

Le billet de Michel Fried

Janvier 2012

Malgré le conseil européen, la crise chemine

Les décisions du Conseil Européen du 9 décembre 2011 sont-elles une réponse pertinente à la crise de la zone euro ?

La déclaration des chefs d'Etat et de gouvernement du 9 décembre 2011, a l'ambition « de progresser sur la voie d'une union économique plus forte » pour « relever les défis actuels ». Il s'agit donc, autant que possible, de modifier les traités européens, et, en l'absence d'unanimité des pays membres de l'UE, d'aboutir à un accord susceptible d'être ratifié au plus par 26 des 27 pays de l'Union Européenne, et au moins, selon les juristes du Conseil européen, dès que 9 pays de la zone euro l'auraient ratifié. La démarche qui a présidé aux décisions ainsi annoncées confirme le recul de la logique communautaire, recul concrétisé par l'institutionnalisation de la réunion deux fois par an d'un objet juridique non identifié : « les sommets ordinaires de la zone euro » (section 10 du relevé de décision). Nicolas Sarkozy dans son discours de Toulon du 1^{er} décembre 2011 a d'ailleurs confirmé son rejet de toute logique fédérale : « La refondation de l'Europe, ce n'est pas la marche vers plus de supranationalisme. ... C'est par l'intergouvernemental que passera l'intégration européenne parce que l'Europe va devoir faire des choix stratégiques, des choix politiques ».

La nature juridique des réformes ainsi décidées ne semble pas très claire : s'agit-il d'un traité européen, d'une coopération renforcée, d'un accord intergouvernemental, toutes dénominations figurant dans la déclaration des chefs d'Etat et de gouvernement ? La Commission Européenne a déclaré pour sa part, le 12 décembre, que le futur accord serait soit incompatible avec le traité existant, soit superflu, et le Royaume Uni, seul pays non signataire à ce jour¹, a même contesté que les institutions européennes, notamment la Cour de Justice des Communautés européennes, CJCE, et le Conseil Européen puissent exercer des fonctions concernant les seuls pays de la zone euro. La première mise en forme juridique des décisions retient l'expression « contrat entre les Etats membres de la zone euro » sans que l'on puisse mesurer la portée juridique de cette expression.

Toutefois, les pays de la zone euro ayant montré dans un passé très récent, à l'occasion de la création du Fonds Européen de stabilité Financière, FESF, que la rigueur juridique n'était pas toujours une préoccupation contraignante pour eux, ce débat n'est pas décisif. Il n'en est pas de même quant au jugement sur la pertinence des décisions prises le 9 décembre pour faire face à l'approfondissement de la crise de la zone euro. Le jugement des marchés

¹ Les véritables raisons du refus du gouvernement britannique de cosigner les décisions du Conseil semblent, d'après la presse, tenir au refus du Conseil de consentir à son exigence, exprimée la veille du sommet, d'obtenir, pour la City, un régime dérogatoire aux mesures, en préparation, de régulation des marchés financiers. La communication du Conseil ne porte pas trace de ce débat qui n'a pas été rendu public.

n'est pas favorable puisque l'euro a baissé face au dollar², les agences de notation ont dénoncé l' « absence de mesures décisives » (Moody's) et le chef économiste du FMI a déclaré qu'il s'agissait d' « une réponse encore insuffisante » face à l'ampleur de la crise.

Les décisions du Conseil s'articulent autour de deux volets :

- ▶ le renforcement des contraintes budgétaires pesant sur les pays de la zone euro
- ▶ la modification des instruments de stabilisation (le terme de la solidarité entre ces pays étant ainsi évité).

1- L'AUSTERITE BUDGETAIRE RENFORCEE

Deux mesures concrétisent cette orientation :

