



DOSSIER EUROPE

NOTE LASAIRE N° 58

LA QUESTION DE L'OPTIMALITÉ DE LA RÉGULATION DE LA ZONE EURO

Par Michel FRIED

Avril 2017

Ce dossier se compose de six notes :

- Note 57 : Introduction : replaçons l'égalisation dans le progrès au cœur du projet européen, par Joël MAURICE
- Note 58 : La question de l'optimalité de la régulation de la zone euro, par Michel FRIED
- Note 59 : Refonder l'euro, une perspective historique, par André GAURON
- Note 60 : La grande panne du « dialogue social » européen. Peut-il aujourd'hui exister ?, par Joël DECAILLON
- Note 61 : Sur l'Europe sociale et le « Socle européen des droits sociaux », par Jean-Pierre MOUSSY
- Note 62 : Synthèse (résumés des Notes Lasaire n° 57, 58, 59, 60, 61)



LA QUESTION DE L'OPTIMALITÉ DE LA RÉGULATION DE LA ZONE EURO

Michel FRIED

RESUME

La zone euro a été fondée sur des règles, en grande partie intégrées dans les traités européens, appuyées par **des propositions théoriques** qui apparaissent aujourd'hui fortement contestables, et notamment :

- la proposition selon laquelle le respect de ces règles réduirait rapidement l'hétérogénéité économique des pays membres, condition d'un bon fonctionnement d'une zone monétaire,
- la proposition selon laquelle l'endettement public est néfaste dès qu'il excède un pourcentage du PIB résultat de travaux empiriques, proche de la règle maastrichtienne,
- la proposition selon laquelle la réduction de l'endettement public est relativement peu coûteuse en termes de croissance,
- la proposition selon laquelle les liens entre la dette publique et la dette privée sont très lâches.

L'inadéquation des règles qui organisent la régulation économique et financière de la zone euro est devenue évidente avec le surgissement de la grande crise de 2008 et de la crise de la dette souveraine qui a suivi. Les institutions de la zone euro, à la différence d'institutions comme le FMI ou l'OCDE n'ont pas remis en question les fondements théoriques des règles, mais les ont contournées, et même, dans certains cas, les ont « oubliées ». Toutefois, à partir de 2011, certaines de ces règles ont été explicitement assouplies, introduisant des possibilités d'allongement des délais d'**ajustement budgétaire des** Etats en déficits en contrepartie de la mise en œuvre de réformes dites structurelles, visant notamment le marché du travail et les systèmes de protection sociale ; ces assouplissements ont été repris dans une Communication de la Commission Européenne en 2015.

La politique monétaire de la zone euro a, elle aussi, été transformée sous la pression des difficultés économiques et financière. La définition classique des missions de la Banque Centrale Européenne (BCE), telle qu'inscrite dans les traités, a été redéfinie, rapprochant ses objectifs et les instruments mis en œuvre de ceux des autres grandes banques centrales mondiales, de la FED en particulier, malgré l'opposition ouverte de la Bundesbank et surtout du ministre des finances allemand. On notera que la Cour de Justice de l'Union Européenne a validé ces évolutions, tout en les encadrant. Par ailleurs, la question de la sortie des politiques d'assouplissement quantitatif est désormais posée, du fait des risques de formation de bulles spéculatives, de la fragilisation des banques, surtout dans les pays du sud de la zone, provoquée par le gonflement des créances douteuses et l'amenuisement des marges d'intermédiation.

Au total **l'efficacité de la régulation budgétaire et monétaire** de la zone euro a été très limitée : le chômage est resté en moyenne élevé, la croissance molle, le potentiel de croissance s'est amenuisé du fait de l'insuffisance des investissements et de la recherche et enfin, la faiblesse de la demande adressée aux entreprises les incite à préférer, malgré le redressement de leurs marges, la croissance externe à l'investissement productif.

La question d'une refondation de la régulation économique et financière de la zone euro est donc posée à un double titre, par le constat public par la Commission Européenne (recommandation de novembre 2016) de sa non optimalité et, donc de la nécessité de sa « réorientation », ainsi que par la découverte que la sortie contrainte ou volontaire de certains pays-membres était devenue une éventualité envisagée par certains pays-membres ou par les marchés financiers. Ainsi l'Allemagne a envisagé l'expulsion de la Grèce de la zone euro, et les marchés financiers ont relevé les primes de risque sur les émissions obligataires des pays du sud de la zone euro depuis la décision britannique de sortie de l'Union Européenne ; par ailleurs, la crise grecque a révélé l'acuité que pouvait atteindre le conflit entre les choix démocratiques nationaux et les règles de fonctionnement de la zone.

La question de la construction d'**une Europe plus fédérale** semble donc s'imposer comme le moyen de sortir des impasses actuelles. Cette question a fait l'objet de nombreuses propositions, y compris de la part des responsables des grandes institutions européennes, en dernier lieu, en juin 2015, lors de la publication du rapport dit « des 5 Présidents » (Commission européenne, Conseil Européen, Eurogroupe, BCE, Parlement Européen).

Toutefois cette transformation de la nature de la zone euro, serait facilitée si, au préalable, le biais déflationniste inhérent au mode de régulation actuel était supprimé, comme le préconise désormais la Commission Européenne elle-même, afin que l'évolution fédérale puisse s'appuyer sur la restauration d'une croissance plus soutenue et si les possibilités de soutien par la BCE des pays les plus en difficulté étaient utilisées plus facilement, possibilité admise sous condition, en 2015, par la Cour de Justice de l'UE.

Cela étant, ces ouvertures restent limitées et ne suffiraient pas à changer en profondeur la nature de la zone euro du fait du refus de certains Etats-membres d'instaurer une véritable « union de transferts financiers » entre Etats, qui exige la renégociation des traités européens. La définition d'un agenda de réformes plus modestes semble, dans ces conditions, être la seule solution réaliste aujourd'hui, et il nous apparaît que la préservation des systèmes de protection sociale nationale devrait être retenue en priorité, compte tenu des nuages qui les affectent actuellement.

INTRODUCTION

La zone euro a été fondée sur la thèse de l'inutilité d'une solidarité financière entre les Etats membres, la stabilité de la zone étant garantie par un ensemble de règles budgétaires contraignantes et un cadre économique sous contrôle ; ces caractéristiques étaient censées garantir la confiance des marchés financiers, au prix du sacrifice, considéré comme temporaire, de la croissance des pays les plus fragiles de la zone. Durant quelques années, cette stratégie a semblé fonctionner : les marchés financiers n'ont pas imposé aux Etats-membres les plus fragiles, de primes de risque significatives leur permettant d'obtenir un rythme de croissance parfois soutenu, mais qui reposait souvent sur un accroissement rapide de l'endettement privé puis public.

La crise de 2008 va montrer la fragilité de cette vision ; elle trouve son origine dans la financiarisation du capitalisme, résultat des politiques de dérégulation des marchés financiers et du travail. Des occasions artificielles d'investissements sur des titres publics ou privés de la zone euro, jugés peu risqués et bien rémunérés, sont alors créées, bien que les caractéristiques attribuées à ces titres soient, à l'évidence, contradictoires et donc non pérennes ; cette martingale a pourtant fait les beaux jours des marchés financiers dans la période qui a précédé la crise de la dette souveraine de la zone euro. Lorsqu'il est apparu que la solvabilité des emprunteurs privés (des banques en particulier), puis publics, était devenue incertaine, la croyance dans les vertus stabilisatrices des règles de fonctionnement de la zone euro s'est effritée et les marchés ont changé leur vision de la nature et de la solidité de la zone euro.

La capacité du système de régulation économique et financière de la zone, en cas de choc asymétrique (affectant seulement un ou plusieurs pays-membres), a montré ses limites en cas de défaillance bancaire dans un ou plusieurs pays (crise des *subprimes*) ou lors de l'éventualité du défaut d'un Etat membre (cas de la Grèce). L'inadéquation du mode de régulation était devenue telle qu'il a bien fallu le faire évoluer, en instaurant de nouvelles règles ou en les contournant et en renforçant la résilience des banques, et cela en sacrifiant la croissance des pays en difficulté. Dès lors, la question se pose de l'opportunité d'une refondation de la nature de la zone euro.

Après avoir rappelé les impasses du cadre conceptuel, jamais remis en cause, qui fonde les règles qui organisent le fonctionnement de la zone euro, on examinera comment, pour répondre aux crises, la régulation de la zone a dû évoluer, notamment en contournant les traités européens, sans parvenir cependant à améliorer en profondeur son efficacité ; dès lors, la question de la réforme, difficile mais souhaitable, du mode de régulation de la zone euro est posée et les principales options sont évoquées . Enfin, en annexe, on soulignera comment la crise grecque, illustre les résultats auxquels peut conduire un mode de régulation inadapté.

1. LE CADRE ANALYTIQUE QUI FONDE LA RÉGULATION DE LA ZONE EURO S'EST AVÉRÉ ERRONÉ, IL A ÉTÉ AMENDÉ, MAIS N'A PAS ÉTÉ FONDAMENTALEMENT REMIS EN CAUSE

Le cadre analytique sur lequel est fondé le fonctionnement de la zone euro repose sur quatre principes¹ :

1. **Le premier principe pose que l'hétérogénéité des structures économiques des pays, lors de leur entrée dans la zone euro, serait rapidement réduite au prix d'un effort budgétaire collectif limité et surtout par la croissance des échanges impulsée par la**

¹ Cf. Michel Fried : « Gestion de la crise de la zone euro : décisions et interrogations », Cahier Lasaire n°48 – Sept. 2013.

conjonction d'un marché unique et d'une monnaie unique ; il s'agit d'une illusion dénoncée pourtant par nombre d'économistes dont notamment Paul Krugman² qui avait montré, dès 1993, que, dans une zone monétaire non optimale, l'hétérogénéité des structures économiques bien loin de se réduire, s'accroissait, car les pays les plus défavorisés, incapables de faire évoluer rapidement leur spécialisation initiale, s'efforçaient de renforcer leurs avantages compétitifs initiaux. Dès lors, ces pays deviennent sensibles à des chocs dits asymétriques (qui n'affectent pas simultanément tous les pays de la zone), notamment sectoriels, chocs auxquelles la politique monétaire, par définition unifiée dans une zone monétaire, pas plus que les politiques budgétaires, certes restées nationales, ne peuvent répondre, dans la mesure où elles sont enserrées par des règles strictes.

2. Le second principe posé par les règles de fonctionnement de la zone euro est **le caractère a priori néfaste de l'endettement public, avec comme conséquence que les pays les plus endettés doivent réduire celui-ci le plus rapidement possible, au détriment de leur croissance**. Ce principe dont le fondement conceptuel est fortement contesté, s'appuyait surtout sur une démonstration empirique convaincante en apparence ... jusqu'à ce que soit démontré qu'elle reposait sur des calculs erronés³. L'application de ce principe a pourtant incité à un durcissement important des règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance, d'abord en novembre 2011 (le « six pack »), puis, en mars 2012, le TSCG (Traité sur la Stabilité, la Croissance et la Gouvernance)⁴ et en mai 2013, le « *two pack* ».
3. Un troisième principe posait que les règles de fonctionnement de la zone euro donnaient **l'assurance que la restauration des équilibres macroéconomiques serait peu coûteuse en terme de croissance**, et donc que des politiques d'austérité draconiennes n'auraient que des conséquences limitées sur le bien-être des populations et la croissance potentielle. Dès 2010, après le choc de la récession de 2008, le G20 de Toronto a décidé, au nom de ce principe, l'abandon des politiques keynésiennes de gestion de la crise décidées en 2008 et l'allègement rapide des déficits budgétaires⁵. En fait, le FMI, en octobre 2012, a démontré que les effets récessifs des politiques d'austérité étaient sous-estimés de plus de moitié (et même de plus de deux fois pour certains pays-membres selon l'OFCE). La Commission Européenne et le Conseil n'ont cependant pas accepté de modifier en conséquence la méthodologie de leurs projections économiques à moyen terme, fondement de leurs exigences budgétaires.
4. Le quatrième principe était celui de **l'indépendance des évolutions de la dette publique et de la dette privée, et, parmi celle-ci, de la dette bancaire**. Dans certains pays comme les Etats-Unis ou l'Espagne, l'endettement privé a été pourtant directement à l'origine de la crise bancaire, puis de l'endettement public, les Etats n'ont pu consolider, faute de prêteur en dernier ressort⁶, leur système financier, les fondateurs de l'U.E. ayant refusé de donner ce rôle à la BCE. En fait, depuis 2008, on a assisté à un véritable mistigri des besoins de financement sectoriels, finalement localisés en grande

² In F. Giavazzi et F. Torres (eds) « The transition of economic and monetary Union in Europe », Cambridge University Press (New York) 1993

³ Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff : « Growth in a Time of Debt », NBER , Working Paper, mai 2010,. Cette étude a été contestée en avril 2013 par Thomas Hernden, Michaël Ash et Robert Pollin, et ses deux auteurs ont reconnu que leurs calculs étaient erronés.

⁴ Joël Maurice : « Ombres et périls du traité Merkel-Sarkozy », cahier Lasaire n°45, février 2012

⁵ Le communiqué final du G20 (juin 2010) est explicite : « Les économies avancées ont adopté des plans budgétaires qui réduisent au moins de moitié les déficits d'ici à 2013 et stabiliseront ou réduiront avant 2016 les ratios de la dette au PIB ». Dès avril 2009, la Commission européenne avait engagé des procédures pour déficit excessif (PDE) vis-à-vis de l'Espagne, de l'Irlande, de la Grèce et de la France demandant le retour aux 3% maastrichien dès 2012. La liste des pays soumis aux PDE était élargie quelques mois plus tard au Portugal, Pays-Bas, Autriche, Belgique et Italie.

