



Le réveil des démons : La crise de l'euro et comment nous en sortir.

Jean Pisani-Ferry

Edition Fayard
Novembre 2011
228 pages

Synthèse réalisée par Erwan Bertrand, assistant de recherche stagiaire à Notre Europe.

Introduction

Jean Pisani-Ferry a décidé d'écrire ce livre suite à un colloque à Fribourg auquel il avait été invité à exposer ses vues sur la crise de la dette souveraine qui est au bout des lèvres de chacun depuis son déferlement sur le vieux continent. « *Was ist die wirkliche Frage ?* » (Quelle est la vraie question ?) était en somme la question qui lui était posée.

L'auteur réalise que la question dépasse la seule explication des dispositifs techniques qui ont été ou vont être déployés. Il écrit : « *Derrière les chiffres, procédures et mécanismes, ce sont les principes qu'on interroge de plus en plus : le vivre ensemble, la solidarité et la démocratie* ». La question suppose donc de définir plus largement les enjeux et les défis liés à la crise. La crise périphérique est devenue une crise existentielle. Pisani-Ferry précise : « *Le débat démocratique sur les réponses à la crise est politiquement nécessaire et il est devenu économiquement et financièrement indispensable* ».

L'auteur explique dans son ouvrage comment on est arrivé à l'adoption de l'euro, décrit le déroulement des deux dernières années et explore les possibles pistes de sortie de crise.

Cette synthèse a pour but de reprendre les idées principales exprimées par l'auteur ainsi que le fil conducteur du livre¹.

L'utopie a minima : la naissance de l'euro

Pendant près de 10 ans l'euro a été, en apparence, un éclatant succès. La preuve incontestée est la discrétion par laquelle la monnaie unique s'est distinguée. Personne ne parlait de l'euro et c'était bien l'ambition non avouée des banquiers centraux européens. Le gouverneur actuel de la Banque centrale anglaise l'a ainsi formulé : « *Notre ambition à la Banque centrale d'Angleterre est d'être ennuyeux* ». L'inflation a été maîtrisée et le taux de change ne s'est pas distingué par une volatilité extrême, ce qui répondait aux attentes allemandes d'une part et françaises d'autre part.

Pourtant, à partir de 2005, des tendances de divergence se dessinent et les déficits extérieurs au sein de l'union monétaire entre les pays du Nord et du Sud se confirment. La BCE, qui avait détecté le problème, ne détient pas les instruments nécessaires et la légitimité de par son mandat pour réagir adéquatement : il appartenait donc aux gouvernements nationaux de prendre les choses en main. Les pays de la zone euro

¹ Les opinions exprimées dans cet ouvrage ne sont pas nécessairement partagées par Notre Europe.

n'ont pas voulu entendre les admonestations de la Commission européenne – c'est le cas de l'Irlande – ou n'ont pas vu ou feint de ne pas apercevoir les signaux d'alerte – c'est le cas de l'Espagne, alors que la Grèce n'a pas fait moins que truquer ses comptes.

Depuis le 16 octobre 2009, date à laquelle la Grèce a avoué avoir eu recours à la « créativité comptable », l'euro n'ennuie plus. Les démons des marchés financiers se sont réveillés après 10 années d'assoupissement. C'est également le jour de la mise en évidence claire et nette du caractère inachevé du projet de l'euro. Les désaccords sur les solutions à apporter éclatent au grand jour et les sommets européens vont dès lors commencer à se succéder à un rythme inédit sans que pour autant une solution définitive ne soit avancée.

