



## **LA CRISE GRECQUE POSE AVEC ENCORE PLUS D'ACUITÉ LA QUESTION DE L'OPTIMALITÉ DE LA RÉGULATION DE LA ZONE EURO**

**Michel FRIED**

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 trop 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 du marché du travail et de l'apparition d'occasions d'investissements sur les titres publics de la zone euro, jugés peu risqués et bien rémunérés, caractéristiques contradictoires, 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 définitivement 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 actuel 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.

Dans une première partie on rappellera le cadre conceptuel, jamais remis en cause, qui fonde les règles qui organisent le fonctionnement de la zone euro, dans une seconde partie on examinera comment, pour répondre aux crises, la régulation de la zone a évolué notamment en contournant les traités européens, dans une troisième partie, on exposera comment la crise grecque en particulier, illustre les impasses du mode de régulation de la zone euro et enfin, en conclusion, on posera la question de la réforme difficile, mais souhaitable, de la zone.

## 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 REMIS EN CAUSE

Le cadre analytique sur lequel est fondé le fonctionnement de la zone euro repose sur quatre principes<sup>1</sup> :

- 1) Les responsables politiques de la zone, qui rassemble des pays dont les structures économiques sont fortement dissemblables, ont posé le principe que cette hétérogénéité serait rapidement réduite au prix d'un effort budgétaire collectif limité et surtout par la croissance des échanges impulsée par la 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 Krugman 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, ne peut répondre, pas plus que les politiques budgétaires, certes restées nationales, mais 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 erronés<sup>2</sup>.
- 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 budgétaires<sup>3</sup>. 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

---

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

<sup>2</sup> Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff : « Growth in a Time of Debt », NBER , Working Paper, mai 2010, étude contestée en avril 2013 par Thomas Hernden, Michaël Ash et Robert Pollin,

<sup>2</sup> Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff : « Growth in a Time of Debt », NBER , Working Paper, mai 2010, étude contestée en avril 2013 par Thomas Hernden, Michaël Ash et Robert Pollin,

<sup>3</sup> 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.

directement à l'origine de la crise bancaire, puis de l'endettement public ; les Etats ont dû consolider leur système financier, faute de prêteur en dernier ressort, 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 partie dans la dette publique<sup>4</sup>. 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'UE<sup>5</sup>.

La crise n'a pas entraîné de remise en cause de ces quatre principes, mais les règles qui en découlent, largement incorporées dans les traités européens, et donc peu malléables a priori, ont montré pourtant une certaine plasticité. Ces règles 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).

#### **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 bismarkien 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, a alors connu une grande diffusion, hors même des zones d'influence chrétienne-démocrate : de nombreux

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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.

responsables sociaux-démocrates ou verts y adhéreront officiellement, mais à titre individuel, et elle est la référence publique de 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, portera à la fois sur les caractéristiques des règles budgétaires, sur la définition des politiques économiques sur le rôle de la BCE et sur la définition de la solidarité entre les pays de la zone.

### **2.1. L'ÉVOLUTION DES RÈGLES BUDGÉTAIRES**

Le contournement des règles budgétaires maastrichtiennes n'a été réalisé que très progressivement<sup>6</sup>, notamment à partir du moment où les deux grandes puissances européennes que sont l'Allemagne et la France ne remplissaient plus les critères budgétaires, 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 »<sup>7</sup> car pénalisant trop leur croissance<sup>8</sup> (encadré ci-après).

#### **L'ALLEMAGNE, ET LA FRANCE, DÉFENSEURS, EN 2003, DE L'ASSOULISSEMENT DES RÈGLES BUDGÉTAIRES !!!**

Au premier semestre 2003, l'Allemagne et la France dépassent le seuil de 3% de leur déficit budgétaire, ce que la Commission accepte, mais sous réserve que les deux pays réalisent 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 finalement produit un rapport préconisant les règles d'assouplissement budgétaire, règles qui, pour l'essentiel, seront entérinées par le 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 éco ».

<sup>6</sup> En fait, dès la création de la zone euro, il avait été décidé que l'adhésion d'un pays à la zone serait conditionnée au respect de cinq critères 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. 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 décidé que les critères d'adhésion ne seraient pas interprétés en niveau mais en tendance. La logique de ce premier contournement des règles européennes est donc différente de celle évoquée dans la présente note.

<sup>7</sup> Déclaration de Romano Prodi, alors président de la Commission Européenne dans une interview du Monde du 17/10/2003. 13 ans plus tard, dans une nouvelle interview du Monde (21/07/2015), il précise qu'il avait stigmatisé alors l'incapacité du Pacte budgétaire à tenir compte du cycle économique.

<sup>8</sup> La procédure pour déficit excessif 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.

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 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 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'événements 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 PIB<sup>9</sup>.

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 »<sup>10</sup>. 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 « recommandation » de la Commission européenne<sup>11</sup> spécifiant les trois possibilités d'assouplissement désormais admises :

- 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 au fonds d'investissement européen EFSI<sup>12</sup> viendra en déduction du calcul du déficit budgétaire.