⁶ L'article 123 §1 du traité de l'Union Européenne et le règlement n° 3603/93 interdisent à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder tout découvert ou tout autre type de crédit aux administrations centrales ou régionales des Etats membres à l'exception des établissements de crédit public qui peuvent se financer comme les banques privées.

partie dans la dette publique⁷. Le constat de l'interdépendance très étroite entre la dette bancaire et la dette publique, explique que certains analystes, pourtant fort attachés à la construction européenne, se sont étonnés du rejet des propositions visant à mutualiser le soutien des banques au niveau de la zone euro, voire de l'UE⁸.

La crise n'a pas entraîné de remise en cause fondamentale de ces quatre principes, et les règles qui en découlent, ont été largement incorporées dans les traités européens ; bien que peu malléables par nature, ces règles ont montré pourtant une certaine plasticité. Elles sont de nature double : une partie d'entre elles correspond à des objectifs à atteindre (déficit budgétaire, taux d'endettement...) qui s'imposent à tous les pays membres, alors qu'une autre partie, notamment celles qui concernent les politiques économiques et les marchés est de nature organisationnelle (libre concurrence, indépendance de la banque centrale et définition stricte de la politique monétaire ...). La filiation avec la doctrine ordolibérale allemande est évidente et reconnue par une grande partie des responsables de la construction européenne. Selon cette doctrine, le modèle économique libéral, pour être efficient, doit s'appuyer sur un Etat fort, capable d'imposer les règles (« Ordnung ») qui encadrent la liberté d'entreprendre, la libre concurrence et garantissent l'indépendance des banques centrales, mais cet Etat fort s'interdit de devenir un acteur économique significatif (voir encadré ci-après).

ENCADRÉ 1

L'ORDOLIBÉRALISME, MATRICE DE LA DOCTRINE EUROPÉENNE

La doctrine ordolibérale est née au début des années 1930 au sein de l'université de Fribourg, sous le patronage de deux économistes, Walter Eucken et Wilhelm Röpke et de deux juristes, Franz Bohm et Wilhelm Doerth. Cette doctrine d'inspiration strictement libérale, s'oppose pourtant à la vision libérale classique, telle que la codifiait alors Hayek, car elle pose que le libre jeu du marché et la liberté d'entreprendre ne peuvent, à eux seuls, produire un système économique efficient et donc qu'il appartient à l'Etat de produire les règles (ordnung) qui encadreront le libre jeu du marché, l'Etat ne devant pas sortir de ce rôle et devenir un acteur économique.

Opposé au nazisme, considéré par l'Ecole de Fribourg comme l'aboutissement ultime de l'interventionnisme étatique, la doctrine ordolibérale est devenue la doctrine quasi officielle de la période de la reconstruction de l'Allemagne, à une époque où dominait dans le reste de l'Europe la vision keynésienne. Toutefois, sous l'influence d'Alfred Müller-Armak, secrétaire d'Etat de Ludwig Erhard et futur négociateur du Traité européen, cette doctrine a incorporé l'héritage social bismarckien et a pris le nom d'« économie sociale de marché », devenue, en 1949, la doctrine officielle de la CDU. A La doctrine ordolibérale de l'avant-guerre, un objectif complémentaire a alors été assigné à l'Etat, celui de corriger les inégalités trop fortes entre citoyens, mais cela sans entraver le principe de responsabilité individuelle ; par ailleurs, à la même époque, elle empruntera à la doctrine catholique le principe de subsidiarité qui délimite les frontières de l'action publique.

L'ordolibéralisme, ou son avatar, l'économie sociale de marché, concept incorporé dans l'article 3 du traité de l'Union Européenne, a alors connu une grande diffusion, hors même des zones d'influence chrétienne-démocrate : de nombreux responsables sociaux-démocrates ou verts y adhéreront officiellement, mais à titre individuel, et elle est la référence publique de

⁷ Cette thèse est développée dans Michel Fried « La logique d'une crise : le mistigri des défauts de solvabilité » Revue de l'IRES n°69, 2011/2.

⁸ Silvia Merler et Jean Pisani-Ferry « Une relation risquée : l'interdépendance entre la dette bancaire et la dette souveraine et la stabilité de la zone euro », Banque de France, Revue de stabilité financière n° 16, avril 2012.

nombre de responsables européens ; ainsi pour ne prendre que des références récentes, Fritz Bolkestein alors commissaire européen au marché intérieur, déclarait en juillet 2000 : « La mise en œuvre de l'ensemble des mesures proposées à Lisbonne représentera un progrès considérable dans la réalisation d'une Europe conforme aux idées ordolibérales », Jens Weidmann, président de la Bundesbank déclarait en février 2013 : « Tout le cadre de Maastricht reflète les principes de l'ordolibéralisme et de l'économie sociale de marché » et Mario Draghi, Président de la BCE, affirme en juin 2014 : « La constitution monétaire de la BCE s'ancre fermement dans le principe de l'ordolibéralisme ».

2. LES TRAITÉS EUROPÉENS SONT CONTOURNÉS POUR STABILISER FINANCIÈREMENT LA ZONE EURO ET FAIRE CONVERGER LES MODÈLES ÉCONOMIQUES NATIONAUX

La régulation de la zone euro, résulte à la fois des règles budgétaires et des politiques économiques, définies pour l'essentiel pays par pays, et de la politique monétaire qui s'applique globalement à tous les pays de la zone euro, et de la définition de la solidarité entre les pays de la zone, qui n'est pas non plus une compétence nationale.

2.1. L'ÉVOLUTION DES RÈGLES BUDGÉTAIRES

Le contournement des règles budgétaires maastrichtiennes n'a été réalisé que très progressivement⁹, notamment à partir du moment où les deux grandes puissances européennes que sont l'Allemagne et la France ne remplissaient plus les critères budgétaires ; elles ont fait plier la Commission Européenne en s'accordant un délai plus important que ce que prévoyaient les traités pour respecter les plafonds de déficit budgétaire, au motif que ces règles étaient déclarées « stupides »¹⁰ car pénalisant trop leur croissance¹¹ (encadré 1 ci-après).

ENCADRÉ 2

L'ALLEMAGNE, ET LA FRANCE, DÉFENDAIENT, EN 2003, L'ASSOULISSEMENT DES RÈGLES BUDGÉTAIRES

Au premier semestre 2003, les déficits budgétaires de l'Allemagne et la France dépassent le seuil de 3%, ce que la Commission Européenne accepte, mais sous réserve que les deux pays programment des économies budgétaires supplémentaires. Les deux pays jugent cette demande irréaliste eu égard à leur faible croissance et, faute de majorité, le Conseil Européen rejette l'avis de la Commission. La Commission attaque alors la décision du Conseil devant la Cour de Justice de l'Union Européenne, mais produit finalement un rapport préconisant les règles d'assouplissement budgétaire, règles qui, pour l'essentiel, seront entérinées par le

⁹ En fait, dès la création de la zone euro, il avait été décidé, conformément à l'article 140 §1 du Traité de l'Union Européenne, que l'adhésion d'un pays à la zone serait conditionnée au respect de cinq critères, non hiérarchisés, concernant l'inflation, le déficit budgétaire, la dette publique, les taux d'intérêt à long terme et la participation préalable au mécanisme de change européen. Chacun de ces critères est comparé au niveau moyen réalisé par les trois pays réalisant la meilleure performance, dans des circonstances « non exceptionnelles ». Il est apparu que la Belgique et l'Italie ne seraient pas en mesure de satisfaire à deux des critères. Pour des raisons tenant à l'équilibre géopolitique de la zone euro, et non pas à sa viabilité économique, il a été alors décidé que les critères d'adhésion ne seraient pas interprétés en niveau mais en tendance. La logique de ce premier contournement, toujours en vigueur, des règles européennes est donc différente de celle évoquée dans la présente note.

¹⁰ Déclaration de Romano Prodi, alors président de la Commission Européenne dans une interview au Monde du 17/10/2003. 12 ans plus tard, dans une nouvelle interview au Monde (21/07/2015), il précise qu'il avait stigmatisé alors l'incapacité du Pacte budgétaire à tenir compte du cycle économique.

¹¹ La procédure pour déficit excessif (PDE) pose que, si le déficit budgétaire d'un pays dépasse le plafond autorisé de 3% de son PIB, il devra revenir sous ce plafond dans l'année qui suit la constatation du dépassement, soit deux années après l'année du déficit.

Conseil des 22-23 mars 2005, qui, dans son compte rendu (annexe II), déclare que les règles de 3% et de 60% « restent la clef de voûte de la surveillance multilatérale, ...[mais que] du fait de l'hétérogénéité des pays de la zone euro, il convient de renforcer la contribution de la politique budgétaire à la croissance économique ».

L'Allemagne, en juin 2009, a adopté une règle budgétaire plus dure que ce qu'exige le Pacte européen, puisqu'elle s'interdit, à compter de 2016 tout déficit structurel supérieur à 0,35% de son PIB, sauf en cas de circonstances exceptionnelles, reconnues par une majorité des 2/3 du Parlement. Les dépassements sont inscrits dans un compte notionnel plafonné à 1,5% du PIB, compte qui devra être amorti par des excédents budgétaires. Le changement d'attitude du pays est donc significatif, mais la contrainte que s'impose l'Allemagne est faible puisqu'elle vote un budget excédentaire et son excédent courant de la balance des paiements est de plus de 6% de son PIB.

Sans entrer dans une description détaillée de l'évolution des règles budgétaires, on notera que, dès 2005, la durée du retour à la norme de déficit budgétaire admissible pour un pays (OMT) pouvait être officiellement allongée si « des événements économiques négatifs inattendus » étaient la cause du déficit excessif et si le gouvernement fautif avait bien mis en œuvre des « actions suivies d'effet » conformes aux orientations retenues par le Conseil Européen. Ainsi la crise de 2008-2009 a été considérée dans un premier temps comme une « circonstance exceptionnelle » nécessitant des mesures de relance ce que le Traité budgétaire autorise sous conditions. Outre la survenance d'évènements exceptionnels, les gouvernements peuvent échapper à la rigueur maastrichtienne s'ils mettent en œuvre des réformes structurelles conduisant à un déficit structurel inférieur à 0,5% de leur PIB¹². La réalisation de ces conditions a toutefois, semble-t-il, fait l'objet de vifs débats au sein du Conseil Européen ; ainsi, en 2013, certains de ses membres ont pu affirmer, à propos des délais accordés à la France, à l'Espagne et aux Pays Bas, que le Conseil était « proche d'une violation des traités »¹³.

En octobre 2011, le Conseil Européen a décidé de renforcer la coordination ex ante des politiques budgétaires de tous les Etats-membres en adoptant un ensemble de textes réglementaires (« six pack » et « semestre européen »), comportant notamment un calendrier de surveillance des composantes budgétaires et en les articulant étroitement sur un diagnostic macroéconomique et surtout en mettant l'accent sur l'exigence des réformes structurelles. En 2012, le dispositif de surveillance macroéconomique a été renforcé par la surveillance par la Commission de dix indicateurs principaux¹⁴. Si des déséquilibres majeurs sont identifiés, la Commission propose au pays concerné des mesures de politiques économiques que le Conseil Européen pourra reprendre au titre de la Procédure de Déséquilibre Macroéconomique (siglée PDM ou MIP pour *Macroéconomics Imbalance Procedure*). Désormais, les recommandations de politique économique prennent un tour nouveau, y compris pour un pays comme la France (encadré 2 ci-après).

Une nouvelle étape dans le desserrement des contraintes budgétaires a pourtant été franchie en janvier 2015, non par une modification des Traités, mais par une simple

¹² Ou 1% du PIB si le taux d'endettement public est inférieur à 60% du PIB. Rappelons que le déficit budgétaire structurel est le solde des dépenses et recettes structurelles, c'est à dire des dépenses et recettes indépendantes de la conjoncture. Le contenu des réformes structurelles n'a pas été défini par les textes européens, la BCE ayant toutefois précisé qu'elles ne devaient pas être confondues avec des mesures budgétaires discrétionnaires.

¹³ Selon le script (confidentiel) de la réunion du Conseil que Le Monde se serait procuré (Le Monde du 26/02/2014.)

¹⁴ Cette batterie d'indicateurs d'alerte se compose de cinq ratios concernant les déséquilibres intérieurs et de cinq ratios concernant les déséquilibres extérieurs, et parmi ceux-ci d'un ratio encadrant le déficit et l'excédent de la balance courante, la définition du plafond souhaité de l'excédent a fait l'objet d'un vif débat avec l'Allemagne qui a obtenu qu'il soit fixé en dessus du niveau proposé par la Commission

« recommandation » de la Commission européenne¹⁵ spécifiant les trois possibilités d'assouplissement désormais admises, qui autorisent à reculer l'échéance d'ajustement budgétaire à moyen terme :

- la mise en œuvre de réformes structurelles dès lors qu'elles auront « un effet significatif et vérifiable ... à une échéance crédible »,
- l'importance de l'ajustement annuel requis tient compte de la phase du cycle conjoncturel, selon un tableau précis annexé à la recommandation,
- la contribution des Etats membres au fonds d'investissement européen EFSI¹⁶ viendra en déduction du calcul du déficit budgétaire.

Au final, les deux règles maastrichtiennes (déficit plafonné à 3% du PIB et endettement public maximum de 60% du PIB) ont été complétées par trois règles supplémentaires, elles-mêmes interprétées avec quelques souplesses. Ces trois règles sont les suivantes :

1. L'exigence pour les Etats membres dépassant le taux d'endettement public de 60%, d'y revenir en réduisant chaque année leur excès de dette de 1/20^{ème}. Cette règle a été inscrite dans le TSCG de mars 2012.
2. Les Etats membres en situation de déficit excessif (PDE) devront réduire chaque année leur déficit structurel d'au moins 0,5 % du PIB.
3. Tous les Etats doivent atteindre à moyen terme soit un budget équilibré, soit un déficit structurel d'au plus 0,5% du PIB. Cette « règle d'or » n'a été inscrite que dans le TSCG, en vigueur depuis le 1/1/2013, n'a donc pas été ratifiée par le Royaume Uni, la République Tchèque et la Croatie, non signataires du Traité.