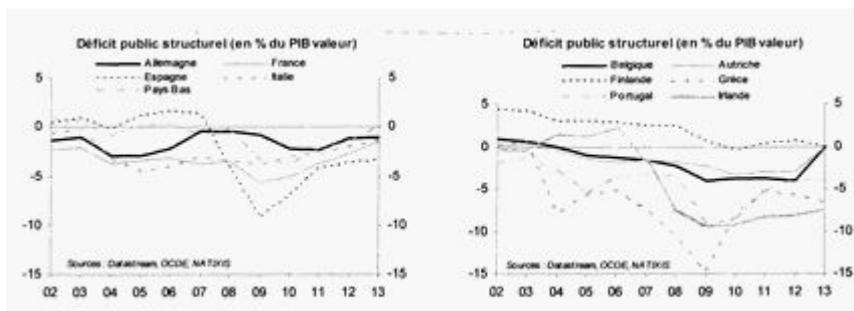
▶ **l'instauration d'une « règle d'or »** qui impose que le déficit budgétaire structurel d'un pays membre ne dépasse pas 0,5% de son PIB, règle qui doit être inscrite dans les Constitutions nationales ou dans un texte « de niveau juridique équivalent ». La CJCE serait compétente pour vérifier la transposition de cette règle dans le droit national et pourra actionner un dispositif de « sanctions automatiques » en cas de non transposition, mais le non respect de l'équilibre structurel ne donnera lieu à aucune sanction.

▶ **Le durcissement de la procédure de déficit excessif** prévue par le Pacte de stabilité et de croissance : des sanctions automatiques décidées par la Commission sont prévues sauf si une majorité qualifiée d'Etats membres de la zone euro s'y oppose, l'élaboration des lois de finance est soumise au contrôle préalable de la Commission Européenne et les Etats subissant cette procédure sont désormais tenus de mettre en œuvre un programme de « réformes structurelles » ciblant en particulier les systèmes sociaux nationaux, surveillé conjointement par la Commission et le Conseil, ces deux dernières mesures n'étant que la reprise de décisions antérieures (mars 2011) dites « semestre européen » et « Pacte Euro Plus ».

■ L'efficacité de la « règle d'or » est douteuse :

D'une part, il n'existe pas de consensus sur une définition incontestable du déficit structurel et d'autre part, depuis la création de l'euro et jusqu'à la crise actuelle, trois pays seulement ont respecté cette règle, la Finlande, les Pays Bas et l'Espagne, encore doit-on observer que, pour ce dernier pays, cela ne lui a pas permis d'éviter le choc de la crise financière.

² Ce qui dénote une méfiance « des marchés » vis-à-vis de l'euro, mais constitue en fait une très bonne nouvelle pour la compétitivité de la zone euro vis-à-vis « du reste du monde ». Du 31 août au 7 décembre, le taux de change effectif de l'euro avait déjà baissé de 2,8%, mais la baisse était de 7,4% face au dollar et de 5,9% face au yen.



■ ► Le durcissement du Pacte de stabilité apparaît contre-productif

La mesure apparaît comme contre productive face au risque de récession provoqué par l'application simultanée dans la zone euro de plans d'austérité nationaux, d'autant plus durs qu'ils concernent surtout les pays les plus fragiles. Ces derniers sont incapables, dans ces conditions, de restaurer leur solvabilité, alors même que les pays en meilleure situation, et particulièrement ceux, comme l'Allemagne, dont la balance extérieure courante est excédentaires sont dispensés de tout effort de relance. Ainsi, la Commission Européenne vient de réviser à la baisse ses prévisions de croissance de la zone euro pour 2012 : 0,5% au lieu de 1,8% prévus au printemps et 0,8% pour l'Allemagne, 0,6% pour la France ou 0,1% pour l'Italie, et les prévisions de l'OCDE sont encore plus pessimistes.

2 - LA MODIFICATION DES INSTRUMENTS DE STABILISATION : EN FAIT LES FINANCEMENTS DES PAYS FRAGILES DE LA ZONE EURO NE SONT GUERE ACCRUS

Le Conseil du 9 décembre, en apparence, ne modifie guère les décisions des deux Conseils précédents. Le rôle d'agent donné à la Banque Centrale Européenne, BCE, auprès du FESF et du Mécanisme Européen de Solidarité, MES, ne semble qu'une décision technique, mais elle conduit à renforcer son influence dans la gestion de la zone euro³.

Autre décision en apparence anodine, celle d'avancer d'un an, à juillet 2012, la création du MES probablement pour permettre de mobiliser plus tôt les financements prévus à sa création, mais aussi, peut-être, en raison du caractère particulier des conditions du financement du MES qui, s'il alourdit le déficit budgétaire des Etats contributeurs, n'accroît pas, à la différence du FESF, leur dette publique au sens de Maastricht, puisque les Etats reçoivent en échange un actif financier. Merveille de l'ingénierie financière inhérente au MES, qui rend donc plus supportable pour les Etats son financement