Jean Pisani-Ferry s'applique à expliquer comment on a pu arriver à une Union monétaire inachevée. Il mentionne, entre autre, la grille de lecture prévalant au début des années quatre-vingt-dix : celle de la théorie des « zones monétaires optimales » de Robert Mundell et du fameux trilemme impossible². Ensuite il fait réapparaître les débats qui faisaient rage entre les économistes quant à la meilleure approche à adopter pour une monnaie unique. Il y avait ceux qui prônaient une Union monétaire plus réduite mais plus cohérente avec moins de membres – c'est l'école dite « économiste » – pour qui l'adoption de l'euro ne pouvait qu'être l'aboutissement d'un effort de convergence au préalable. C'était la vision des Allemands. L'autre école, dite « monétariste »³, en insistant sur la convergence des économies ex post, prônait le lancement avec un maximum de membres et l'a finalement emportée. L'auteur met par ailleurs bien en évidence les réticences des dirigeants européens à réellement tout mettre en place pour cette nouvelle monnaie, qui va en quelque sorte devenir orpheline, parce que personne n'a voulu être le responsable de son échec mais personne non plus ne s'est engagé à vouloir lui donner toutes les chances de bien réussir. Les dirigeants européens de l'époque se concentraient davantage sur les politiques domestiques à l'approche de et après l'année 2000.

Crises annoncées, crises inattendues

Jusqu'en 2007, plusieurs pays ont vécu dans une bulle qui a été rapidement percée par l'amorçement de la crise en 2008. Qu'elle ait trouvé son origine dans une frénésie immobilière ou financière, elle a sans aucun doute un rapport avec l'euro, et plus particulièrement avec l'unicité du taux d'intérêt dans la zone euro. L'auteur nous livre l'exemple de l'Espagne, tout en appelant le lecteur à distinguer scrupuleusement les différentes origines des crises individuelles de ce qu'on appelle aujourd'hui communément la « crise de la dette souveraine ».

L'Espagne qui, entre 2000 et 2007, plus que l'Allemagne, avait été exemplaire en terme de vertu budgétaire, a pourtant été touchée de plein fouet par les maux de la crise de la dette souveraine. En bref, on peut dire qu'un taux d'intérêt de la BCE trop bas a engendré un taux réel de crédit beaucoup trop généreux menant à un boom du crédit bon marché, dont le développement du secteur de la construction a été le corollaire. La BCE détermine son taux directeur en fonction de l'ensemble de la zone euro et se trouve ainsi dans l'impossibilité de proposer un taux adapté à chaque pays. Le gouvernement espagnol aurait pu intervenir en bridant les conditions d'accès du crédit, mais c'était politiquement peu payant. L'euphorie a été de courte durée et le retour à la réalité n'en est que plus dur. Le pays fait donc face à un accroissement du niveau de chômage très conséquent, une baisse des recettes fiscales et un impressionnant défi de recouvrement de sa compétitivité. La Commission européenne a bien fait de procéder à des mises en garde, les gouvernements nationaux n'ont pas non plus voulu entendre les critiques timidement formulées par leurs pairs au sein du Conseil.

Afin d'obtenir le statut de « champion européen » de l'export, l'Allemagne s'est, comme le dit Jean Pisani-Ferry, « imposée pénitence » et a dû réinventer sa position dans la division du travail mondial. Les travailleurs, pour pouvoir maintenir leurs emplois, ont fini par accepter une stagnation de leur pouvoir

² Celui-ci renvoie à l'impossibilité d'avoir simultanément l'ouverture totale des marchés des capitaux, une fixité des taux de change et une politique monétaire indépendante. Il faut faire un choix de deux des trois éléments, les trois ne pouvant être choisis en même temps.

³ A ne pas à confondre avec les monétaristes traditionnels, dont le chef de file est Milton Friedman.

d'achat. Quand on a ceci à l'esprit, on comprend mieux pourquoi l'opinion publique outre-Rhin a du mal à s'imaginer subventionner les trous de déficit budgétaire creusés par des Etats imprudents. La clause de non-renflouement dans le traité, voulue par l'Allemagne, s'explique aussi dans ce cadre-ci.

La crise met désormais en exergue deux autres questions : la question du bien-fondé des plans d'aide et celle qui en découle : est-ce qu'octroyer une assistance à un pays mis à mal nous mène de fait à une « Union de transfert ? » En fait, le tabou de l'assistance est déjà tombé avec le plan d'aide à la Grèce et la mise en place d'un mécanisme de sauvetage permanent. Evidemment, ceci ne résout pas le problème des créanciers imprudents. S'agissant de la participation du secteur bancaire, les dirigeants européens ont lancé beaucoup de messages doubles, ce qui a contribué à augmenter la confusion auprès des marchés financiers quant aux méthodes de sortie de crise.