Toutefois, à la fin de 2016, **la Commission Européenne a fini par admettre que les règles budgétaires actuelles, même assouplies, n'étaient pas optimales**¹⁷. Elle considère que « compte tenu des perspectives économiques actuelles, ... la politique monétaire ne saurait assumer à elle seule le poids de la stabilisation macroéconomique ». La politique budgétaire globale n'est donc pas celle qui serait souhaitable si elle était définie au niveau de la zone euro globalement. Deux propositions se trouvent au cœur de son analyse :

- « Le cadre budgétaire actuel de l'Union Européenne ne contient aucune règle, ni aucun instrument permettant de gérer directement l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro, ce qui constitue une différence majeure par rapport aux autres zones monétaires unifiées dans le monde » ;
- Concernant « les Etats membres qui ont atteint leurs objectifs budgétaires et/ou disposent d'une plus grande latitude pour agir, [la Commission] ne peut que recommander, et non pas exiger, des politiques budgétaires plus expansionnistes ».

¹⁵ Communication intitulée : « Utiliser au mieux la flexibilité offerte par les règles existantes du Pacte de Stabilité et de Croissance », approuvée par le Conseil du 20 mars 2015.

¹⁶ La création de ce fonds, aboutissement du plan Juncker, dénommé *European Fund for Strategic Investment* (EFSI), a été annoncée par le Conseil de décembre 2014 et sera opérationnel de juin 2015 à fin 2017; il est doté d'un capital de 5 Md€ versés par la BEI et de 21Md€ versés sur le budget de l'UE (dont 16Md€ provenant de la reconversion des fonds structurels, utilisés pour couvrir les garanties accordées par le fonds). Ce fonds devrait financer 315Md€ d'investissements grâce aux concours d'investisseurs privés et d'Etats membres, un levier éventuel de 15 est donc anticipé ... En septembre 2016, le plan avait financé 289 opérations pour un montant de 115 Md€. 9 Etats membres (France, Allemagne, Italie, Espagne, Luxembourg, Bulgarie, Pologne, Slovaquie et Royaume Uni) se sont engagés à financer à hauteur de 43 Md€ les projets retenus par le fonds, mais à condition que leurs contributions soient utilisées dans leur propre pays, ce qui interdit l'intégration de leur contribution dans le capital du fonds. L'idée du « juste retour » de la contribution de chaque Etat aux institutions européennes est décidément bien vivante.

¹⁷ Recommandation du 16 novembre 2016, « Pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro ».

En conséquence, « la situation budgétaire est sous optimale ». Toutefois, la Commission reste une institution fondamentalement politique, et elle fait suivre cette analyse extrêmement pertinente, de la recommandation de continuer à « appliquer le Plan de Stabilisation et de Croissance conformément aux règles »...

L'assouplissement de la doctrine budgétaire de la Commission Européenne a entraîné, à la demande de l'Allemagne, l'irruption d'une institution extra-européenne, le FMI, dans la gestion budgétaire des pays en déficit. On rappellera que le FMI a notamment vocation à accorder des prêts aux pays qui, s'ils faisaient défaut sur leur dette, pourraient compromettre la stabilité financière internationale. Ces prêts sont plafonnés à 125% de la quote-part du capital du pays qui souhaite en bénéficier, et ils sont subordonnés à la mise en œuvre d'un plan d'ajustement structurel, à l'issue duquel le pays doit avoir retrouvé sa solvabilité. A la fin des années 1990, lors de la crise des pays asiatiques, le FMI a porté à 200% le plafond de son aide, puis, en 2010, du fait de l'importance de la crise mondiale, il a instauré une clause « d'exemption systémique » de cette règle au bénéfice des pays dont le défaut serait susceptible de créer une crise systémique mondiale. C'est sur la base de cette règle que l'Allemagne a exigé que le FMI fasse partie du quartet des « institutions » (BCE, MES, Commission Européenne et FMI) chargées de négocier et de contrôler l'exécution du troisième plan d'aide à la Grèce accordé en août 2015. Le FMI a pris une position très ambiguë, puisqu'après avoir accepté de financer les deux premiers plans d'aide, il a ajourné sa décision de participer au financement du troisième plan, considérant que la solvabilité de la Grèce ne sera pas rétablie au terme de ce plan (voir ci-après).

2.2. LE CONTOURNEMENT DE L'INTERDICTION DE FINANCER UN PAYS-MEMBRE PAR UNE INSTITUTION EUROPÉENNE OU UN ETAT

Le Traité sur le Fonctionnement de l'Union Européenne (TFUE), dans son article 125, interdit formellement à l'Union Européenne ou à un Etat-membre d'assurer la solvabilité des administrations publiques d'un Etat-membre et de garantir leurs émissions de titres. Cette disposition, qui interdit toute évolution fédérale de la zone euro, se fondait, comme on l'a vu, sur la croyance que la régulation mise en œuvre dans la zone rendrait impossible le défaut d'un Etat.

La crise ayant démontré l'inanité de cette croyance, la question de l'assistance financière à un Etat dont la défaillance pourrait compromettre la stabilité financière de l'ensemble de la zone euro, s'est posée dans l'urgence notamment à propos de la Grèce. L'article 125 a alors été « oublié », et, dès le printemps 2010, les Etats de la zone, au côté du FMI, ont aidé ce pays via des prêts bilatéraux (80 Md€ pour les Etats et 30 Md€ pour le FMI), cette aide d'urgence étant relayée, toujours au côté du FMI, en 2010 par la création temporaire (jusqu'en juin 2013), sur la base de l'article 122 du TFUE¹⁸, de deux institutions, le FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière), d'une capacité de prêt de 440 Md€ et le MESF (Mécanisme Européen de Stabilité Financière), d'une capacité de 60 Md€, les emprunts de ce dernier étant garantis directement par l'UE. Ces institutions ont non seulement aidé la Grèce, mais aussi l'Irlande, le Portugal.

Ces deux institutions hétérodoxes n'avaient d'existence que provisoire, elles ont été remplacées, en septembre 2012, par un organisme, à vocation pérenne cette fois, le MES

¹⁸ L'article 122, §2, autorise la Commission Européenne à accorder une assistance financière à un Etat membre de l'UE, mais seulement « lorsqu'un Etat connaît des difficultés ou une menace sérieuse en raison de catastrophe naturelle ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle ». Les crises du Portugal de l'Irlande ou de l'Espagne correspondent-elles à cette définition ?

(Mécanisme Européen de Stabilité)¹⁹ qui bénéficie, non seulement de la garantie des Etats mais aussi d'un capital partiellement libéré de 80,2 Md€, ce qui lui donne une capacité de prêt estimée à 800 Md€, dont ont déjà bénéficié l'Espagne, Chypre²⁰ et la Grèce. On notera que la Cour de Justice Européenne, a jugé que la création du MES ne contredirait pas l'article 125 du Traité sous deux conditions : que l'aide accordée par le MES incite l'Etat bénéficiaire à mettre en œuvre une politique budgétaire « saine » et qu'il reste « responsable » de ses engagements (en clair, l'aide peut consister en une subvention ou un prêt, mais pas une garantie de dette) (Assemblée plénière du 27/11/2012, arrêt Pringel).

Sans entrer dans une analyse exhaustive, on notera en outre, l'introduction de deux autres dispositions qui semblent difficilement compatibles avec l'interdiction du défaut d'un Etat de la zone : d'une part, la dévalorisation de la dette des créanciers privés de la Grèce, réalisée en mars 2012, à l'occasion du deuxième plan d'aide²¹, et, d'autre part, l'obligation de faire figurer, dans les contrats d'émission de dette émise à compter de 2013, une Clause d'Action Collective (CAC), obligeant tous les créanciers privés à participer à toute restructuration de leurs créances.

La Cour de Justice Européenne a validé a posteriori, en juillet 2016, la restructuration de la dette grecque, considérant qu'elle était « appropriée et nécessaire » pour éviter la faillite du pays ; elle a rejeté les arguments avancés par les petits porteurs (affaire Matamas) qui contestaient la possibilité de restructurer une dette publique au nom de la défense du droit de propriété et du traitement inégalitaire entre les créanciers. Le jugement de la CEDH valide donc non seulement le principe de la restructuration d'une dette publique, mais aussi la possibilité d'introduire des clauses d'action collective dans les nouveaux contrats de dette.

ENCADRÉ 3

DEGRÉ DE CONFORMITÉ AUX RÈGLES DU PACTE DE STABILITÉ ET DE CROISSANCE DES PROGRAMMES BUDGÉTAIRES NATIONAUX POUR 2017

En novembre 2016, la Commission Européenne a publié ses avis sur les programmes budgétaires nationaux des 18 pays de la zone euro. Seuls cinq pays ont été considérés comme conformes au PSC. Les pays « globalement conformes » sont ceux qui pourraient s'écarter de leur objectif budgétaire à moyen terme, mais de moins de 0,5% du PIB ; les pays ayant un « risque de non-conformité » sont ceux dont l'écart avec l'OMT risque de dépasser 0,5%. Les pays en déficit excessif (PDE) sont déclarés globalement conforme (cas de la France) si l'objectif de déficit sera probablement atteint, bien que leur effort budgétaire soit inférieur à la

¹⁹ Le FESF étant désormais en gestion extinctive, c'est-à-dire qu'il continue de gérer ses prêts, mais ne consent plus aucune nouvelle aide.

²⁰ La création du MES a été réalisée de façon moins cavalière que celle du FESF : elle a été obtenue, non par une révision du traité européen (ce qui aurait impliqué un référendum), mais par un traité intergouvernemental autorisant l'ajout d'un amendement de deux lignes à l'article 136 du traité européen, amendement qui a été voté par le Parlement Européen (qui ne dispose pourtant d'aucun pouvoir de contrôle sur l'institution dont il autorisait la création ...). On observera l'ambiguïté de la rédaction de l'amendement : « Les Etats membres, dont la monnaie est l'euro, peuvent instituer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela est indispensable pour préserver la stabilité de la zone euro dans son ensemble ». Cette clause ne permet donc d'aider un Etat que si sa défaillance compromet la stabilité de toute la zone euro. Cette réserve a probablement permis de rendre compatible la création du MES avec l'interdiction du bail out (article 125).

²¹ Le « *hair cut* » sur la dette publique grecque détenue par des investisseurs privés a été réalisé par l'échange des titres concernés, contre de nouveaux titres de droit britannique prioritaires sur les titres non portés à l'échange; ce procédé très incitatif a été un succès puisque 97% des titres privés ont été échangés avec une dévalorisation moyenne supérieure à 50% (près de 80% pour les bons à court terme, et presque rien pour les bons à long terme), permettant un allègement (en valeur actualisée) de la dette de la Grèce de 45% de son PIB. Cette opération a montré que, si elle était conduite avec intelligence, un Etat de la zone euro pouvait faire défaut sans perturber les différents marchés de la dette euro. On peut regretter que la BCE qui détenait au moment de l'échange près de 40 Md€ de titres privés grecs n'ait pas apporté ses titres à l'échange, même si ce faisant elle aurait dû extérioriser une perte de 20 Md€ environ, ce qui pouvait poser alors la question de son comblement par les Etats actionnaires.

recommandation de la Commission. Les pays en PDE (Portugal et Espagne) ayant un « risque de non-conformité » sont ceux dont la Commission considère que l'objectif de déficit ne serait pas atteint, ce qui conduira à une aggravation de la PDE. On notera que 8 pays sont en risque de non-conformité contre 5 en 2016.

Pays « en conformité avec le PSC » : Allemagne, Estonie, Luxembourg, Pays Bas, Slovaquie

Pays « globalement conformes au PSC » : Irlande, Lettonie, Malte, Autriche, France

Pays « en risque de non-conformité au PSC » : Belgique, Italie, Chypre, Lituanie, Slovénie, Finlande, Portugal, Espagne

2.3. UNE VISION NÉOLIBÉRALE MAINTENUE, MALGRÉ L'ASSOULISSEMENT DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES

Les assouplissements des contraintes budgétaires n'ont pas été conçus pour alléger l'austérité imposée aux pays les plus fragiles, mais pour obtenir une inflexion profonde des politiques économiques, celles des pays les plus fragiles notamment, selon une logique profondément néolibérale. L'ordolibéralisme sur ce point apparaît bien comme la référence idéologique de la zone euro. Cette inflexion s'est concrétisée, en 2011, par un texte du Conseil européen de nature doctrinale sur les cibles des politiques économiques des pays membres, suivi, la même année, par le durcissement concret de leurs politiques budgétaires.

Ce tournant néolibéral assigné aux politiques économiques a été adopté par le Conseil Européen des 24 et 25 mars 2011 sous le nom de « Pacte pour l'euro plus » ; il reprend les propositions élaborées conjointement par Angela Merkel et Nicolas Sarkozy sous le nom de « Pacte de compétitivité ». Le texte du Conseil entend renforcer la coordination des politiques économiques des Etats membres, en encadrant des décisions qui relèvent explicitement de leurs compétences nationales ; Le Royaume Uni, la Suède, la Hongrie et la République Tchèque, n'étant pas membres de la zone euro, n'ont pas ratifié ce texte, entendant préserver leur autonomie fiscale. Les décisions de politiques économiques concernant la compétitivité, l'emploi, les finances publiques et la stabilité financière devront désormais viser des objectifs concernant notamment la décentralisation des négociations salariales, l'ouverture à la concurrence des secteurs protégés, l'allègement des « lourdeurs administratives » pesant sur les PME, l'amélioration de la flexisécurité et l'allègement des charges pesant sur le travail en les compensant par une réduction de la dépense publique. On retrouve ainsi les grandes réformes qui vont être mises en œuvre durant les années suivantes.