Les Etats membres de la zone euro ont ainsi refusé d'accroître avant juillet 2012 les financements accordés au fonds de stabilité communautaire, mais ont jugé possible d'accorder immédiatement 200 Md€ au FMI sous forme de prêts bilatéraux, afin, semble-t-il de lui permettre de venir en aide, si nécessaire, à l'Italie ou à l'Espagne. Ce montant a été

³ Avant même cette décision, l'influence de la BCE sur le futur MES, malgré son indépendance affirmée par le traité européen, était forte, puisqu'elle participait en qualité d'observateur au conseil d'administration et au conseil des gouverneurs du fonds et qu'elle était chargée, en liaison avec la Commission Européenne et le FMI, d'évaluer le niveau d'endettement public supportable du pays demandeur d'un prêt du MES, et le programme d'ajustement et les conditionnalités susceptibles de lui être imposées.

réduit à 150 Md€ dix jours après la réunion du Conseil, suite notamment au refus britannique de voir son éventuelle contribution (30 Md€) affectée au seul soutien des pays de l'UE.

Finalement, après le dernier Conseil, les financements disponibles, grandeur stratégique pour rassurer les marchés financiers sur la solvabilité des pays fragiles, restent de 250 Md€ pour le FESF (capacité de financement résiduelle) et ne s'accroissent que des 150 md€ promis au FMI, et d'une capacité de financement nouvelle qui sera constituée progressivement après la création du MES⁴. Ces montants sont à l'évidence insuffisants si les marchés mettent gravement en doute la solvabilité de l'Espagne et de l'Italie, a fortiori de la Belgique et de la France. D'autre part, si la dégradation, quasi annoncée par les agences de notation, de la dette des Etats de la zone euro ne conduira pas nécessairement à une augmentation insupportable du coût de leur dette publique, il est probable qu'elle réduira la capacité de financement des fonds de stabilité⁵.

Enfin le Conseil Européen a décidé de ne plus imposer de restructuration de la dette publique détenue par des créanciers privés, et, en conséquence a déclaré le cas grec « unique et exceptionnel » (section 15 de la déclaration des chefs d'Etat), mais, de façon difficilement compréhensible, la même section de la déclaration déclare que les obligations d'Etat libellées en euro seront à l'avenir systématiquement assorties de clauses d'action collective normalisées, clauses qui incitent les créanciers à accepter, à la majorité qualifiée, la restructuration (interruption des paiements, allongement de l'échéance, réduction du taux d'intérêt et/ou décote) de la dette du pays en difficulté.

AU FINAL, LA ZONE EURO RESTE SANS VERITABLE PRETEUR EN DERNIER RESSORT

Le principe selon lequel la probabilité de défaut d'un pays de la zone euro est très faible est désormais compromis aux yeux des investisseurs ; ces derniers ont pris en compte, non seulement la dégradation de la solvabilité des Etats membres provoquée par la généralisation des politiques d'austérité, mais aussi la décision de l'Autorité Bancaire Européenne, ABE, de calculer les besoins de recapitalisation des banques européennes après dévalorisation des encours de dette souveraine en fonction de leur prix de marché⁶, et surtout de l'absence d'une institution garantissant ces dettes en toutes circonstances. Ni le

⁴ Le Conseil Européen d'octobre 2010, a prévu que, lorsqu'il sera créé, le MES aura seul la capacité d'accorder des prêts aux Etats défaillants et qu'il recevra les capacités de financement restantes du FESF qui viendront réduire le capital nécessaire (700 Md€ libérés en 5 annuités) pour lui donner une capacité de prêt totale fixée à 500 Md€ ; toutefois, le FESF restera en place jusqu'au remboursement des prêts qu'il aura consenti.

⁵Le FESF est actuellement noté AAA, mais la pérennité de cette note dépend de la note des Etats qui garantissent son financement. D'ores et déjà les agences de notation ont imposé au Fonds, qui l'a accepté, un système de sur-garantie de ses émissions concernant plus particulièrement les Etats AAA. Une dégradation des Etats membres entraînera donc presque certainement le renforcement du système de sur-garantie qui, en l'absence d'un financement complémentaire, se traduira par une réduction de ses capacités de financement.

