatement certaines de ces mesures dans J. Sapir, « Russia's Crash of August 1998: Diagnosis and Prescriptions », *Post-Soviet Affairs*, vol. 15, n° 1, 1999, p. 1-36; et le même, « À l'épreuve des faits... Bilan des politiques macroéconomiques mises en œuvre en Russie », art. cit. On trouvera une analyse plus complète dans J. Sapir, « Currency and Capital: Controls in Russia – Why and How to Implement Them Now », *Studies on Russian Economic Development*, vol. 11, n° 6, 2000, p. 606-620; et le même, « Russia's Economic Rebound: Lessons and Future Directions », art. cit.

d'affrontement direct avec le FMI et de réaffirmation, tant symbolique que matérielle, du pouvoir de l'État. On revient ici aux fondements mêmes de l'action politique et de la légitimité sans laquelle il ne peut y avoir d'autorité. Cette réaffirmation du pouvoir de l'État face aux organisations internationales et multinationales qui emprisonnaient l'action du gouvernement russe a provoqué un effet de contexte inverse de celui qui fut induit par la crise financière. Ici encore, cette réaffirmation de l'État se fit contre les institutions financières internationales qui furent mises hors-jeu de la décision économique russe.

À la même période, en Malaisie, c'est bien la brutalité de la réaffirmation de l'autorité du Premier ministre contre son ministre des Finances (qui fut mis en prison sous un prétexte douteux) qui a crédibilisé la mise en place du contrôle des changes, institution qui a permis à ce pays de traverser sans trop de dommage la crise asiatique. Plus en amont dans l'Histoire, Franklin D. Roosevelt ne fit pas autre chose quand il demanda au Congrès ce que Giorgio Agamben décrit à juste titre comme l'équivalent des pleins pouvoirs économiques, instituant par ce fait une forme d'état d'exception<sup>1</sup>.

La question du pouvoir devient dans ces conditions le cœur de la sortie de crise et le pivot de la cohérence. Il n'est alors de politique économique et de développement institutionnel que par la politique dans sa forme la plus nue, la réaffirmation de la souveraineté<sup>2</sup>. La question qui est alors ouverte, et qu'il faut impérativement creuser sous peine d'une incomplétude radicale de leur analyse, est celle du rapport à la souveraineté et à l'État, ce qui signifie revenir au cadre de l'État-nation, seule source de la démocratie.

Il faut donc prendre conscience que la crise de l'euro est inévitable et en tirer les conséquences, toutes les conséquences. Cette

1. G. Agamben, *État d'exception. Homo Sacer*, Seuil, Paris, 2003, p. 40.

2. Voir J. Sapir, *Quelle économie pour le XXI<sup>e</sup> siècle ?*, *op. cit.*, chap. 7.

crise prendra très probablement la forme d'un défaut grec, accompagné ou non d'une crise ouverte en Espagne et d'une nouvelle détérioration de la situation au Portugal et en Irlande. Elle sera accompagnée d'une sortie de la zone euro afin de pouvoir dévaluer puis, de proche en proche, sous le coup d'attaques répétées, d'autres pays seront dans l'obligation de sortir eux aussi.

À quoi donc ressemblera le monde d'après l'euro ?

## Une Europe sans l'euro

Nombreux sont ceux qui prétendent que la fin de l'euro signifierait la fin de l'Europe. Rien ne vient à l'appui de cette thèse. L'Union européenne, qui rappelons-le n'est pas toute l'Europe, est un mécanisme distinct et séparé de l'euro. On doit voir dans ce catastrophisme affiché et dans l'énumération de la longue liste des conséquences potentiellement imputées à la fin de l'euro, auxquelles ne manquent que la peste, les pluies de sang et les grandes invasions, une volonté d'affoler le public. Il est clair par contre que la poursuite des plans d'austérité, l'ajout continu de nouvelles mesures régressives tant sur le plan social qu'économique, ne peut que rendre l'Union européenne odieuse aux Européens. Cette union est bien plus mise en danger par la survie de l'euro que par sa disparition. Il est par contre certain que l'Union européenne sera transformée par la disparition de l'euro, mais très vraisemblablement en bien. Quels sont donc les scénarii ?