ENCADRÉ 4

SYNTHÈSE DES « RECOMMANDATIONS » 2016 DU CONSEIL EUROPÉEN CONCERNANT LA CORRECTION DES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES FRANÇAIS*

Ces « recommandations » adoptées par le Conseil Européen sur la base d'un « examen approfondi » de l'économie française composent un document instructif, sur les réformes structurelles exigées de la France, exigences d'autant plus prégnantes selon le Conseil, que celle-ci est sous le coup d'une « procédure pour déficit excessif » qui l'oblige à prendre des mesures supplémentaires « pour assurer une correction durable du déficit excessif, en 2017 au plus tard », et que son poids dans l'économie européenne est important. On notera que la rigueur imposée ainsi à la France est bien moins rude que celle imposée aux pays sous assistance, notamment à la Grèce.

Le Conseil exige donc que la France mette en œuvre, sur la période 2016-2017, cinq recommandations :

- Utiliser ses recettes budgétaires exceptionnelles pour réduire le ratio dette/PIB, accompagner la baisse de la dotation de l'Etat aux collectivités locales par un contrôle renforcé de leurs dépenses, notamment de fonctionnement et préciser le programme de réduction des dépenses,
 - pérenniser la baisse du coût du travail résultant du CICE et évaluer leur efficacité sur la formation des salaires et l'emploi ; pallier aux conséquences de la corrélation entre la revalorisation du SMIC et la hausse du salaire moyen et réformer le droit du travail pour éviter que « l'ajustement nécessaire des salaires soit retardé dans une situation économique défavorable » ; à cet effet, le préambule des cinq recommandations dénonce les obstacles qui empêchent les entreprises de déroger aux accords de branche et limitent « leur capacité à ajuster leurs effectifs en fonction de leurs besoins »,
 - renforcer le lien entre le système d'éducation et le marché du travail,
 - éliminer les obstacles à la croissance dans les secteurs des services, notamment dans les secteurs des services aux entreprises et dans les professions réglementées et supprimer les seuils sociaux qui nuisent à la croissance des entreprises et expliquent le nombre élevé de petites entreprises de la France,
 - réduire l'IS et les impôts sur la production et, en compensation accroître la TVA en examinant en particulier les taux réduits.
- * « Recommandation du Conseil Européen concernant le programme de réformes de la France pour 2016 » publié le 18/05/2016. Réf : COM (2016)330 final. Les recommandations du Conseil étant parfois très synthétiques, elles ont été ponctuellement explicitées ici en utilisant les développements préliminaires qui précèdent leur formulation.

3. UNE REDÉFINITION MOINS CLASSIQUE DES MISSIONS DE LA BCE

Le statut de la BCE définit de façon très orthodoxe les moyens et les objectifs de la politique monétaire ; son objectif est de tenir un taux d'inflation (taux effectif et taux anticipé) légèrement inférieur à 2% et de veiller à la stabilité financière du système bancaire en exerçant pour celui-ci un rôle exclusif de prêteur en dernier ressort ; pour atteindre ces deux objectifs, la BCE n'utilise classiquement que deux instruments : le maniement du coût (« taux directeurs ») et du volume des financements qu'elle offre aux banques. Cette définition conventionnelle de la politique monétaire a atteint ses limites lorsque le principal taux directeur de la BCE est devenu quasi-nul²².

Cependant, du fait de l'incapacité des politiques budgétaires à soutenir la croissance, seule la BCE peut tenter de contrecarrer les pressions déflationnistes résultant des politiques budgétaires nationales ; implicitement, c'est dans ce sens qu'elle a infléchi ses objectifs, rapprochant ainsi son rôle de celui des grandes banques centrales comme la FED, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon.

Depuis 2008-2009, la BCE, en s'éloignant toujours plus de la définition orthodoxe de la politique monétaire, tente ainsi de répondre aux trois défis qu'affronte la zone euro :

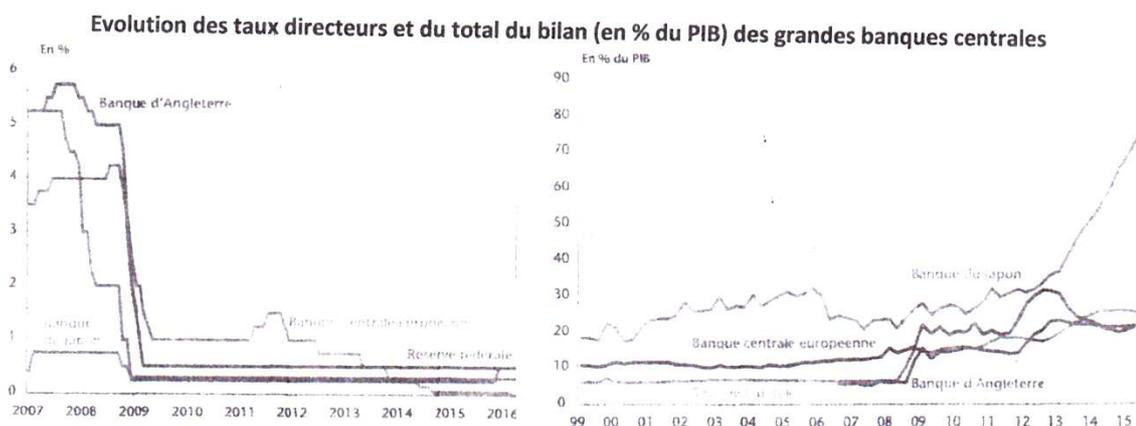
- *La difficile sortie de la récession* : le PIB de la zone euro a reculé de 4,5% en 2009 (et même de 5,6% pour l'Allemagne), puis a reculé à nouveau de 0,8% en 2012 et encore de 0,3% en 2013 ;
- *Le niveau trop faible de l'inflation* : La hausse annuelle des prix à la consommation depuis 2008, à la seule exception de l'année 2011, est toujours restée très en dessous

²² Le principal taux directeur de la BCE est passé de 4,27% en juin 2007, avant la grande crise, à 3,75% en octobre 2008, à 1% en décembre 2011, à 0,25% en novembre 2013, à 0,15% en juin 2014, à 0,05% en décembre 2016 et enfin à 0,00% en mars 2016.

de l'objectif de 2%, depuis *novembre 2013, il est inférieur à 1%, et même, de 2014 à 2016, inférieur à 0,5%*. Or une faible inflation tend à réduire le coût de la dette et donc à accroître la valeur des titres ; en conséquence le montant de la dette rapportée aux revenus ou au PIB s'accroît, alors que les revenus ou le PIB n'ont pas de raison de progresser, bien au contraire ; le taux d'endettement des débiteurs (pays ou agents privés) augmente donc mécaniquement, les incitant à réduire leurs dépenses : c'est la logique de la « *debt déflation* » décrite par Irving Fisher ;

- *La fragmentation financière de la zone euro* : La convergence de la zone euro, loin de progresser, s'est effritée, les investisseurs pour acquérir les titres publics émis par les Etats les plus fragiles de la zone, exigeant des primes de risque plus élevées, que ces pays ne pouvaient supporter ; l'ampleur de la fragmentation financière de la zone peut être illustrée par l'accroissement de l'écart entre le taux des obligations publiques à 10 ans des pays de la zone avec celui de l'Allemagne, pays jugé le plus sûr : en 2008, cet écart était de 0,2% pour la France, de 0,7% pour l'Italie et de 0,8% pour la Grèce ; entre 2010 et 2012, cet écart va brutalement s'amplifier, atteignant, en 2012, 1% pour la France, 4% pour l'Italie et même 21% pour la Grèce (!!!).

Ces données montrent tout à la fois l'ampleur du fardeau incombant à la BCE et l'ampleur des moyens mis en œuvre, qu'il s'agisse de son action sur les taux directeurs ou de ses achats d'actifs, comme le montrent les deux graphiques ci-dessous.



Dans un premier temps, la BCE a eu quelques difficultés à appréhender la gravité du choc récessif. Ainsi, ses taux directeurs, en hausse depuis décembre 2005, ne seront réduits que tardivement, en octobre 2008²³, et cela, suite à une décision conjointe des grandes banques centrales (Etats Unis, Canada, Angleterre, Suède et Suisse), puis ils seront augmentés de 50pb d'avril à novembre 2011, avant de reprendre leur baisse, mais trop tard pour éviter la reprise de la récession en 2012. En fait, durant cette période, la BCE a concentré son action sur la compensation des disfonctionnements du marché interbancaire provenant de la difficulté, pour les investisseurs éventuels, à appréhender la solidité des émetteurs de créances. A cette fin, elle utilisera ses instruments traditionnels, accroissant les volumes et la durée de ses concours : elle offrira ainsi aux banques, en décembre 2011 et en février 2012, pour 1100Md€ de prêts à 3 ans, à des taux proche de zéro (0,15%)²⁴, et elle acceptera en garantie (collatéral) des titres de moindre qualité (la notation minimum admise passe de A- à BBB). Ce faisant, la BCE visait deux objectifs, reconstituer une offre de crédit bancaire attrayante et, en facilitant les opérations de titrisation, faciliter le refinancement à bon compte des banques, en consolidant leur bilan, puisque les titres émis à cette occasion, sont admis plus facilement comme garantie des refinancements de la BCE.

²³ A la différence de la BCE, la FED avait entrepris, dès septembre 2007, de baisser ses taux directeurs et, en décembre 2008, le taux zéro était atteint.

²⁴ Procédure LTRO (*Long Term Refinancing Operation*).

Mais le véritable tournant de la politique monétaire interviendra, en mai 2010, avec la découverte « inattendue » de l'insolvabilité de la Grèce. Les investisseurs doivent constater que la participation à la zone euro n'élimine pas le risque de défaut d'un Etat sur sa dette ; la prime de risque exigée sur la dette des pays les plus fragiles s'envole alors, révélant un risque certain de déstabilisation de la zone monétaire²⁵. La zone euro entre dans une période nouvelle, qualifiée de « *crise des dettes souveraines* » : un nombre croissant de pays, la Grèce, le Portugal et l'Irlande d'abord, puis l'Espagne et l'Italie ensuite, éprouvent des difficultés croissantes à se financer sur les marchés, difficultés qui se répercutent sur les coûts de financement du secteur privé. La BCE va alors mettre en œuvre des mesures dites non conventionnelles comme le font depuis la grande récession les banques centrales britanniques et américaines.

Dès lors, la BCE, ne concentrera plus son action exclusivement sur le refinancement des banques²⁶, mais elle va agir directement sur les marchés pour faire baisser les taux d'intérêts devenus insoutenables. En mai 2010, la BCE lance un programme d'achat en quantité limitée de titres publics émis par les pays en difficulté (Grèce puis Italie et Espagne). En juillet 2012, le gouverneur de la BCE, Mario Draghi, crée la surprise en déclarant à Londres que « la BCE est prête à faire tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro, et, croyez-moi, ce sera fait » ; peu après, en septembre 2012, le programme OMT (*Outright Monetary Transactions*) est annoncé, prévoyant le rachat des obligations sur le marché secondaire, sans limitation de volume ; la BCE précise toutefois que ce programme ne sera utilisé que si la survie de l'euro était en jeu ; la BCE n'a jamais eu besoin de le mettre en œuvre, car les taux obligataires ont réagi immédiatement par une forte baisse.

Avec le programme OMT, la BCE a franchi une étape importante dans la transgression de ses statuts, mais elle se heurte alors à une vive opposition de l'Allemagne qui en conteste la légalité devant la Cour Constitutionnelle allemande (Karlsruhe) ; cette dernière a donné raison aux plaignants, d'une part parce que ce programme expose le contribuable allemand au risque de devoir couvrir les pertes éventuelles de la BCE sur les titres ainsi acquis et, d'autre part, parce que la BCE sort de sa mission strictement monétaire en soutenant des pays aidés dont la politique économique est soumise, de ce fait à des conditionnalités strictes. Toutefois la Cour a considéré que son avis négatif devait être validé par un jugement de la CJUE (Cour de Justice de l'Union Européenne). L'arrêt de cette Cour²⁷ donnera raison à la BCE et définira plus particulièrement quatre points qui seront désormais invoqués comme **les fondements de sa nouvelle politique monétaire** :

- « Dès lors qu'un fonctionnement dégradé du mécanisme de transmission altère l'efficacité des mesures adoptées par le Système Européen des Banques Centrales, la capacité de celui-ci à garantir la stabilité des prix (qui est son « objectif principal) en est nécessairement affectée » ;

²⁵ En effet les taux exigés rendent l'accès aux financements de marché impossible pour ces Etats, et, à tout le moins, difficilement compatible avec l'apurement de leurs déficits budgétaires dans les conditions décrites dans la section précédente. La soutenabilité de la dette publique peut être mesurée par l'écart entre le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt réel à long terme : si le taux de croissance est inférieur au taux d'intérêt réel, pour pouvoir alléger sa dette, le pays en difficulté doit dégager un excédent budgétaire primaire (hors intérêts de la dette) d'autant plus important que la dette rapportée au PIB est élevée, cette caractéristique entraînant, du fait des règles budgétaires, une diminution de la dépense publique et donc de la croissance. Le cercle vicieux est alors bouclé, ce qui explique les doutes sur la stabilité de la zone euro.

²⁶ La BCE poursuivra, et même renforcera son soutien des banques en améliorant encore ses financements à moyen terme : la procédure LTRO ayant été moins utilisée que prévu par les banques, non seulement du fait de la faiblesse de la demande de crédit, mais aussi parce que les concours peu coûteux de la BCE ont aussi servi à financer l'achat d'obligations publiques bien rémunérées (*carry trade*). La BCE créera, en 2014, la procédure TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operation*), qui offre aux banques, jusqu'en mars 2017, des concours à 4 ans à des taux négatifs (-40%) accordés si l'encours des prêts bancaires, hors prêts hypothécaires, au secteur privé non financier s'est accru.