⁶ La valeur de marché d'une obligation varie en sens inverse du taux d'intérêt qui se forme sur le marché secondaire ; ainsi le taux d'intérêt actuellement constaté sur ce marché de la dette grecque aboutit à une dévalorisation de cette dernière de 60% environ, la provision résultante réduisant à due concurrence les fonds propres des banques, et donc leur capacité de prêt. Ainsi les besoins de recapitalisation des banques grecques sont évalués par L'ABE à 13,5% du PIB grec, ceux des banques portugaises à 4,5% et ceux des banques espagnoles à 2,4%. (Évaluation qui inclut le durcissement anticipé des ratios prudentiels définis par le Comité de Bâle). Ces recapitalisations devront être réalisées avant juin 2012.

FESF et le MES, ni le Fonds Monétaire International, ni le Conseil Européen⁷ ne sont en mesure de prendre un tel engagement car leurs ressources sont bridées et leurs missions définies strictement par les traités européens⁸.

Le Conseil Européen d'octobre 2011 avait cependant admis que pour rétablir la crédibilité de la zone euro, il convenait d'accroître la capacité de financement du FESF de 460 Md€ pour la porter à 1000 Md€. Comme ni les Etats membres, ni le FMI ne voulaient ou n'étaient capables d'apporter ces ressources, le Conseil avait décidé de faire appel aux investisseurs privés (les banques et les investisseurs institutionnels), et aux pays émergents.

Deux moyens ont été avancés par le Conseil (qui se rapproche ainsi sensiblement de la logique de résolution de la crise de la dette des pays d'Amérique Latine⁹) :

- donner au FESF la possibilité de remplacer ses prêts par une garantie de 20% des émissions de dette, ce qui permettrait bien de mobiliser 1000 Md€ pour le soutien des Etats fragiles (1000 Md€ x 20% = 200 Md€, soit un peu moins que la capacité de financement résiduelle du fonds)). Il a été également décidé de
- créer un fonds d'investissement spécialisé (dit « entité ad hoc ») qui serait plus spécialement destiné à accueillir l'épargne des pays émergents. A ce jour, aucune de ces dispositions, rappelées par le Conseil de décembre, ne s'est concrétisée ...

Mais les décisions du Conseil Européen doivent être interprétées à la lumière de l'analyse de la crise qui les sous-tend. Le Conseil fait porter la responsabilité de cette crise aux excès de la dépense publique, et au « fardeau » d'un système de protection sociale trop généreux

Il a l'ambition de « graver dans le marbre » la politique qui découle de cette analyse, ce qui le conduit à *abandonner tout objectif de croissance et de lutte contre le chômage*. L'exemplarité attribuée au modèle de croissance allemand de compétitivité tirée par la compression des coûts salariaux, néglige sa logique prédatrice et le fait que son efficacité s'évanouirait dès lors qu'il serait généralisé à l'ensemble de la zone euro¹⁰. Cette *attention exclusive portée aux déséquilibres publics, qui procède d'un parti-pris idéologique, empêche une analyse lucide des causes du rebond d'une crise qui va entamer sa cinquième année,*

⁷ L'un des paradoxes de la zone euro, rarement évoqué, est l'interdiction faite à la Commission d'emprunter sur les marchés pour financer le déficit d'un Etat membre de la Zone euro (article 125 du Traité européen), alors que la Commission a cette faculté « en cas de difficultés graves de la balance des paiements » concernant les autres pays membres de l'Union Européenne (article 143 du traité), disposition plafonnée à 50 Md€ qui a bénéficié à la Hongrie, la Lettonie et la Roumanie.

⁸ Les achats sur le marché secondaire de la dette souveraine des pays fragiles sont jugés, par l'Allemagne, non conformes au traité européen, et n'ont été autorisés que de façon temporaire. Depuis mai 2010, la BCE a investi 210 Md€ dans ce but sans parvenir à enrayer la hausse du coût de la dette souveraine des pays les plus fragiles.

⁹ Lors de cette crise, survenue dans les années 1980, la sortie de crise avait été obtenue sous l'égide du secrétaire d'Etat américain au Trésor Brady, en imposant aux créanciers privés une forte dévalorisation de leur portefeuille de dette souveraine et en échangeant sur cette base leurs titres contre de nouveaux titres bénéficiant d'une garantie publique extérieure aux Etats concernés.

¹⁰ Si l'action sur les coûts salariaux a facilité la conquête de parts de marché à l'exportation au détriment des autres pays de la zone euro, qui eux ont plutôt maintenu leur demande intérieure, les performances de l'économie allemande depuis 7 ans tiennent aussi et peut-être surtout à sa spécialisation industrielle..

du fait des limites d'un modèle de croissance, qui est venu buter, hier sur la solvabilité des agents privés et aujourd'hui, sur celle des agents publics¹¹.