Que faire ?

Les marchés financiers ne se sont pas révélés être les calculateurs rationnels froids des manuels d'économies, ce qui illustre bien le « *undershooting* » auquel ils se sont adonnés pendant des années. En quête de rendements plus élevés, les marchés financiers ont systématiquement sous-estimé les risques liés aux dettes souveraines et minimisé les différences de solvabilité entre les Etats de la zone euro. Maintenant, ils exhibent une recherche poussée de la sûreté. Entre 1999 et 2008, les ministres des Finances ont eu l'impression de s'être affranchis des contraintes du passé, mais en réalité celles-ci n'ont que pris une autre forme. La parenthèse s'est refermée en 2010. Ce ne sont peut-être plus les « *spreads* »⁴ qui font trembler les gouvernements, mais les notations octroyées par l'oligopole tenu par Standard & Poors, Moody's et Fitch. Désormais, le marché des titres de dette publique est devenu plus complexe qu'il ne l'était avant la crise. Les investisseurs prennent désormais plusieurs scénarios en compte, alors qu'avant c'était avant tout le taux de liquidité qui comptait. Le problème réside dans le fait que les notations peuvent accentuer les cycles et amener à des prophéties auto-réalisatrices, une fois la notation d'une dette d'Etat dégradée (sous le « *investment grade* »). Plus inquiétant encore est le rôle qui leur a été attribué par les mêmes gouvernements⁵.

Les banques ont dû être sauvées. Les Etats les ont pourvues en fonds en 2008 et, en 2011, ce sont les banques qui ont mis les Etats à genoux. Tout ceci prête à l'indignation, mais comme le dit Pisani-Ferry, « *l'indignation ne fait pas la politique* » et on peut en tirer des leçons très opérationnelles. Alors que faire pour diminuer le taux d'endettement ? Le recours à la planche à billets est exclu pour des raisons de risque d'inflation et de mandat de la BCE. Orienter les avoirs des ménages vers l'achat de dette semble également exclu, cela remettrait en cause l'intégration financière et le financement des entreprises. Ceci dit, les Etats doivent voir les marchés financiers comme partenaires et les mettre à leur service. Par conséquent, le seul choix qui s'impose est celui de la cohérence. Les marchés financiers acculent les dirigeants à un seul choix : celui de l'intégration. Il faut donc « danser avec les loups ».

Compte tenu de la perte de l'instrument de dévaluation du taux de change, il faudra procéder à des « dévaluations internes ». Tout le monde s'accorde à dire qu'il faut rétablir la compétitivité, mais la mise en œuvre par un rabais des prix et salaires est toujours difficile à imposer. La Lettonie est en passe de réussir l'exercice sans que le pays n'ait eu à couper le lien de sa monnaie à l'euro, comme le FMI l'avait préconisé. Par contre, l'exercice pourrait s'avérer plus difficile pour des économies telles que la France que pour des petites économies ouvertes. Les Européens devront faire face aux tentations de « démontage » de la zone euro. Les quatre obstacles à un hypothétique « démontage » sont d'ordre juridique, technique, économique et financier, les deux derniers étant plus déterminants que les premiers. Il est difficilement imaginable qu'un pays en mal de compétitivité qui sort de la zone euro puisse la recouvrir uniquement en ayant recours à une dévaluation. C'est « faire l'autruche » et nier que leur problème est un problème fondamental de compétitivité et de crédibilité. Les résultats sont prévisibles : appauvrissement des ménages, inflation importante et démultiplication des prix des produits à importer. Le risque de surajustement est très présent. Le dernier obstacle remettrait l'intégration financière en question. En effet,

⁴ C'est-à-dire les différences de taux d'intérêts à long terme entre les pays de l'UE.