²⁷ Arrêt C-62/14 du 16/06/2015.

- « Le fait que le programme OMT soit éventuellement susceptible de contribuer également à la stabilité de la zone euro (ce qui relève de la politique économique) n'est pas susceptible de remettre en cause cette analyse », pour autant que « la mise en œuvre du programme [soit] subordonnée au respect intégral par les Etats membres concernés du programme d'ajustement [budgétaire] »²⁸ ;
- Le moyen utilisé par le programme, celui des achats de titres sur le marché secondaire, est licite dès lors qu'un délai suffisant est respecté entre l'émission d'un titre et son rachat, garantissant ainsi que le marché primaire n'est pas perturbé ;
- Enfin la Cour a estimé que le programme « ne peut être considéré comme étant de nature à soustraire les Etats membres à l'incitation de mener une politique budgétaire saine et donc comme contournant l'objectif poursuivi par l'interdiction du financement monétaire des Etats membres ».

En mars 2015, pour enrayer la dynamique déflationniste qui menace toujours la zone euro, la BCE lance une procédure d'achats de titres publics dite APP (*Assets Purchase Programmes*), voisine des programmes de *Quantitative Easing* mis en œuvre plus tôt aux Etats Unis ou en Angleterre (voir encadré 4 ci-après). Les achats mensuels s'effectueront au rythme de 60 Md€, et la procédure, prévue initialement pour durer de mars 2015 à septembre 2016, a été prolongée, en juin 2016, jusqu'à mars 2017, «et au-delà si nécessaire», les achats mensuels ont été portés à 80 Md€, et les titres éligibles à ces achats élargis aux obligations de sociétés non bancaires acquies non seulement sur les marchés secondaires, mais aussi sur les marchés primaires. Au final, le programme APP vise l'achat de 3 types de titres :

- Les ABSPP (*Asset Backed Securities Purchase Programme*) : titres émis à l'occasion d'opérations de titrisation ;
- Les obligations sécurisées (*Covered Bonds Purchase Programme*) : obligations émises à l'occasion d'opérations de titrisation de garanties hypothécaires ou de prêts aux collectivités territoriales, dont les caractéristiques sont réglementées, ce qui les différencie des ABS et leur assure une plus grande sécurité ;
- Obligations du secteur public PSPP (*Public Sector Purchase Programme*).

Si les achats de titres publics et parapublics doivent obligatoirement être effectués sur le marché secondaire, les achats de titres émis par les émetteurs privés non bancaires peuvent être également réalisés sur le marché primaire, puisqu'ils ne contreviennent pas à l'interdiction du financement des Etats par la banque centrale. La BCE s'interdit de détenir plus de 25% d'une émission et plus de 30% des titres d'un émetteur²⁹, enfin les injections de liquidité dans l'économie résultant de ces achats de titres, ne sont plus stérilisées car il s'agit bien d'agir sur la liquidité pour faire baisser les taux d'intérêt. En revanche, la BCE reste dans une logique orthodoxe en achetant les titres publics en fonction du poids économique du pays émetteur (juridiquement en fonction de la part du capital de la BCE détenu par le pays émetteur), et non pas en fonction du poids relatif de sa dette publique, ce qui limite sa capacité à réduire le coût de la dette des petits pays fortement endettés, dont la solvabilité est incertaine.

A la mi 2016, le bilan de la BCE atteint 3250 Md€, soit 31% du PIB de la zone euro, niveau relatif plus élevé que celui atteint par la FED, 25% du PIB américain. Selon les estimations de Natixis, la BCE détient aujourd'hui 14% de la dette souveraine des pays de la

²⁸ On observera que la participation active de la BCE dans le club des pays créanciers de la Grèce, enceinte où se définissent les contraintes qui sont imposées à ce pays, semble en contradiction avec l'interdiction de la BCE de participer à l'élaboration des politiques économiques ; toutefois, à notre connaissance, cet argument n'a jamais été avancé, même par l'Allemagne, pour critiquer la « dérive » de la politique monétaire de la BCE.

²⁹ Cette spécification, a priori redondante, a pour effet de rendre inéligible les obligations publiques grecques car la BCE détient déjà le tiers environ de leur encours.

zone, et notamment 24% de la dette allemande, 13% de dette française, 12,5% de la dette espagnole et 8,5% de la dette italienne.

La BCE justifie ce programme, lui aussi fortement contesté par les allemands, par sa volonté, conformément à la position de la Cour de Justice de l'Union Européenne, de rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission de sa politique monétaire ; toutefois, dans ses publications, elle souligne les conséquences favorables de ce programme sur le renforcement de la croissance provenant de ses effets sur le change (dévaluation), sur le financement des agents par le canal du crédit et par l'incitation des investisseurs à se reporter sur des emplois plus risqués que les crédits souverains, pour améliorer leur rémunération.

ENCADRÉ 5

LES OPÉRATIONS DE QUANTITATIVE EASING DE LA FED

La FED, de décembre 2008 à octobre 2014, a entrepris d'acheter, en trois opérations successives, des titres publics en majorité (obligations du Trésor) et privés (titres hypothécaires et titres adossés à une dette hypothécaire-MBS-) sur les marchés, pour un montant total de près de 4000 Md\$, dont 47% d'obligations publiques (treasuries). Ces opérations n'ayant pas été stérilisées ont fortement accru la masse monétaire* et poussé à la baisse les taux longs américains.

A la suite de ces opérations, la FED avait absorbé 23% de l'accroissement entre 2008 et 2014, de la dette publique américaine et détenait 18,3% de son encours.

4. L'EFFICACITÉ LIMITÉE DES MESURES ORTHODOXES ET NON CONVENTIONNELLES DES POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES

Les politiques budgétaires sont constamment restées restrictives depuis 2010, et, malgré leur assouplissement en fin de période, la Commission Européenne a considéré, à l'occasion de ses prévisions 2017-2018, qu'elles restaient encore « modérément restrictives » pour l'ensemble de la zone euro. En revanche, la politique monétaire de la BCE a permis d'éloigner les risques que faisait peser la fragmentation financière de la zone euro, notamment sur les pays du sud de la zone. Le coût de la dette publique de ces pays s'est allégé, réduisant son écart avec celui de la dette de l'Allemagne, pays réputé pour être le plus sûr.

TAUX OBLIGATAIRES PUBLICS À LONG TERME

	2007	2012	2013	2014	2015	2016
Zone euro	4,3	3,7	2,9	2,0	1,1	0,8
dont						
Allemagne	4,2	1,5	1,6	1,2	0,5	0,1
France	4,3	2,5	2,2	1,7	0,8	0,4
Italie	4,5	5,5	4,3	2,9	1,7	1,5
Espagne	4,3	5,9	4,6	2,7	1,7	1,4
Grèce	4,5	22,5	10,1	6,9	9,6	8,5

(Source OCDE)

Cependant, l'objectif classique de la BCE, le soutien de la croissance du crédit bancaire, n'a pas été atteint, comme le montre l'évolution des prêts bancaires aux entreprises.

VARIATION ANNUELLE DES PRÊTS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(En %)	2010 2015	2012	2013	2014	2015
Zone euro	-0,8	-1,6	-3,2	-1,6	+0,2
dont					
Allemagne	-0,2	+0,6	-1,9	-0,5	+0,8
France	+2,2	+1,3	-0,2	+2,9	+3,2
Italie	-1,0	-2,2	-5,5	-2,5	-0,5
Espagne	-5,0	-7,6	-10,1	-6,3	-1,0
Grèce	-2,7	-6,2	-3,2	-2,8	-1,3

(Source : BCE)

Finalement, si l'on apprécie les effets conjoints des politiques monétaires et budgétaires à l'aune de leur capacité à restaurer un niveau de croissance acceptable, on ne peut que constater leur échec, surtout si l'on tient compte de l'aspect exceptionnellement favorable de l'environnement international de la fin de période (baisse du prix du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt). Le rôle expansif de ces facteurs étant fugitif, la faiblesse de la croissance, en fin de période est particulièrement inquiétante, alors même qu'une grande partie des pays de la zone subissent un niveau de chômage qui reste très élevé, et que la qualité de l'emploi se dégrade partout du fait des réformes des marchés du travail.

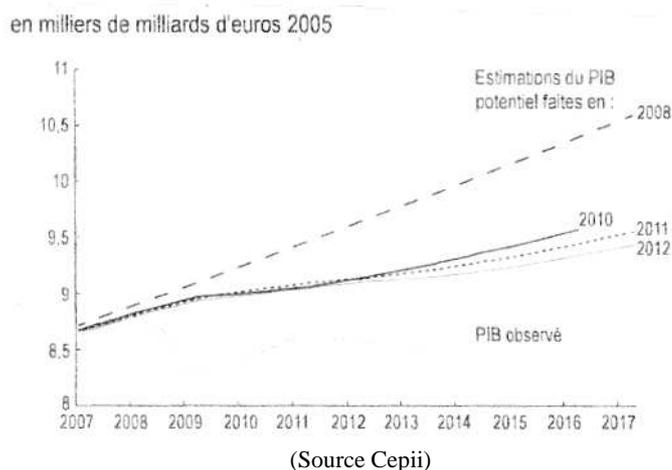
VARIATION DU PIB PAR HABITANT* ET TAUX DE CHÔMAGE DANS LA ZONE EURO

	PIB/hbt en 2016 100=2008	Taux de chômage		
		2008	2013	2016
Zone euro	100,3	7,6	12,0	10,1
dont				
France	101,0	7,4	10,3	10,0
Italie	91,5	6,7	12,1	11,5
Espagne	97,5	11,3	26,1	19,7
Portugal	97,7	8,8	16,4	11,1
Grèce	74,8	7,8	27,5	23,5

*PIB en volume (Source : AMECO)

La faiblesse persistant de la croissance de la zone euro provoque l'affaiblissement de la croissance potentielle, c'est-à-dire du niveau de croissance qui pourrait être atteint avec le plein emploi des facteurs de production. A terme donc, la poursuite de politiques déflationnistes tend à entretenir la faiblesse de la croissance et diminue l'efficacité des mesures de relance.

CROISSANCE POTENTIELLE ET CROISSANCE EFFECTIVE DE LA ZONE EURO



Alors que les politiques budgétaires et monétaires conventionnelles sont devenues inefficaces, **les politiques monétaires non conventionnelles**, malgré leur réussite dans la réduction de la fragmentation financière de la zone euro, **ne sauraient être prolongées trop longtemps** pour trois raisons :

- le risque de formation de bulles spéculatives sur les actifs obligataires et immobiliers résultant de la faiblesse des taux, et aussi l'épuisement, déjà perceptible, des gisements de titres éligibles,
- la fragilisation de nombreuses banques contraintes de comprimer leurs marges d'intermédiation du fait de la montée des créances douteuses et, faute de pouvoir accroître la rémunération de leurs prêts en raison de la baisse des taux impulsée par la BCE,
- le renforcement de l'incitation des entreprises à développer des opérations de croissance externe plutôt que de réaliser des investissements productifs (il s'agit d'un facteur important pour rendre compte, lorsque la demande adressée aux entreprises est faible, du manque de dynamisme des investissements productifs, malgré des marges en voie de reconstitution.

Pour l'instant, la BCE considère que le moment n'est pas encore venu de modifier profondément ses mesures conventionnelles et non conventionnelles³⁰ bien que, dès août 2014, elle ait déclaré, lors de la conférence des banques centrales à Jackson Hole, que « le retour au plein emploi doit être une combinaison de mesures monétaires, budgétaires et structurelles, ce qui nécessite une stratégie cohérente au niveau communautaire et national ».

La plupart des institutions internationales, considèrent désormais, plus ouvertement que la BCE, qu'il convient de **réformer, non pas la seule politique monétaire, mais le mixte des politiques économiques** suivies par les pays de la zone euro. Le G20, dans son communiqué, suite à sa réunion de Hangzhou des 4 et 5 novembre 2016, écrivait que « la politique monétaire ne pouvait, à elle seule, conduire à une croissance équilibrée. Nous utiliserons la politique budgétaire de manière plus flexible et nous rendrons la politique fiscale

³⁰ Cependant l'arrêt des mesures non conventionnelles n'est pas une chose facile non plus, comme l'a montré la décision de la BCE de décembre 2016, de prolonger de 9 mois les programmes de rachat d'actifs qui devaient s'achever en mars 2017, en réduisant à 60 Md€, au lieu de 80 Md€, les montants acquis, ce qui devrait accroître de 540 Md€ le bilan de la BCE et le montant des injections de liquidité dans l'économie. De plus, pour pallier à la limitation des actifs éligibles, la maturité minimum des titres passe de 2 ans à 1 an et leur rendement pourra être inférieur au taux des dépôts de la BCE (-0,40% actuellement).

et les dépenses fiscales plus favorables à la croissance, notamment en accordant la priorité aux investissements de haute qualité ».

La plupart de ces institutions, dont l'OCDE et la Commission Européenne, comme on l'a noté plus haut, ne se situe pas pour autant dans une logique véritablement keynésienne, puisqu'elles proposent en général, d'alléger très fortement le poids de la nécessaire relance par la dépense publique, par un recours encore accru aux mesures structurelles (la BRI notamment) ou en substituant à des dépenses publiques faiblement porteuses de croissance, des dépenses d'investissement plus efficaces. Certains des programmes de ces institutions ne sont pas loin d'affirmer qu'il serait possible ainsi de consolider la croissance à iso-budget. Ces institutions restent très éloignées du débat actuel sur le besoin de réforme de la zone euro.