Dans sa phase actuelle, la crise fragilise à nouveau le système financier dans son ensemble (banques et compagnies d'assurance), principal détenteur de la dette publique de la zone euro.

Si la crise de liquidité qui affecte aujourd'hui le système bancaire, n'est pas résolue rapidement, elle a de forte chance de se transformer en crise de solvabilité et de provoquer une grave récession du fait de l'étranglement des moyens de financement offert aux agents privés. Un tel « credit crunch » n'avait été évité en 2008-2009 qu'à la suite des interventions publiques destinées à sauver les établissements financiers d'une faillite systémique et à soutenir la croissance, mais cette politique a été l'une des causes immédiates de la crise actuelle de la dette publique, en sorte que la réédition aujourd'hui de cette thérapeutique est exclue par les gouvernements. Dès lors *l'absence d'un prêteur en dernier ressort dans la zone euro devient un obstacle essentiel à la bonne gestion de la crise.*

La BCE serait pour beaucoup l'institution européenne naturellement candidate à ce rôle de prêteur en dernier ressort mais ses statuts ne le permettent pas

Cela rapprocherait ses fonctions de celles des banques centrales américaines ou britanniques ; ainsi la FED et la Bank of England, BoE, ont acquis plus de 20% de la dette publique de leur pays, alors que la BCE n'en détient que 3%, encore celle-ci a-t-elle pris soin, craignant les conséquences inflationnistes de ses achats, de les stériliser par des reprises de liquidité systématiques, ce que n'ont fait ni la FED, ni la BoE, attachées au soutien de la croissance.

La doctrine de la BCE est strictement codifiée notamment par le traité européen. Son objectif principal n'est pas de soutenir la croissance, mais de maintenir l'inflation en dessous de 2%, en agissant sur ses taux directeurs, et de maintenir la stabilité financière, en préservant les banques d'une crise de liquidité. Il n'entre pas dans ses attributions d'agir sur le prix des actifs et d'être le prêteur en dernier ressort du système financier et des Etats lorsque leur solvabilité est compromise.

La crise a toutefois conduit la BCE à atténuer la rigueur de sa doctrine

Elle a ainsi décidé de mettre en œuvre¹², de façon temporaire, des mesures qu'elle qualifie elle-même de « non conventionnelles » et qu'elle justifie par les obstacles que les dysfonctionnements des marchés financiers apportent à l'efficacité de sa politique monétaire. Il s'agit pour elle d'obtenir la répercussion de la baisse de ses taux directeurs sur les taux longs en intervenant sur les marchés secondaires de la dette souveraine, et en offrant aux banques des financements à guichet ouvert¹³ et d'éviter que la fermeture du marché

¹¹ Un article de l'auteur, à paraître dans la revue de l'IRES, intitulé « Logique d'une crise : le mistigri des défauts de solvabilité », développe cette analyse.

¹² Décisions qui n'ont jamais reçu un accord unanime de son conseil, notamment de ses membres allemands.

¹³ Elle a ainsi allongé progressivement la maturité maximum de ses instruments de refinancement des banques, de 3 mois à un an, puis, en dernier lieu, à 3 ans au taux de 1%, tout en réduisant la qualité des garanties exigées en contrepartie,

interbancaire et la crise de liquidité dont elles souffrent, depuis deux ans, ne se transforment en crise de solvabilité.

La BCE, répondant aux périls de la période, tangente désormais les fonctions de prêteur en dernier ressort.

La frontière est floue entre des achats autorisés sur le marché secondaire de la dette publique et des achats interdits sur le marché primaire (à l'émission) ; les frontières sont également floues entre des opérations de refinancement des banques destinées à satisfaire leurs besoins de liquidité et des opérations destinées à renforcer leur solvabilité, surtout lorsqu'il s'agit de financement d'une maturité de 3 ans.