Le premier, mis en avant par les défenseurs, est celui d'un éclatement total de la zone accompagné d'une « guerre de tous contre tous » dans le domaine monétaire. Disons-le clairement, c'est le moins probable des scénarii. On ne voit pas pourquoi l'Allemagne, l'Autriche et la Finlande dévalueraient dans la foulée de la France, de la Grèce et de l'Italie. Ce scénario qui accumule les hypothèses les plus défavorables n'a pas d'autre fonction que de provoquer la peur de l'avenir.

Un deuxième scénario est fondé sur une scission de l'euro. Certains pays constitueraient alors un « euro du Sud » tandis que, regroupés autour de l'Allemagne, les anciens pays de la zone mark continueraient d'animer un euro devenu « euro du Nord ». Cette solution est déjà plus crédible mais ne résout que très imparfaitement les problèmes d'hétérogénéité économique qui minent l'euro aujourd'hui. Il est désormais peu probable.

Un troisième scénario est celui du retour pour un certain nombre de pays aux monnaies nationales, retour accompagné de dévaluations plus ou moins importantes en fonction des besoins. Il vaudrait mieux que la décision de sortie soit prise collectivement pour que puissent subsister les institutions nécessaires à une coordination ultérieure. Ces monnaies nationales pourraient – et même devraient – être liées entre elles par un accord assurant une certaine flexibilité dans les taux de change mais garantissant ces monnaies contre des fluctuations erratiques. D'un accord au principe de la monnaie commune, il n'y a qu'un pas. Ce dernier serait d'autant plus vite franchi que l'idée en aurait été discutée avant même la sortie de la zone euro.

Il est clair que pour qu'un tel accord puisse voir le jour, il faudra impérativement supprimer l'article 63 du traité de Lisbonne, qui interdit le recours aux contrôles de capitaux. On voit bien où gît le problème. Il est très peu probable que se dégage un accord, voire un consensus sur ce point. Notons cependant que, si un seul pays d'une certaine importance et dont émanent des flux de capitaux importants établissait ces contrôles à ses frontières, les perturbations que cela entraînerait sur les marchés financiers des autres pays ne leur laisseraient guère d'autre choix que d'introduire, eux aussi, des contrôles similaires. Ce pays serait ainsi capable de piloter son taux de change à loisir quand les autres pays resteraient tributaires des marchés financiers. Ceci ne serait guère tenable et, de proche en proche, tous les pays européens seraient dans l'obligation d'adopter ce système. On peut ainsi considérer que seule une mise au pied du mur de certains de nos partenaires

par des mesures prises unilatéralement par la France permettrait de dépasser la situation de blocage sur ce point<sup>1</sup>.

Mais le vrai problème vient plus de la passivité, de l'absence d'imagination, voire de la couardise des politiques. L'absence de toute anticipation de leur part est réellement dramatique et probablement criminelle. Les programmes élaborés pour l'élection présidentielle ont aujourd'hui un caractère virtuel de plus en plus affirmé, dans la mesure où ils font l'impasse sur ce qui sera le problème de l'hiver 2011-2012.

## Un monde sans l'euro

La question de l'euro ne concerne cependant pas que les pays de la zone euro, voire les pays de l'Union européenne. La crise de l'euro et sa fin probable posent de redoutables problèmes à l'ordre monétaire international.

Le premier problème qui sera posé est celui de la monnaie de réserve. Aujourd'hui, l'euro occupe une part minoritaire mais non négligeable dans les réserves de change des banques centrales. Un éclatement de l'euro favoriserait incontestablement le dollar, mais pas pour longtemps. Les conditions financières des États-Unis sont aujourd'hui désastreuses. Le choix semble ne pouvoir être fait qu'entre une succession d'« assouplissements quantitatifs », qui stabilisent la situation mais ne débouchent pas sur une nouvelle croissance, et un retour de la crise. La même spéculation qui aujourd'hui fait rage contre l'euro se tournerait très rapidement, en quelques mois, contre le dollar. En fait, ce dernier n'apparaît comme relativement protégé *que* parce qu'il y a l'euro. Celui-ci est la dernière ligne de défense face à la spéculation pour le dollar américain, ce qui montre l'inanité des arguments selon lesquels la crise actuelle de l'euro serait téléguidée par les États-Unis.