5. RÉFORMER LA ZONE EURO, UN EXERCICE NÉCESSAIRE, MAIS DIFFICILE

5.1. LA CRISE GRECQUE, PUIS LE BREXIT, AGGRAVENT LA QUESTION DU CONFLIT ENTRE LES CHOIX DÉMOCRATIQUES NATIONAUX ET LES RÈGLES DE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE EURO

La crise grecque a révélé la gravité du conflit entre les décisions prises démocratiquement par un gouvernement et le respect des mesures économiques et sociales imposées par les institutions européennes. Syriza a ainsi remporté les élections, en janvier 2015, dans la foulée du rejet massif par la population de l'austérité mise en œuvre par les gouvernements conservateurs et socialistes ; son programme du gouvernement, a été rendu public et a été présenté officiellement à la troïka, qui, non moins officiellement l'a rejeté. Jean Claude Juncker, Président de la Commission européenne a parfaitement résumé la position des institutions européennes et de la plupart des gouvernements, en énonçant ce qui est devenu le « théorème de Juncker » : « **Il ne peut y avoir de choix démocratique contre les traités européens** »³¹. En fait, le conflit est d'abord de nature idéologique, comme l'a analysé Joseph Stiglitz : « Les dirigeants européens commencent tout juste à révéler le véritable enjeu des accords entourant la dette grecque : il s'agit bien plus d'une question de pouvoir et de démocratie que d'argent et d'économie »³² point de vue validé crument par Donald Tusk, Président du Conseil Européen : « Ce n'est pas [le risque] de contagion financière de la crise grecque qui me préoccupe, mais le risque de contagion idéologique »³³.

La sortie d'un pays de la zone euro n'est plus un débat académique, car la possibilité d'une sortie contrainte de la zone euro a été utilisée comme une menace par la troïka (devenue quartet) pour imposer, contre l'avis de la Grèce, les conditionnalités des plans d'assistance qui lui étaient proposés, quant à la sortie volontaire de l'UE, elle n'est plus une simple menace agitée pour peser sur la définition ou l'application par un pays des règles qui ne lui conviennent pas, elle est devenue une réalité depuis le Brexit britannique de juin 2016.

La question de la sortie contrainte d'un pays membre s'est posée, lors de la négociation du troisième plan d'aide à la Grèce (voir annexe) ; la droite allemande s'est divisée entre, d'un côté, les partisans affichés de l'expulsion de la Grèce hors la zone euro, représentés par le ministre des finances Wolfgang Schäuble³⁴, et, de l'autre côté, les partisans, affichés eux-

³¹ Source : Le Figaro du 29/01/2015.

³² Source : Le Monde du 05/07/2015.

³³ Source : Financial Time du 16/07/2015.

³⁴ Lors de la réunion de l'Eurogroupe du 11 juillet 2015, le Ministre des finances allemand a plaidé pour que soit imposée à la Grèce une sortie provisoire, d'au moins 5 ans, le temps pour la Grèce de restructurer sa dette extérieure dans le cadre du club de Paris ; il a estimé que cette sortie pourrait s'effectuer dans le cadre juridique de l'article 125. (Source : Le Monde du 13 juillet 2015)

aussi, de son maintien dans la zone, représentés par sa chancelière Angela Merkel, parfois hésitante, soutenue par la France. Ce débat est tout à la fois économique et juridique.

La sortie d'un pays membre n'est acceptable pour l'Etat sortant, que si son coût économique et social est inférieur aux bénéfices qui en sont attendus. Or ce coût sera probablement très lourd. En effet, la forte dévaluation, par rapport à l'euro, de la jeune monnaie nationale qui devra remplacer l'euro (dans le cas de la sortie de la Grèce, la dévaluation attendue de la drachme par rapport à l'euro est estimé être de 40 à 60%) , entrainerait certes une amélioration de la compétitivité-prix des exportations, mais, pour que cette dévaluation externe procure un effet expansif significatif sur la croissance, encore faut-il que l'état de l'appareil de production et la taille de l'industrie, principal secteur exportateur, permettent de réaliser un supplément de ventes à l'étranger suffisant³⁵, à défaut, le surcroît d'activité apporté par les exportations sera très vraisemblablement trop faible pour contrebalancer les effets récessifs dus aux pertes de pouvoir d'achat des ménages et des entreprises résultant du renchérissement du prix des importations et encore amplifiées par l'alourdissement du service de la dette publique, si le pays sortant n'a pu la convertir dans sa monnaie nationale. L'effet récessif de la dévaluation a donc toutes chances d'être très important, d'autant que la situation budgétaire du pays sortant serait rendue encore aggravée par la disparition de ses capacités d'emprunt sur les marchés ou auprès des banques. Les pays fortement endettés et peu industrialisés ont donc peu de raison d'être candidats à une sortie de la zone euro.

L'utilisation par les créanciers d'un pays-membre de la menace d'une expulsion de la zone euro est donc surtout un moyen de pression pour imposer des mesures impopulaires car cette menace n'a pas de fondements juridiques, les Traités ne traitant pas de la sortie d'un pays membre, sauf à quitter L'UE. L'adhésion à l'euro est définie depuis l'origine comme un « acte irréversible ». Cette caractéristique s'explique non seulement par les vertus stabilisatrices attendues de la création de la zone, attente qui, on l'a vu, a été démentie par les faits, mais aussi parce que l'introduction d'une possibilité de sortie entraînerait la possibilité de différenciation des primes de risque sur la dette publique ce qui accentuerait encore l'hétérogénéité économique des pays-membres. Certains juristes, pour contourner sur ce point le Traité européen, ont proposé d'utiliser l'article 7 du traité³⁶ qui autorise l'Union à retirer à un Etat-membre certains droits et aides dans le cas où il ne respecterait pas les « valeurs communes » de l'Union. Les conditions d'adhésion à une zone monétaire ne semblent cependant pas pouvoir être assimilées aux « valeurs communes » citées dans l'article, qui concernent plutôt les droits de la personne.

A la différence de la crise grecque qui concernait un pays qui souhaitait rester dans l'UE et la zone euro, le Royaume Uni, pays non membre de la zone euro, a choisi, en juin 2016, par référendum, de quitter l'Union Européenne, tout en souhaitant continuer à bénéficier du marché unique européen, ce qui n'est pas possible.

³⁵ L'industrie manufacturière de la Grèce ne représente que 7% de son PIB et son état s'est fortement dégradé en raison de la durée de la récession ; cela explique vraisemblablement pourquoi le gouvernement grec, tout en contestant la politique économique qui lui était imposée, a toujours précisé qu'il ne voulait pas sortir de la zone euro.

³⁶L'article 7 a été ajouté au TUE, en 2001, pour donner à l'UE les moyens de contenir l'évolution ultra-droitière de l'Autriche, à la suite de l'entrée au gouvernement de membres du parti FPÖ, le parti populiste créé par Jörg Haider. Cet article 7 dit : « Sur proposition motivée d'un tiers des Etats-membres, du Parlement Européen ou de la Commission Européenne, le Conseil, statuant à la majorité des quatre cinquième de ses membres, après approbation du Parlement Européen, peut constater qu'il existe un risque clair de violation grave par un Etat-membre des valeurs visées à l'article 2 » L'article 2 énumère les valeurs suivantes : respect de la dignité humaine, liberté, démocratie, égalité, droits de l'homme etc. qui ne concernent pas le fonctionnement de l'UE.

Ce départ ne semble pouvoir se réaliser que selon l'une des trois modalités suivantes :

- Utilisation de l'article 50 du TUE³⁷ pour négocier un accord de retrait. Cet accord impliquerait que le Royaume uni ne pourrait conserver l'accès au marché intérieur européen, qu'à la condition d'accepter la libre circulation des travailleurs, des capitaux et des marchés des biens et services, y compris des services financiers³⁸ ;
- Entrer dans l'Espace Economique Européen³⁹, ce qui implique que le pays sortant soit tenu d'appliquer une grande partie des normes et règlements européens, sans pouvoir agir sur leur élaboration, tout en contribuant au budget européen ;
- Utiliser le modèle suisse qui donne accès au marché unique sur la base de la signature d'accords bilatéraux multiples avec l'UE.

En octobre 2016, la Première Ministre britannique a défini les lignes rouges que devrait respecter l'accord de sortie de l'UE, négocié dans le cadre de l'article 50 : refus de la liberté de circulation des travailleurs, refus de contribuer au budget de l'UE et refus que l'accord soit supervisé par la Cour de Justice de l'Union Européenne. Ces conditions sont extrêmement contraignantes pour l'économie britannique, qui en cas d'échec de l'accord verrait ses possibilités d'exportation vers l'Europe se réduire, et, surtout poserait la question du maintien d'une industrie financière puissante, qui représente 9% du PIB britannique⁴⁰.

La sortie de la zone euro et de l'UE est donc une solution qui a peu de chance d'être satisfaisante, ni pour les pays souhaitant sortir,⁴¹ ni pour les pays les plus fragiles voulant rester dans la zone euro. Les règles de sortie pourraient cependant être améliorées, pour éviter que l'assistance de l'UE soit négociée sous la menace de l'expulsion du pays en difficulté.

5.2. VERS UNE ZONE EURO PLUS FAVORABLE À LA CROISSANCE ET PEUT-ÊTRE PLUS DÉMOCRATIQUE

Le plaidoyer en faveur d'une réforme de la régulation de la zone euro part du constat du biais déflationniste de la politique européenne, biais tel que sa croissance est devenue plus faible que celle des Etats Unis ou du Royaume Uni. Cette situation devrait perdurer tant que les pays riches de l'Union refuseront d'assumer un rôle de « locomotive », au motif qu'il dégraderait leur situation budgétaire, et tant que l'exigence d'une résorption trop rapide des

³⁷ Texte de l'article 50, §2 du TUE : « L'Etat-membre qui décide de se retirer notifie son intention au Conseil Européen. ... L'Union négocie et conclut avec cet Etat un accord fixant les modalités de son retrait en tenant compte de ses relations futures avec l'Union. ... Cet accord est conclu au nom de l'Union par le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, après approbation du Parlement Européen ». L'article 50 offre au pays sortant la possibilité de négocier une aide afin d'atténuer le choc économique résultant de sa sortie, certains partisans de la sortie de la Grèce ont imaginé que cette possibilité aurait pu être utilisée pour convaincre ce pays de sortir.

³⁸ L'accord de retrait peut être contesté par le Conseil Européen, la Commission et le Parlement Européen et, en cas de décision négative, la seule échappatoire serait de modifier les Traités...

³⁹ L'accord sur l'espace Economique européen a été signé le 2 mai 1992 ; il élargit le marché unique aux pays membres de l'AELE, c'est-à-dire à l'Islande, au Lichtenstein et à la Norvège, mais pas à la Suisse qui n'a pas ratifié ce traité. Les pays de l'EEE doivent respecter les trois libertés de circulation (hommes, marchandises et services et capitaux) ainsi que les règles et normes les concernant « l'acquis communautaire », sauf ce qui concerne les règles fiscales et les secteurs de l'agriculture et de la pêche.

⁴⁰ L'industrie financière (y compris les assurances) dégage un excédent extérieur de 3,2% du PIB britannique, excédent stratégique pour un pays dont le déficit de la balance commerciale atteint 5,9% du PIB, l'un des plus élevés parmi les grands pays industrialisés.

⁴¹ Selon une étude d'origine allemande, l'Allemagne aurait bénéficié de la crise grecque pour deux raisons : d'une part, celle-ci aurait été un facteur spécifique de la baisse du coût de sa dette publique provoquée par la réorientation des investisseurs vers des placements sûrs, et, d'autre part, si la Grèce n'était pas entrée dans la zone euro, elle aurait maintenu une politique monétaire moins accommodante que celle pratiquée par la BCE, qui aurait pesé sur le coût de sa dette. Les auteurs de l'étude estiment que la charge de la dette publique allemande a ainsi été réduite de 100 Md€ de 2010 à la mi-2015, soit un montant supérieur à la perte que supporterait l'Allemagne, en cas de défaut de la Grèce sur la totalité de sa dette (Source : Geraldine Dany, Reint E Grapp et Gregor von Schweinitz : « Germany's benefit from the Greek Crisis », Institute Für Wirtschafterschung Halle, IFH 7/2015).

déséquilibres macroéconomiques, pèsera sur la croissance. Les responsables de l'Union eux-mêmes sont, de longue date, convaincus du caractère insatisfaisant de la construction européenne, caractère attribué parfois, notamment par Jacques Delors, à son incomplétude initiale ; ainsi le rapport dit des « cinq Présidents »⁴² appelle à une réforme des politiques économiques afin que la somme des politiques nationales ne conduise plus, pour l'ensemble de l'Union, à la réalisation d'une politique procyclique. Ce rapport recommande même la création d'un « mécanisme de stabilisation », sous la forme d'un fonds de financement européen des investissements destiné à soutenir la croissance en cas de choc conjoncturel global, mais il considère qu'un tel mécanisme ne pourra être créé qu'une fois que la convergence des économies nationales aura été réalisée

Dès le début 2010, lorsque la gravité de la crise de la dette souveraine de la zone euro a commencé à être perçue, les propositions d'une évolution plus franchement fédérale de la zone se sont multipliées. et la naissance de l'Union Bancaire a traduit l'évolution des esprits (encadré 5 ci-après).

ENCADRÉ 6

LA DIFFICILE NAISSANCE DE L'UNION BANCAIRE, EST-ELLE L'AMORCE D'UNE AVANCÉE FÉDÉRALE ?

L'union Bancaire recouvre un ensemble de dispositifs devant permettre d'atténuer, voire de supprimer, les conséquences pour le budget de l'Etat de la défaillance d'une ou plusieurs banques, défaillance susceptible de provoquer une crise économique majeure. Ces dispositifs ont été définis au niveau de l'UE, en sorte que, pour beaucoup, l'accord de décembre 2013, qui crée l'Union Bancaire, a été considéré comme la principale avancée fédérale de l'Europe depuis la création de l'euro.