⁵ Par exemple la gamme des titres éligibles pour un refinancement de la BCE dépend de leur notation.

l'anticipation d'une sortie d'un pays de la zone euro pourrait engendrer, entre autres, un retrait massif des avoirs des ménages et entreprises vers des lieux jugés plus sûrs. Certes, aucun obstacle n'est insurmontable, mais qui serait prêt à assumer la responsabilité d'un coût financier et social si élevé ? Non seulement le pays serait en proie au chaos social et économique, mais le risque de contagion ne s'en retrouverait qu'augmenté une fois l'option de sortie envisagée.

La crise a mis en évidence deux grandes fragilités. Celles des banques et des gouvernements, encore renforcée par leur interconnexion. La seconde fragilité touche à l'impossibilité de la BCE à utiliser un « bazooka » dont il a tant été question. L'auteur conclut que l'heure n'est plus au pragmatisme et qu'il faut à la zone euro une capacité d'action et une direction pour regagner en crédibilité.

Des orientations précises pour remédier à la crise de confiance

Pisani-Ferry envisage enfin les options qui pourraient permettre de remédier à la crise de confiance. Les Européens, dit-il, sont confrontés à trois problèmes distincts. Le premier problème se résume à la question suivante : sur quels principes se basera-t-on pour résoudre la crise de la dette souveraine ? A cet égard, trois types de réponse sont en principe à considérer. Ceci pourrait passer par une « cure d'amaigrissement » des Etats, un fédéralisme bancaire impliquant un plan de sauvetage commun des banques et une supervision fédérale, et la création d'une agence commune de la dette qui émettrait des titres de dette avec des garanties communes. Le dernier type de réponse nous mène automatiquement au second problème qui est celui de l'organisation politique de la zone euro. Une garantie solidaire est en effet difficilement imaginable sans implications institutionnelles et politiques. L'auteur précise que le temps n'est plus au renforcement d'un système de surveillance qui s'enclencherait a posteriori, mais impose plutôt la mise en place de mécanismes de contrôle a priori. Ceci pourrait passer par un droit de regard et un droit de veto européen vis-à-vis des décisions budgétaires des Etats de la zone euro. Bien sûr, ceci ne peut que porter sur le plafond des budgets votés par les parlements nationaux et non sur le contenu des lois de finances. Il ajoute que l'organe jugeant les budgets nationaux doit être lesté d'une forte légitimité aux yeux des citoyens européens : c'est le principe de « *No taxation without representation* ». Le troisième problème est celui du redressement des pays du Sud. Le défi est d'éviter la stagnation et le sous-emploi prolongé. L'auteur avance un ensemble de mesures qui peut être envisagé pour relever le défi du retour à la compétitivité. Plusieurs options s'offrent aux pays concernés, allant des politiques fiscales à un retour à des politiques industrielles. Comme l'Allemagne, ils devront chacun redéfinir leur place dans le dispositif de production européen et mondial, mais l'Europe, quant à elle, sera également partie prenante de ces décisions compte tenu notamment de son rôle dans la fixation du cadre d'ensemble des politiques économiques.

Conclusion

Le livre de Jean Pisani-Ferry répond de manière claire à la question qui lui était posée à Fribourg. On en vient à mieux faire les liens entre toutes ces crises différentes qui se sont agrégées pour former une grande crise européenne de la dette souveraine. Si les causes et les enjeux sont mis en évidence, on se rend compte que la formulation d'une réponse s'avère un exercice d'un autre degré de difficulté. L'auteur apporte néanmoins des éléments de réponse, tout en soulignant avec insistance le rôle que les institutions européennes ont à jouer dans le retour à la crédibilité. L'Europe devra nécessairement faire preuve de plus de cohérence si elle ne veut pas qu'un de ses plus grands projets, l'euro, ne soit encore remis en question.



Jean Pisani-Ferry est directeur du think tank Bruegel depuis janvier 2005. Il est également professeur d'économie à l'Université Paris-Dauphine.

Il est membre de conseil d'administration de Notre Europe.