1. Jacques Généreux semble s'orienter vers cette voie; voir J. Généreux, *Nous, on peut!*, *op. cit.*

Ce phénomène aurait en réalité des conséquences dramatiques pour le dollar. Dans un délai de six à neuf mois après l'éclatement de la zone euro, la spéculation s'attaquerait aux États-Unis dont les déficits sont immenses que ce soit au niveau fédéral ou à celui des États fédérés et des grandes villes. Les États-Unis se verraient confrontés à un choix qui n'est pas sans ressemblances avec celui devant lequel se trouve la zone euro aujourd'hui : soit s'imposer une très forte austérité génératrice de chômage pour tenter de restaurer ses comptes publics, soit abandonner progressivement son statut de pays à monnaie de réserve internationale. Les conséquences d'un tel choix vont peser sur les pays émergents.

On peut penser que dans ces conditions les banques centrales de ces pays émergents (Chine, Russie et, dans une moindre mesure, Brésil) vont tenter de défendre le dollar. Aucun de ces pays n'a intérêt à une chute rapide de la devise américaine, du moins à court terme, que ce soit pour des raisons patrimoniales (une partie de leurs actifs est libellée en dollars) ou pour des raisons commerciales. De même que tous ces pays ont un intérêt évident au maintien d'un euro surévalué, car cela leur permet d'exporter vers la zone euro, de même ont-ils intérêt au maintien d'un dollar relativement fort. Mais dire quel est l'intérêt de ces pays ne signifie pas qu'ils aient les moyens d'influencer la situation. Si les États-Unis se refusent à appliquer une politique de déflation, ce qui est en l'état actuel de la situation probable, les pays émergents risquent d'être les spectateurs d'une histoire qui les concerne certes mais sur laquelle ils n'ont pas de prise.

Aussi, pragmatiquement, ils pourraient s'engager dans une autre voie que celle, sans avenir, du maintien de l'actuel *statu quo*. On sait que la Russie et la Chine réfléchissent actuellement à une nouvelle monnaie de réserve<sup>1</sup>. Une fin de l'euro ou, à tout le moins, une réduction de ce dernier à une simple zone mark

1. RIA-Novosti, « Le rouble russe monnaie de réserve régionale d'ici 5 ans (Koudrine) », 14 juin 2008, <http://fr.rian.ru/russia/20080614/110469451.html>.

accélérerait ce processus de réflexion et imposerait des débouchés concrets assez rapides. Néanmoins, il faut savoir que le montant des réserves accumulées dans les banques centrales n'est qu'une petite fraction des montants circulant entre les mains des agents privés. Or la spéculation provient essentiellement de ces derniers. Le scénario pourrait d'ailleurs être différent selon qu'il s'agisse d'un éclatement complet de la zone euro ou du maintien d'une zone croupion, une zone mark en réalité, rassemblant autour de l'Allemagne les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande. Dans ce cas, l'euro « réduit » pourrait occuper la même place que celle du mark avant 1998, soit environ 15 % du montant des réserves mondiales.

Dans le même temps, les pays émergents pourraient accélérer le tournant vers le développement de leurs marchés intérieurs, considérant à juste titre que le temps des exportations faciles est révolu. Ils devraient cependant se protéger eux aussi, ce que continue de faire la Russie qui semble avoir de fait tiré une croix sur son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce et qui, aujourd'hui, pense avant tout à la constitution d'un grand marché intégré au niveau des pays de la Communauté des États indépendants et de l'Eurasie.

Cependant, le problème de l'unité de réserve de valeur se poserait avec acuité pour les pays émergents qui ont accumulé des réserves de change extrêmement importantes. Les options ouvertes à ces pays sont réduites. Les tentatives de constituer des monnaies alternatives de réserve ont fait couler beaucoup d'encre. Si l'on peut penser que là réside une solution, c'est une solution au mieux de moyen terme. Il faudra attendre encore plusieurs années pour qu'apparaissent des monnaies de réserve régionales. Or la crise de l'euro – et avec elle la crise du dollar – se jouera dans un délai bien plus rapide. Le franc suisse et la livre sterling peuvent jouer, mais très imparfaitement, le rôle de monnaie de réserve de substitution en Europe. En Asie, on verra sans doute le dollar australien prendre un tel rôle, dans la mesure où le gouvernement chinois s'oppose à ce que le yuan prenne trop d'importance.