En fait, comme en 2008, les doutes sur la santé réelle des établissements financiers se sont aiguisés : la quasi fermeture du marché interbancaire et l'interruption de l'accès aux ressources en dollars sont la manifestation de la *prise de conscience des risques que font peser sur les actifs bancaires (crédits et titres) non seulement la crise de la dette publique mais aussi l'effondrement des perspectives de croissance de la zone euro*. L'urgence d'une consolidation des bilans des banques a été perçue par le régulateur bancaire qui, comme on l'a déjà noté, impose leur recapitalisation à hauteur de 114,7 Md€ au premier semestre 2012 ; cette urgence est également ressentie par les banques elles mêmes qui, depuis l'été, ont entrepris de réduire leur bilan en vendant certains de leurs actifs, notamment des obligations souveraines décotées, non seulement pour trouver les moyens d'accroître leurs fonds propres mais aussi pour faire face à la diminution drastique (plus de la moitié dans le cas des établissements français) de leur capacité d'émission obligataire en 2012.

Faute de pouvoir faire directement de la BCE le prêteur en dernier ressort de la zone euro, il semble que le Conseil européen a imaginé (sans le dire officiellement) de lui donner indirectement ce rôle.

La BoE a montré le chemin en 2010 en renforçant l'obligation faite aux banques britanniques de détenir un matelas suffisant de titres liquides, donc bien notés (au moins AA3). Ce durcissement des normes de liquidité a conduit ces banques à devenir un acquéreur déterminant des titres de la dette publique anglaise¹⁴. Le comité de Bâle avait lui aussi adopté un durcissement de ces normes, applicables en 2015 et 2018, après une période

acceptant ainsi les titres de la dette publique grecque, irlandaise ou portugaise, la quasi-totalité des prêts aux PME et des crédits titrisés (ABS). On notera incidemment que la crise financière n'a pas interrompu le recours des banques aux opérations de titrisation, mais a asséché la demande des investisseurs finaux, qui ont acquis depuis deux ans moins de 15% des titres émis par les banques de la zone euro ; celles-ci ont conservé ces titres afin de les utiliser comme garanties pour accéder aux financements de la BCE, ce qui n'aurait pas été possible avec la totalité des actifs sous-jacents...

¹⁴ Le financement par les banques britanniques de la dette publique nationale est probablement l'une des deux raisons qui expliquent que le coût de cette dette soit nettement inférieur (0,5 point environ) à celui de la dette française, alors que les taux d'endettement et de déficit public du Royaume Uni sont largement supérieurs. L'autre raison de la spécificité du marché de la dette publique britannique est l'importance réduite des non résidents sur ce marché : ceux-ci détiennent 19% de la dette publique contre 30% aux Etats Unis, 50% dans le cas de la France, 51% dans celui de l'Italie et même 91% dans celui de la Grèce.

d'expérimentation ; le lobbying des banques européennes a fait obstacle à leur transposition en directive¹⁵.

Dès lors, le Conseil Européen, comme l'a révélé Nicolas Sarkozy, a choisi de faire indirectement de la BCE le prêteur en dernier ressort des Etats de la zone euro, en la faisant financer à moyen terme (3 ans) les banques, et en espérant que celles-ci seront alors incitées à acquérir de la dette publique, permettant ainsi à la banque centrale de se décharger de ces opérations « sulfureuses ». Cette réforme des ratios prudentiels de liquidité étant ajournée, voire abandonnée, il semble probable que les financements à 3 ans reçus par les banques serviront plutôt à consolider les bilans bancaires. D'autres scénarios faisant de la BCE le prêteur indirect en dernier ressort de la zone euro ont été avancés : la BCE pourrait ainsi financer le fonds de stabilité européen ou le FMI, à charge pour ces institutions de souscrire aux émissions obligataires des pays de la zone euro. Faute d'une volonté unanime de tous les pays européen de redéfinir la doctrine de la banque centrale, le succès de ces propositions est peu probable.

POUR LA CREATION, DANS LA ZONE EURO, D'UN VERITABLE PRETEUR EN DERNIER RESSORT

Devant les difficultés de faire de la BCE le prêteur en dernier ressort de la zone euro, la piste de l'émission d'euro-obligation rassemble aujourd'hui un nombre croissant d'économistes, notamment ceux de Lasaire, ainsi que des politiques de tous bords. L'absence de consensus sur la définition de ces titres reflète cependant des divergences, pas toujours exprimées, sur la nature de la construction européenne, et plus particulièrement sur l'exigence de solidarité requise entre ses membres¹⁶.