Cet accord comprend quatre volets :

- La création d'un Mécanisme Unique de Supervision (MSU), portant sur 130 banques considérées comme « systémiques », ainsi que sur toutes les banques ayant bénéficié d'un plan d'aide européen et au minimum sur les trois principales banques de chaque pays ; ce mécanisme est géré au sein de la BCE, qui se substitue pour ces banques à la surveillance, souvent défaillante, des banques centrales nationales ; pour éviter tout risque de conflit entre les objectifs de la politique monétaire et ceux de la supervision bancaire, deux Conseils distincts exerceront chaque mission.
- La création d'un fonds de résolution unique dont le soutien devrait permettre d'éviter la défaillance des banques en difficulté, sans faire appel au soutien de l'Etat concerné. Le financement de ce fonds sera assuré par une cotisation bancaire lui permettant dans 8 ans de disposer de ressources correspondant à 1% des dépôts bancaires, soit 55 Md€.
- La création du Fonds de Résolution Unique s'est accompagnée de la définition des conditions de renflouement des établissements en difficulté : le comblement des pertes sera assuré, dans l'ordre, par les actionnaires et les créanciers non privilégiés, dans la limite de 8% des fonds propres, puis par le fonds de résolution dans la limite de 5% des actifs ; ce n'est plus qu'en dernier ressort que l'Etat concerné devra intervenir.
- La création d'un système unifié de garantie des dépôts bancaires (garantie plafonnée à 100 000€ pour chaque banque utilisée par un déposant) qui se substituerait aux

⁴² Les 5 Présidents, Jean Claude Juncker (Commission Européenne), Donald Tusk (Conseil Européen), Jeroen Dijsselbloem (Eurogroupe), Mario Draghi (BCE) et Martin Schultz (Parlement Européen), ont exposé leurs analyses dans un rapport de juin 2015, intitulé « Compléter l'Union Economique et Monétaire Européenne », qui succède à un rapport assez proche dit des « Quatre Présidents » de juin 2012. Le rapport des 5 Présidents expose que sur les 4 piliers de la construction européenne, deux posent particulièrement problème, le pilier démocratique et le pilier budgétaire.

mécanismes de garantie actuels, qui fonctionnent sur une base nationale. Faute d'accord, ce volet est ajourné sine die.

L'avancée fédérale est moins importante qu'elle ne paraît : outre l'impossibilité de créer un fonds européen de garantie des dépôts, les réticences à l'eupéanisation du fonds de résolution ont eu pour conséquence d'en réduire l'efficacité, car sa taille paraît bien faible si on se réfère au coût des dernières crises bancaires (30 Md€ pour la crise irlandaise de 2010 et 40 Md€ pour la crise espagnole de 2012) et ses interventions ne seront effectuées que sur une base nationale pendant les 10 prochaines années ...

La principale voie proposée pour une évolution plus fédérale de l'Europe consiste à **donner à la dette publiques des pays-membres la nature d'un actif quasi sans risque**, en mutualisant tout ou partie de leur dette publique, soit par le biais d'une garantie collective accordée par l'ensemble des pays de la zone, soit par le canal d'une agence de la dette qui pourrait également financer directement les pays de la zone en émettant sur les marchés des eurobonds. Cette proposition ne semble toutefois pas compatible avec le refus par l'Allemagne de toute solidarité financière avec les pays de la zone euro en difficulté.

La combinaison des paramètres de cette construction aboutit à définir de multiples propositions alternatives : les émissions d'eurobonds devaient-elles porter sur toute la dette de la zone ou ne concerner que la dette future ou seulement sur la dette des pays en difficulté ou sur la partie de la dette excédent les 60% du PIB etc... ?

D'autres analystes considèrent qu'aujourd'hui les positions des Etats sont trop divergentes pour permettre d'avancer franchement sur la voie du fédéralisme, et ils recommandent d'appliquer la méthode des petits pas, en débutant, par exemple, par **trois avancées plus acceptables** : la création d'un régime d'assurance chômage minimum financé par chacun des Etats-membres, la création d'un SMIC par pays, défini soit en fonction des caractéristiques économiques de chaque pays, et la création d'un régime de retraite de base commun . On voit que, même pour ces propositions, il sera difficile d'arriver à une position commune car les intérêts nationaux s'opposeront (par exemple, les intérêts des pays à faible chômage s'opposent à ceux des pays à fort chômage, etc.), sauf à rendre ces mesures totalement insignifiantes. **La question de l'acceptation de transferts financiers entre Etats reste donc la question essentielle d'une orientation plus fédérale**, plus précisément, la réalisation d'une avancée fédérale dépend de la réponse apportée à trois questions :

- Certains Etats, accepteraient-ils une augmentation du coût de leurs dettes dans les cas où ils devraient se financer par le canal d'une agence européenne de la dette car la prime de risque exigée par les marchés sur les émissions de cette agence serait supérieure à celle payée par les Etats les plus vertueux ? La pénalisation des Etats vertueux au bénéfice des Etats fragiles est systématiquement refusée par l'Allemagne qui a réitéré, à plusieurs reprises, son refus d'une « Union de transferts »⁴³ ;
- Le but ultime des propositions est-il seulement de trouver un moyen de remédier à l'insolvabilité de certains pays ou aussi de modifier le biais déflationniste des règles budgétaires pour donner aux pays les plus fragiles le temps de restaurer leur situation sans sacrifier leur croissance ?

⁴³ Ainsi dans un article récent intitulé « Ne laissons pas l'Allemagne dénaturer le projet européen », Romano Prodi, l'ancien président de la Commission Européenne constatait, en citant Joschka Fischer, que « l'ancienne solidarité européenne est désormais considérée comme maladivement euromantique » et déclarait qu'il était devenu nécessaire que chaque Etat-membre définisse le projet européen qu'il souhaitait. (Le Monde du 14/08/2015).

- Pour construire une Europe fédérale, les pays de la zone euro sont-ils en mesure de réformer les traités européens, ce qui exige l'unanimité des 28 pays-membres (article 48 du TUE) ?

Les avancées de la réforme de la zone euro, dépendront de l'acceptation d'une « Union des transferts » tant que l'hétérogénéité des situations économiques et sociales des Etats-membres ne sera pas résorbée. Pour rendre acceptable une telle conception de l'Union, il importe que soit réglée la question de **l'aléa moral**⁴⁴, en précisant les conditions d'accès à l'aide européenne afin que le pays aidé ne soit pas en situation de devoir perpétuer l'aide reçue ; on doit souligner que l'opposition entre pays gagnants et pays perdants résulte d'une vision trop court-termiste des conséquences d'une plus grande solidarité entre Etat, car une telle transformation est la condition de la suppression du biais déflationniste des politiques budgétaires. Ces réformes préalables sont donc les conditions qui permettraient la définition d'un « **projet fort en termes d'emploi et de croissance** »⁴⁵. Ces exigences apparaissent d'autant plus nécessaire que, comme l'a écrit François Hollande « aucune nation ne peut concevoir d'abandonner sa part de souveraineté si elle n'a pas la certitude qu'elle sortira plus forte de ce processus »⁴⁶.

La mise en place de ces réformes devrait être l'occasion de renforcer le fonctionnement démocratique de l'Union, en redéfinissant **les rôles respectifs des parlements nationaux et européens**, notamment en leur accordant non seulement un droit d'expression sur les propositions émanant des institutions, mais aussi en leur donnant également un droit de proposition et d'initiative, concurremment au rôle actuel de la Commission et du Conseil. On retiendra, concernant le Conseil, la critique de Benoît Cœuré, dans son interview précitée, qui considère que son fonctionnement n'est pas optimal, car, en prenant ses décisions à l'unanimité, il retient systématiquement le plus grand dénominateur commun des positions en présence ; par contre nous oublierons qu'il en déduit la nécessité peu démocratique d'encadrer le pouvoir de décision du Conseil en confiant leur préparation à un simple organe technocratique ...

Les réflexions sur l'évolution fédérale de l'Europe, ne sauraient éviter d'examiner la création d'un **véritable gouvernement de la zone euro avec un budget spécifique**⁴⁷ (comme François Hollande), ou, version minimaliste de la proposition précédente, la création d'un ministre des Finances de la zone (comme Benoit Cœuré), qui apparaît comme la condition permissive de la mise en place d'une politique budgétaire contracyclique à l'échelle européenne.

Enfin, la question de la démocratisation des institutions européennes soulèvera directement **la question du conflit de compétences entre le Conseil Européen, la Commission Européenne et le Parlement Européen** : actuellement, en matière de politique économique, la Commission propose et contrôle, le Conseil informe le Parlement, examine et adopte les règles ; mais demain qui proposera, qui contrôlera, qui décidera ? La faible place donnée à ces questions, qui résulte peut-être de la place croissante de l'intergouvernemental dans les processus de décision (rôle du Conseil), permet au débat de se concentrer sur le rôle de la Commission, institution tout à la fois gardienne des règles et celle qui les propose, débat

⁴⁴ L'arrêt Pringle de la Cour de Justice Européenne, cité plus haut, se réfère explicitement au besoin de tenir compte de la question de l'aléa moral et précise que l'objet de l'article 125 du TFUE et des traités budgétaires « a, dès lors qu'[ils ont] pour objet de garantir que les Etats, lorsqu'ils contractent des dettes, restent soumis à la logique du marché en ce qu'[ils] les incitent à maintenir une discipline financière et donc à œuvrer au maintien de la stabilité financière de l'Union Monétaire »

⁴⁵ Selon les termes de Benoit Cœuré, membre du directoire de la BCE, lors d'une interview dans Le Monde du 28/07/2015.

⁴⁶ Lettre au Journal du Dimanche du 19/07/2015.

⁴⁷ La création d'un impôt européen est une compétence exclusive (mais encadrée) des Etats, en revanche rien n'interdit dans les traités une affectation totale ou partielle d'un impôt national.

animé surtout par Wolfgang Schäuble, le ministre des finances allemand. Ce dernier critique le rôle actuel de la Commission⁴⁸, considérant que le nouveau mode de désignation de son Président⁴⁹ donne à cette institution une légitimité démocratique l'incitant à s'afficher de plus en plus comme le gouvernement politique de l'Union Européenne, ce qui a été le cas notamment lors des négociations avec la Grèce, et ce qui l'amène à amoindrir sa fonction de gardienne des règles. En conséquence, Wolfgang Schäuble souhaite qu'une partie des compétences de la Commission européenne lui soit retirée et confiée à une autorité indépendante (non élue).

6. CONCLUSION

La question de l'optimalité de la régulation de l'Union Européenne et de la zone euro est posée depuis 2008, si ce n'est depuis 2003. Cette question a émergé avec une acuité particulière à l'occasion de trois chocs :

- le premier choc a été celui de la grande récession de 2008-2009, période où l'orthodoxie de la politique économique de l'UE a dû être abandonnée au profit d'une politique keynésienne de soutien de la croissance. Un tel virage n'a été possible que parce que cette récession était officiellement analysée comme un évènement « exceptionnel » dont le retour était hautement improbable. Dès l'annonce d'une reprise de la croissance, la politique économique de la zone a retrouvé le chemin de l'orthodoxie,
- le deuxième choc est survenu lors de la crise de la dette souveraine, qui a suscité une véritable panique de nos dirigeants, comme l'a montré, en 2010, la confection à la hâte du premier plan de sauvetage grec, conçu en dehors des règles européennes et réécrit au bout d'un an et rebaptisé deuxième plan d'aide,
- le troisième choc a eu lieu en 2015, lorsqu'a été élu, en Grèce, une majorité qui entendait remettre en cause la politique déflationniste qui lui était imposée. Ce faisant le gouvernement grec revendiquait simultanément que l'aide européenne puisse s'accompagner d'un certain degré de liberté dans la définition de sa politique économique et sociale, et considérait que l'approbation populaire de son programme lui donnait sa légitimité.

La crise grecque a donc posé tout à la fois la question de la nature de la politique économique suivie par les Etats membres, celle d'une plus grande solidarité entre ceux-ci et enfin celle d'une Europe plus démocratique.

La solution à la suppression du biais déflationniste des politiques économiques imposées aux pays les plus fragiles de la zone pourrait être trouvée dans le prolongement des mesures d'assouplissement des règles budgétaires déjà réalisées : il suffirait que le rythme imposé à la réduction des déséquilibres publics soit sous la contrainte du taux de croissance de l'économie, ce que le gouvernement grec a demandé en vain. Une telle réforme, dont l'enjeu est important, ne semble pas hors de portée car elle ne modifie pas explicitement la nature profonde de la zone euro.

En revanche, les réponses aux deux autres questions sont plus difficiles, car elles concernent plus directement la nature de la construction européenne : d'une part, l'instillation

⁴⁸ Le Monde du 02/08/2015 expose les propositions de réforme de Wolfgang Schäuble, qui n'ont pas été publiées, mais ont été rapportées dans la Frankfurter Allgemeine Zeitung, d'après des sources diplomatiques.

⁴⁹ En juin 2014, les chefs d'Etat et de gouvernement ont proposé au Parlement européen de désigner le Président de la Commission « en tenant compte des élections européennes », alors qu'auparavant le Conseil désignait son Président à la majorité qualifiée, ce choix étant ratifié par le Parlement.

d'une dose certaine de fédéralisme, condition d'une solidarité plus exigeante entre les pays membres, ne peut se concevoir sans la création d'un budget conséquent de l'UE, ou à tout le moins de la zone euro, alimenté par des ressources fiscales propres ou, à défaut, par le transfert de recettes fiscales déjà existantes des Etats-membres. Dans sa version la plus ambitieuse, la création d'un budget fédéral implique la création de compétences propres dans des domaines comme l'énergie, l'environnement, ou la recherche. Mais une évolution vers une Europe plus fédérale peut aussi résulter d'une évolution plus progressive, résultat de la recherche d'une réponse aux difficultés du moment : c'est ainsi qu'a été créée une institution communautaire pérenne d'aide aux Etats-membres en difficulté, le MES, création, certes perfectible, mais dont le principe a exigé de franchir une étape décisive, celle de la modification des traités européens.