Ces pays, et au premier titre la Chine, peuvent chercher à préserver une partie des valeurs accumulées en spéculant sur les cours des matières premières, ce qui, de plus, est tentant pour les détenteurs privés de réserves. On a déjà vu les cours du pétrole et de l'or s'envoler. Mais le phénomène atteint maintenant des matières premières agricoles comme le cacao, le blé, le riz et le sucre. Ceci provoque tout à la fois une hausse des cours de ces matières mais aussi une très forte instabilité. Ils peuvent aussi être tentés par des achats de terres dans d'autres pays, comme la Chine le pratique aujourd'hui dans de nombreux pays d'Afrique. Ils peuvent, enfin, souhaiter réinvestir une partie de ces devises soit dans leurs économies, soit dans celles d'autre pays. Ceci est incontestablement une voie qui sera explorée. Mais elle ne permet pas de solution à court terme car il est impossible de convertir en quelques mois la majeure partie des réserves existantes en biens de production sans provoquer une surchauffe mortelle pour l'économie.

Il faut bien constater qu'il n'existe pas actuellement de solution satisfaisante. La crise de l'euro est aussi un problème pour les pays émergents, mais c'est un problème auquel ils n'ont pas de solution. De ceci, on peut l'espérer, naîtra ou plutôt renâtra l'intérêt pour une réforme globale du système monétaire international. On l'a dit, c'est une voie qu'explorent déjà la Russie et la Chine. Une réforme qui ne sera pas fondée sur l'irruption d'une nouvelle monnaie compétitrice qui cherche à s'affirmer contre le dollar mais d'une monnaie de réserve construite sur d'autres bases.

Il est plus que temps aujourd'hui de mesurer ce que nous a coûté l'intransigeance américaine de 1944 à Bretton Woods. Il nous faudra reprendre ce chemin qui fut à l'époque abandonné. Mais il faut être conscient qu'il est long et ardu. La création d'un nouvel ordre monétaire international est une œuvre de long terme alors que dans la crise de l'euro, pour reprendre encore une fois une expression fameuse : « Le temps nous mord la nuque. »

## Sauver le principe de la coordination monétaire

La réaffirmation de l'importance stratégique du niveau de l'État-nation dans la crise actuelle doit aller de concert avec la réaffirmation de l'importance et de l'urgence du principe de la coordination monétaire. On tend souvent à la confondre avec la coopération. Or il s'agit bien de deux concepts distincts.

Le second indique une volonté consciente des deux parties d'obtenir un résultat commun. Le premier indique que les effets de la politique menée séparément par chaque acteur peuvent aboutir à ce résultat commun. La coopération, si elle touche à des questions fondamentales, implique une mise en phase des cycles politiques dans un grand nombre de pays, une occurrence fort rare. Elle n'est réellement possible que pour un petit nombre de pays et implique un niveau d'homogénéité élevé. La coordination repose, quant à elle, sur des présupposés beaucoup plus réduits. Elle suppose qu'un pays réagisse à l'action d'un autre et que, d'action en réaction, à travers des mécanismes largement implicites, puisse se dégager un but commun.

Retrouver la coordination impose de cesser de rêver à une impossible coopération. La volonté seule de coopérer ne suffit pas. Encore faut-il que les circonstances et que le rapport de forces s'y prêtent. Or un pays – l'Allemagne – bénéficie trop de la situation actuelle pour vouloir en changer. Mais la volonté de coopérer fait aussi écran à l'établissement, possible et immédiat, de politiques de coordination.

Des échecs de la coopération à l'échelle européenne, il nous faut tirer le bilan. Et si nous hésitons, n'ayons crainte : l'Histoire s'en chargera. Comme elle se chargera de rappeler à toutes les comtesses poudrées et à tous les petits marquis frisottés qui peuplent les allées du pouvoir et des médias qu'elle est tragique

quand on s'y abandonne par aveuglement ou lâcheté. La crise de l'euro nous pose la question de savoir si nous voulons redevenir des acteurs de notre histoire ou si nous nous contenterons désormais d'en être les spectateurs.