L'obstacle le plus difficile tient à la nature des conditionnalités auxquelles sont subordonnées l'accès à ces titres : en effet non seulement ils bénéficient de la garantie collective de l'ensemble des pays de la zone, ce qui rend leur coût avantageux pour les pays les plus fragiles, et plus coûteux pour les pays les plus solides, mais surtout l'absence de contraintes à leur émission pourrait inciter certains des pays-membres à des déficits budgétaires « excessifs ». C'est pourquoi il a été proposé de plafonner les possibilités d'émission de la dette publique, au moyen de ces titres, à 60% du PIB, au-delà, la dette étant émise aux risques et au coût de chaque Etat (proposition Bruegel-Delpla), ou, au contraire, de permettre de financer par des euro-obligations, la totalité de la dette publique, l'autorité émettrice exigeant alors des pays à la solvabilité incertaine, le paiement d'une prime de

¹⁵ La Commission Européenne a exclu pour l'instant les deux nouveaux ratios de liquidité prévus par Bâle III de son projet de directive (CRD4) se contentant de demander aux banques d'appliquer rigoureusement leurs modèles internes de liquidité. En pratique, il semble qu'un compromis pourrait être trouvé sur l'adoption du ratio de liquidité à court terme (un mois) mais pas sur le ratio long terme (un an).

¹⁶ On ne reprendra pas encore une fois la démonstration selon laquelle une zone monétaire qui rassemble des pays de développement différent, reporte sur les politiques budgétaires nationales la totalité de son effort d'insertion dans la zone, dès lors que les pays membres n'ont pas prévu d'organiser des transferts de ressources au profit des pays les moins avancés.

risque et le transfert au niveau européen de la part de fiscalité nationale destinée au paiement de la charge d'intérêt (proposition Gauron)¹⁷.

La création d'euro-obligations pose donc la question de son articulation avec la régulation des politiques budgétaires.

L'introduction des euro-obligations n'induit pas nécessairement une extension de la logique fédérale : Nicolas Sarkozy n'est pas incohérent lorsqu'il défend à la fois la création des euro-obligations, et refuse un approfondissement fédéral de la zone euro, car, pour lui, la rigueur de la discipline budgétaire mécanique imposée à tous les pays de la zone, se substitue à la logique fédérale¹⁸. En revanche, les deux conceptions des euro-obligations évoquées ci-dessus, impliquent la création d'une autorité fédérale (un Ministre de l'économie par exemple) qui prendrait (démocratiquement on l'espère) la décision d'émettre ces titres¹⁹ et de définir les conditionnalités qui les accompagneront. Hubert Védrine (Le Monde du 2 août 2011), pourtant partisan de la création des euro-obligations, considère ainsi que l'approfondissement de la voie fédérale n'est pas souhaitable tant que perdurera une conception de la zone euro « comme un espace disciplinaire de surveillance et de sanctions » alors qu'il conviendrait de mettre en œuvre un « policy mix d'assainissement et de croissance ».

Une zone monétaire non optimale, comme l'est la zone euro, ne peut fonctionner que si elle dispose d'une autorité centrale de nature quasi-étatique, capable de lever l'impôt et de financer en dernier ressort les agents affrontant une crise de solvabilité. Faute de disposer d'une autorité de cette nature, en période de crise, les Etats de la zone euro ont dû se résoudre à créer des palliatifs insuffisants comme les fonds de stabilité financière, ce que pourraient être aussi les éventuelles euro-obligations. La définition de la solution à la crise de la dette publique ne pourra faire l'économie d'une réponse à la question du degré de fédéralisme souhaitable pour la construction européenne.

¹⁷ On observera que lors de la création éventuelle des euro-obligations, il faudra décider si ces nouveaux titres de dette viendront financer le surcroît d'endettement des Etats ou s'ils devront également remplacer (être swappés) les dettes nationales déjà émises.

¹⁸ L'écart avec la position officielle de l'Allemagne, qui a refusé d'envisager la création d'euro-obligations, n'est pas aussi important qu'il ne semble : en effet, la décision de la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe précise qu'il n'est pas possible que l'Allemagne réponde de décisions prises par d'autres Etats, dès lors que leurs conséquences sont incertaines. Cette décision laisse donc entrevoir que, pour autant que les décisions de durcissement du Pacte de stabilité prises par le Conseil Européen seront entrées en application, les risques de dérive budgétaire des Etats membres seront sous contrôle, rendant alors juridiquement acceptable la création d'euro-obligations.

¹⁹ On trouvera sur le site de Lasaire, une déclaration intitulée « Crise-croissance- austérité », signée par Michel Fried, Pierre Héritier et Joël Maurice, qui s'inscrit dans cette logique.