Toutefois ce surcroît de solidarité interétatique ne peut s'interpréter comme la création d'un droit de tirage illimité des Etats en difficulté sur des ressources fédéralisées. Le degré de liberté dans la définition des politiques économiques nationales ne peut donc être qu'une liberté encadrée par des règles ou par la décision d'une instance fédérale. Ce constat introduit la question d'une Europe capable de réguler les conflits possibles de légitimité entre les décisions prises au niveau national et celles prises au niveau européen. Posée en ces termes, la solution de ce conflit de compétence s'impose d'elle-même : le pouvoir de décision démocratique des Etats ne peut qu'être encadré par le pouvoir de décision démocratique des institutions européennes, pouvoir légitimé par le renforcement des droits du Parlement Européen ; cette mutation limiterait la portée du processus intergouvernemental de décision qui domine aujourd'hui. Il s'agit d'une transformation qualitative importante et difficile du fonctionnement de la zone euro, la rapprochant du mode de fonctionnement de tous les Etats fédéraux démocratiques. Une telle évolution, qui suppose l'unanimité de tous les Etats membres, n'est envisageable que comme le résultat d'une succession de réformes partielles. Le chemin d'une transformation douce, parce que progressive de l'Union Européenne, implique tout à la fois de privilégier des réformes tendant à réduire le biais déflationnistes et la pro-cyclicité des politiques économiques suivies par l'ensemble des pays membres du fait de la non-optimalité des politiques monétaires et budgétaires comme l'a admis récemment la Commission Européenne et à donner plus ouvertement un rôle de soutien de la croissance à la BCE, possibilité récemment ouverte, sous conditions, par la Cour de Justice de l'UE. Ces réformes constitueraient une avancée permettant de mettre en œuvre des réformes plus décisives, mais plus facile à réaliser dans un contexte de croissance plus soutenue que celle obtenue par la zone euro depuis la crise de 2008.

Ne pouvant tout faire, il convient de choisir les objectifs prioritaires sur le chemin d'une fédéralisation progressive de la zone euro. La préservation, voire l'amélioration des systèmes nationaux de protection sociale, est à l'évidence prioritaire, car les réformes structurelles exigées par le mode actuel de régulation compromettent leur avenir, alors que ces systèmes de protection sociale ont été de remarquables stabilisateurs économiques pour des pays comme la France, qu'ils donnent un contenu concret aux objectifs sociaux affichés dans le Traité Européen⁵⁰, et qu'ils pourraient constituer un élément central de l'adhésion populaire à une Union fédérale, adhésion que la domination des logiques néolibérales et la montée des inégalités a compromis.

Une étape significative a pourtant été franchie par la fixation, pour la première fois, d'un objectif quantifié de progrès social dans le programme « Europe 2020 » : réduire de 20 millions, d'ici 2020, le nombre de personnes menacées par la pauvreté. Par ailleurs, depuis 2014, à l'occasion du Semestre Européen, l'examen macroéconomique de la croissance des

⁵⁰ La charte des droits sociaux fondamentaux adoptée depuis décembre 1989 n'est pas contraignante et ne prévoit même pas un niveau minimum de prestations.

pays membres est complété par un rapport sur l'emploi qui introduit virtuellement la question des conséquences sociales dans la détermination des mesures de politique économique. Ce pas en avant n'a guère eu d'effets sur la politique de l'Union, mais une porte a été entrebâillée, qu'il faudrait enfin ouvrir, afin que soit tournée la page de la dégradation des droits sociaux gérés comme le moyen, pourtant inefficace, d'ajustement compétitif et de réponse aux aléas conjoncturels.

ENCADRÉ 7

LA CLAUSE SOCIALE DU TRAITÉ SUR LE FONCTIONNEMENT DE L'UNION EUROPÉENNE

Article 9 du Traité : « Dans la définition et la mise en œuvre de ses politiques et actions, l'Union prend en compte les exigences liées à la promotion d'un niveau d'emploi élevé, à la garantie d'une protection sociale adéquate, à la lutte contre l'exclusion sociale, ainsi qu'un niveau élevé d'éducation, de formation et de protection de la santé humaine »

* * * * *

ANNEXE

LA CRISE GRECQUE NON RÉVOLUE

On ne présentera pas, dans cette note, une description détaillée de la crise grecque, mais on soulignera l'échec du redressement économique de ce pays, malgré trois plans successifs d'aide comportant des conditionnalités de plus en plus difficiles à supporter par un pays appauvri par le coût social accru attaché à chacun de ces plans. L'absence de solution au conflit de souveraineté entre la Grèce et les institutions européennes a d'autant plus pesé dans la crise grecque, que la réussite économique de ces trois plans est plus que limitée :

EVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA GRÈCE

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB*	-4,9	-7,1	-7,3	-3,2	0,4	-0,2	-0,3
PIB par Tête*	--5,2	-8,6	-6,8	-2,5	1,0	0,1	-0,3
Conso. Privée*	-7,1	-10,6	-7,8	-2,6	0,4	-0,2	-0,5
tx emploi 15-64 ans**	59,1	55,1	50,8	48,8	49,4	50,8	ND
chômage**	12,7	17,9	24,5	27,5	26,5	24,9	23,5
chômage**	145,8	171,6	159,6	177,4	179,7	177,4	181,6
Dette publique***	5,9	7,3	5,1	4,0	4,0	3,6	3,3
Intérêts/dette**	-5,9	-5,7	0,4	2,4	2,4	1,9	2,6
Solde structurel*** bal.	-13,4	-12,6	-10,9	-9,8	-10,8	-9,3	-9,6
Commerciale***							

Δannuelle en % **% pop active ***%PIB (Source : Commission Européenne)

Les contreparties des trois plans d'aide successifs dont a « bénéficié » la Grèce ont été négociées entre son gouvernement, la Commission Européenne et les deux principaux créanciers publics du pays, la BCE et le FMI⁵¹, constituant ce qui a été appelé la « troika », devenue un quartet, avec l'arrivée du MES, principal fournisseur de l'aide accordée par le troisième plan. Ces négociations étaient profondément déséquilibrées, car la Grèce a dû négocier en situation d'insolvabilité et en ayant perdu sa faculté d'émettre de la dette sur les marchés financiers ; toutefois, les créanciers, de leur côté, ont dû négocier d'abord dans l'urgence, notamment à l'occasion du premier plan d'aide de 2010, car ils craignaient non seulement que la crise grecque ne contamine les pays les plus fragiles de la zone euro⁵², mais aussi que les banques, y compris celles des pays les plus solides de la zone, ne soient ébranlées (les banques françaises et allemandes étaient alors d'importants détenteurs de la dette publique grecque). Ainsi à cette époque, les pays de zone euro, comme le notait alors Martin Wolf, en sauvant la Grèce, se sauvaient eux-mêmes.

Lors de la négociation des deux plans suivants, les conséquences d'un défaut grec sur la stabilité de la zone euro sont devenues faibles, car les banques européennes ne détiennent plus qu'une faible partie de la dette grecque ; en conséquence, le rapport de force en faveur de la Grèce s'est encore détérioré et les exigences des créanciers se sont durcies, débouchant, avec le troisième plan, sur une véritable mise en tutelle du gouvernement grec, contraint de renier les objectifs sur lesquels il avait été élu, sans que les sacrifices exigés de la population ne permettent de réduire le fardeau d'un endettement public considérable, ni de restaurer une

⁵¹ La dette publique grecque était de 322Md€ début 2015, elle était détenue à hauteur de 78% par des créanciers publics dont 44% par le FESF, 16,5% par les Etats de la zone euro, 10% par le FMI et 7,8% par la BCE.

⁵² Parmi ces pays, trois ont reçu l'aide du Conseil Européen, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, mais le risque de contagion de l'Italie et même de la France était évoqué. Le plan d'aide a été tellement bâclé, que moins d'un an après, il était modifié puis remplacé par le second plan d'aide (voir annexe).

croissance durable⁵³. L'essentiel des financements nouveaux accordés à la Grèce servent à rembourser ses créanciers publics et non pas à soutenir la croissance du pays⁵⁴.

ENCADRÉ 8

LES TROIS PLANS D'ASSISTANCE DE LA GRÈCE

Le premier plan, signé en mai 2010, est d'un montant de 80 Md€ sous forme de prêts bilatéraux accordés par les Etats-membres au prorata de leur part respective dans le capital de la BCE, hors part de la Grèce, et de 40 Md€ provenant du FMI. Toutefois, les versements échelonnés prévus sur 3 ans ont cessé en mars 2012, le solde non versé des prêts bilatéraux, 27,1 Md€ étant repris par le FESF. Les conditions de ce plan, d'abord alignées sur celles des prêts classiques du FMI, ont dû être allégées, en juin 2010, pour éviter le défaut de remboursement de la Grèce.

Le second plan, signé en février 2012 est d'un montant de 171,6 Md€ fournis par le FESF et de 28 Md€ par le FMI. Ce plan qui devait arriver à échéance en février 2015 a été prolongé de 4 mois, en contrepartie de l'acceptation par la Grèce d'un durcissement des réformes exigées par les créanciers.

Le troisième plan, signé en août 2015, est l'aboutissement de négociations particulièrement difficiles : celles-ci ont été rompues une première fois, en juin 2015, du fait du durcissement des exigences du quartet, le gouvernement grec a soumis leurs propositions à un référendum qui les a rejetées, mais un mois plus tard, il a dû accepter un accord encore plus difficile.

L'aide fournie se monte à 86 Md€, versée sur 3 ans; La part qui sera injectée dans l'économie sera particulièrement réduite, puisque 53,5 Md€ doivent servir à rembourser la dette des créanciers qui vient à échéance sur la période et 25 Md€ à recapitaliser les banques grecques.

Le FMI, compte tenu de son désaccord sur la soutenabilité de l'endettement grec, n'a pas signé l'accord, mais a déclaré en mai 2016, que, du fait des conditionnalités prévues, il pourrait participer à l'accord et qu'il prendrait sa décision avant la fin de l'année.

La politique économique négociée par la troïka, puis le quartet, et avalisée par le Conseil Européen a conduit à un échec : non seulement la Grèce n'a pas réduit son endettement public qui, au contraire, s'est accru, passant de 145,7% du PIB en 2010 à 177% en 2014 et 182% en 2016, mais elle a aussi échoué à relancer sa croissance économique, son PIB diminuant de 26% sur cette même période⁵⁵. Le coût social est énorme : le taux d'emploi de la population a été réduit de 10 points, passant de 60,9% en 2007 à 50,8% en 2015, le taux de chômage a presque triplé, de 8,4% en 2007 à 23,5% en 2016 et enfin, 46% des grecs vivent sous le seuil de pauvreté et le quart de la population ne dispose plus de couverture sociale.

⁵³ La détermination des objectifs budgétaires grecs est d'un volontarisme surprenant car l'objectif de réduction du taux d'endettement public a été fixé ex ante : en novembre 2012, il a ainsi été décidé que ce taux devrait être de 124% du PIB en 2020 ; sur cette base, on en déduit le montant de l'excédent budgétaire primaire permettant de réaliser cet objectif, soit, en moyenne, 3 à 3,5% du PIB chaque année, alors qu'il est à peu près impossible de réaliser un tel objectif en l'absence d'une croissance soutenue....

⁵⁴ Selon les calculs d'Henri Sterdyniak, sur les 270 Md€ de financements reçus par la Grèce, 27 Md€ seulement ont été injectés dans l'économie grecque. (Source : Henri Sterdyniak, « Europe : la leçon grecque », Les Economistes Atterrés, Blog Marianne juillet 2015).

⁵⁵ La Commission Européenne, fidèle à elle-même, a pourtant annoncé à deux reprises la fin de la phase récessive grecque : en 2013 alors que le recul effectif de la croissance a été de 4,7% et en 2015, où le recul effectif a été de 0,2%.

Pour les créanciers, cet échec s'explique par l'incapacité de la Grèce à dégager un excédent budgétaire permettant le remboursement de ses créances du fait de l'insuffisance technique de l'Administration à faire rentrer ses recettes fiscales, et de la lenteur du gouvernement à réaliser les réformes structurelles exigées ; les créanciers n'ont jamais admis que les mesures d'austérité mises en œuvre, en pénalisaient la croissance de la Grèce, réduisaient ses ressources fiscales et donc sa capacité à alléger sa dette. La position de la troïka devenue quartet a cependant sensiblement évolué depuis la signature du troisième plan d'aide : alors qu'elle excluait, par principe, toute restructuration de la dette grecque, tout en réalisant, plus ou moins discrètement de telles restructurations, en juillet 2015, les trois membres de la troïka ont fait savoir qu'ils acceptaient la restructuration de la dette grecque car ils jugeaient que son niveau était devenu insoutenable⁵⁶ ; pour sa part, le FMI, qui met en doute, depuis 2010, la solvabilité de la Grèce, considère que l'allègement du montant de la dette est une alternative préférable à une nouvelle restructuration qui impliquerait une très forte modification des paramètres de celle-ci (taux d'intérêt, maturité, période de franchise, etc.).

* * * * *

⁵⁶ La position du FMI sur cette question diffère, comme on l'a vu, de celle des trois autres membres du quartet, toutefois, un accord a minima a été trouvé, lors du sommet de la zone euro du 12/07/2015 chargé de définir les bases de négociation des créanciers avec la Grèce. Le Sommet déclare que « l'Eurogroupe est prêt à envisager un allègement de la dette grecque pour la rendre soutenable », mais : « il considère que l'on ne peut pas apurer de décote nominale sur la dette » et il exige que « les autorités grecque réaffirment leur attachement sans équivoque au respect de leurs obligations financières vis-à-vis de l'ensemble de leurs créanciers ».