## **2.2. LA CONVERGENCE DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES VERS UN NÉOLIBÉRALISME RENFORCÉ**

Comme on vient de le voir, les assouplissements des contraintes budgétaires ont été le levier 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 matrice idéologique de la dynamique de la zone euro.

<sup>9</sup> 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.

<sup>10</sup> Selon le script (confidentiel) de la réunion du Conseil que Le Monde se serait procuré (Le Monde du 26/02/2014.)

<sup>11</sup> Recommandation du 13/01/2015 intitulée : « Making the best use of the stability with the existing rules of the stability and growth Pact ».

<sup>12</sup> La création de ce fonds, aboutissement du plan Junker, dénommé European Fund for Strategic Investment, a été annoncée par le Conseil de décembre 2014 ; il est doté d'un capital de 5 Md€ versé par la BEI et de 21Md€ versés sur le budget de l'UE (dont 16Md€ provenant de la reconversion des fonds structurels). Ce fonds devrait financer 315Md€ d'investissements grâce aux concours d'investisseurs privés et d'Etats membres, soit un levier éventuel de 15 ....

Le Conseil Européen a décidé en octobre 2011 de renforcer la coordination ex ante des politiques économiques 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, macroéconomiques et structurelles des politiques économiques. En 2012, le dispositif de surveillance macroéconomique a été renforcé fondé sur la surveillance de dix indicateurs principaux<sup>13</sup> par la Commission ; si celle-ci identifie des déséquilibres majeurs, elle proposera 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 Procédure).

**SYNTHÈSE DU « BILAN APPROFONDI » DU 26 FÉVRIER 2015 EFFECTUÉ PAR LA COMMISSION EUROPÉENNE CONCERNANT LA CORRECTION DES DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES FRANÇAIS\***

Il s'agit d'un rapport instructif, car la France est sous le coup d'une procédure pour déficit excessif, mais la rigueur budgétaire qui lui est imposée est bien moins rude que celle des pays sous assistance, notamment de la Grèce.

Le rapport de la Commission Européenne rappelle que déjà, en mars 2014, l'économie française enregistrait des déséquilibres macroéconomiques nécessitant l'adoption de « mesures décisives » concernant la détérioration de sa balance commerciale et de sa compétitivité, l'endettement élevé de son secteur public ainsi que la rigidité des marchés des services et du travail. Concernant la correction de ces déséquilibres, la Commission considère que la France n'a réalisé que des « progrès limités » dans la mise en œuvre de ses recommandations, les progrès provenant pour l'essentiel de la création du Pacte de Responsabilité et de Croissance ; elle dénonce plus particulièrement l'insuffisance de la réforme du système de retraite, le peu d'efforts fait pour limiter la croissance des dépenses de santé et pour corriger les rigidités du marché du travail, notamment concernant les rigidités du processus de formation des salaires, l'indexation du SMIC sur les prix, la réforme de l'allocation chômage et les possibilités d'emploi des travailleurs âgés. On notera que ce bilan insiste, en raison du poids économique de la France dans la zone euro, sur la nécessité de ces réformes, conditions de la bonne marche de l'économie de la zone.

\*Document de travail SWD (2015)29

### **2.3. LA REDÉFINITION DES MISSIONS DE LA BCE**

Le statut de la BCE donne une définition très orthodoxe de la politique monétaire qui peut être mise en œuvre, puisqu'il privilégie l'action sur les taux directeurs et interdit tout achat de titres publics sur les marchés primaires (à l'émission). Pourtant, dès mai 2010, la BCE lance un programme d'achat de titres publics de pays en difficulté (Grèce puis Italie et Espagne), mais en quantité limitée ; cette limite est supprimée lorsque ce programme est remplacé en décembre 2012 par le programme OMT (Outright Monetary Transactions), programme que la BCE n'a pas eu à utiliser car elle a réussi à convaincre les marchés financiers qu'il serait l'utilisé, si la survie de l'euro était en jeu.

<sup>13</sup> 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 de solde 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 dessous du niveau proposé par la Commission ....

Ce dernier programme s'est heurté à une vive opposition de l'Allemagne qui en a contesté la légalité devant la Cour Constitutionnelle allemande (Karlsruhe) ; celle-ci a admis l'illégalité de ce programme, d'une part parce qu'il exposait la BCE à un risque de perte sur les titres acquis qui devrait éventuellement être couvert par le contribuable allemand et, d'autre part parce que la BCE sort de sa mission strictement monétaire, puisque les pays bénéficiaires sont les pays aidés et que la BCE a participé à la définition des conditionnalités auxquelles ces pays doivent satisfaire. Toutefois la Cour a considéré que son avis devait être validé par un jugement de la Cour de Justice de l'Union Européenne ; celle-ci n'a pas encore rendu son verdict, mais l'avocat général, qui sera probablement suivi par le juge, a jugé légal la procédure sous quatre conditions : la BCE ne doit pas participer à l'élaboration des programmes d'assistance, le programme OMT doit être justifié par des circonstances exceptionnelles explicitées, enfin, afin de respecter l'interdiction du financement monétaire des Etats, les achats de titres ne doivent pas influencer les taux à l'émission<sup>14</sup>.