### **Post-scriptum.**

L'accord péniblement arraché dans la nuit du 27 au 28 octobre 2011 et les péripéties qui ont entouré le G-20 des 3-5 novembre marquent un point de rupture dans le déroulement de la crise de l'euro.

Désormais, l'option d'une possible monétisation des dettes par la BCE semble exclue, et l'hypothèse de la sortie d'un pays, la Grèce, de la zone euro, est évoquée publiquement.

L'euro est entré dans sa crise terminale.

<b>Vers la fin de l'euro?</b> . . . . .	9
Le tabou de l'euro . . . . .	14
Les trois crises . . . . .	16
Les interdits de la crise de l'euro . . . . .	19
Comprendre l'euro pour mieux appréhender les enjeux de sa crise. . . . .	21

## **Chapitre 1**

<b>Voyage aux sources de l'euro.</b> . . . . .	23
L'euro est-il la solution ultime aux crises du système monétaire européen? . . . . .	23
Le compromis originel . . . . .	29
Les fondements théoriques incohérents de la monnaie unique. . . . .	35
L'hypothèse fédéraliste et le « fédéralisme furtif » . . . . .	40
L'essentialisme monétaire au secours de la monnaie unique. . . . .	44
Le retour de la réalité. . . . .	48
La persistance de taux d'inflation différents . . . . .	51
L'illusion et le mensonge de l'euro comme facteurs de croissance . . . . .	58
L'euro peut-il être une protection? . . . . .	64
À qui profite le crime? . . . . .	67

## Chapitre 2

<b>L'Europe au risque de l'euro</b> . . . . .	71
La monnaie d'un État qui n'existe pas . . . . .	72
Les contraintes structurelles qui sont engendrées par l'euro. . . . .	77
L'absence de réglementation cohérente . . . . .	82
La question du commerce intra-zone. . . . .	89
Les effets des politiques d'ajustement. . . . .	92
L'austérité, une réponse inadaptée à la crise qui menace. . . . .	99
L'impasse tragique de l'austérité et de la déflation . . . . .	103
La proposition franco-allemande du 4 février 2011 et ses suites. . . . .	110
L'illusion d'un modèle allemand . . . . .	113
L'impasse de la constitutionnalisation des règles budgétaires et le mensonge de la « règle d'or » . . . . .	117
Un pacte condamné à l'échec . . . . .	121
Que faire de l'euro? . . . . .	123

## Chapitre 3

<b>Les conséquences de la crise et les stratégies possibles</b> . . . . .	125
Le contexte politique. . . . .	125
La Grèce ou l'arbre qui cache la forêt. . . . .	131
La paralysie politique actuelle est-elle une spécificité européenne? . . . . .	137
Le coût des solutions préservant l'euro . . . . .	140
Les implications pour la France et l'Allemagne . . . . .	145
Une alternative est-elle possible? . . . . .	147
Des solutions préservant la monnaie unique sont-elles encore envisageables? . . . . .	150
L'appel au BRICS: la solution du désespoir? . . . . .	156
L'impact du sauvetage de la zone euro sur la France. . . . .	159
<i>Un surcroît d'austérité.</i> . . . . .	159
<i>La croissance et la dévaluation.</i> . . . . .	161
<i>La poursuite de la désindustrialisation</i> . . . . .	166

Coopération et non-coopération parmi les nations . . . . .	168
L'hypothèse de la monnaie commune après une crise de l'euro. . . . .	172
Sortir ou rester : une politique pour la France? . . . . .	174
Pourquoi sortir? . . . . .	176
Une stratégie de rupture . . . . .	179
<b>Conclusion . . . . .</b>	<b>181</b>
L'expérience de la crise : Argentine, Malaisie, Russie . . . .	182
Une Europe sans l'euro . . . . .	185
Un monde sans l'euro . . . . .	187
Sauver le principe de la coordination monétaire . . . . .	191
Post-scriptum . . . . .	192