Enfin, la BCE, après avoir reconnu, en juin 2014, les dangers déflationnistes d'une inflation trop basse (inférieure à 2%), a lancé en mars 2015, comme la FED ou la Bank of England, un véritable programme de « quantitative easing » dénommé PSPP (Public Sector Purchases Program), lui permettant d'acheter, au moins jusqu'en septembre 2016, 60 Md€ par mois de titres publics et parapublics émis dans la zone euro. La BCE s'interdit de détenir plus de 25% d'une émission et plus de 30% des titres d'un émetteur<sup>15</sup>. On notera que les injections de liquidité dans l'économie résultant de ses achats de titres ne sont plus stérilisées, alors qu'il s'agissait d'une condition posée par l'Allemagne pour les accepter. La BCE justifie ce programme, lui aussi fortement contesté par les allemands, par sa volonté de rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission de sa politique monétaire en provoquant, par ses achats de titres, la baisse des taux d'intérêt et par voie de conséquence en pesant à la hausse sur l'inflation. Toutefois, dans ses publications, la BCE souligne les conséquences favorables de ce programme 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 et au final sur la croissance.

La rupture de la BCE avec l'orthodoxie monétaire s'est « aggravée » du fait de sa participation active à l'élaboration des politiques économiques des pays à problème, de la Grèce en particulier. En revanche, elle est restée 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, refusant ainsi d'utiliser ses opérations de quantitative easing pour soutenir spécifiquement les pays dont la solvabilité pouvait poser question.

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

Le traité européen, 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, était justifiée, comme on l'a vu, par 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

<sup>14</sup> Ce qui signifie qu'un délai suffisant doit séparer l'achat de titres par la banque centrale sur le marché secondaire de la date d'émission de ces mêmes titres.

<sup>15</sup> 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.

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 TFUE<sup>16</sup> 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€, dont les emprunts sont garantis directement par l'UE. Ces institutions ont non seulement aidé la Grèce, mais aussi l'Irlande et le Portugal.

Ces deux institutions hétérodoxes n'avaient d'existence que provisoires, elles ont été remplacées, en septembre 2012, par un organisme, à vocation pérenne cette fois, le MES (Mécanisme Européen de stabilité)<sup>17</sup> 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 de 800 Md€ dont ont déjà bénéficié l'Espagne et Chypre<sup>18</sup> et bientôt 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'aide<sup>19</sup>, 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.

### **3. LA RÉGULATION DE LA ZONE EURO, AU DÉFI DE LA CRISE GRECQUE**

On ne présentera pas, dans cette note, une description détaillée de la crise grecque (voir en annexe la chronologie de cette crise), mais on exposera les deux défis résultant, pour la

---

<sup>16</sup> 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 ?

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> 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 referendum), 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).

<sup>19</sup> Le « hair cut » sur la dette publique grecque détenue par des investisseurs privés a été réalisée 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.

conception actuelle de la zone euro, de l'échec du redressement économique de ce pays, malgré trois plans successifs d'aide et de l'absence de solution au conflit de souveraineté entre la Grèce et les institutions européennes lorsque le gouvernement grec a refusé d'avaliser les mesures d'austérité imposées à l'occasion du deuxième plan d'aide. On s'interrogera enfin sur la capacité des réformes envisagées à répondre à ces deux défis.

### **3.1. L'ÉCHEC DES MESURES DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE IMPOSÉES À LA GRÈCE**

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 FMI<sup>20</sup>, constituant ce qui a été appelé la « troika », en passe de devenir 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 dans l'urgence, notamment le 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 euro<sup>21</sup>, 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.

Aujourd'hui, les conséquences d'un défaut grec sur la stabilité de la zone euro sont devenues faibles, du fait, comme on l'a vu dans la section précédente, du contournement des règles budgétaires, ainsi que de la création de mécanismes permettant de gérer, au niveau de l'Union Européenne, les risques de défaillance bancaire (voir encadré ci-après) ; en conséquence, la position grecque s'est détériorée et les exigences des créanciers ont été durcies, débouchant, avec le troisième plan d'aide, sur une véritable mise en tutelle du gouvernement grec, contraint de renier les objectifs sur lesquels il avait été élu : la protection de la partie la plus défavorisée de sa population et son refus de mettre en œuvre, avec rigueur et célérité, la libéralisation de l'économie du pays, censée permettre de restaurer les conditions d'une croissance durable, et des contraintes budgétaires très lourdes, censées lui permettre de réduire rapidement son endettement public<sup>22</sup>. Mais, comme pour les deux premiers plans, l'essentiel des financements nouveaux accordés à la Grèce serviront à rembourser ses créanciers publics et non pas à soutenir la croissance du pays<sup>23</sup>.

#### **LA DIFFICILE NAISSANCE DE L'UNION BANCAIRE**

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

<sup>20</sup> La dette publique grecque est de 322Md€ début 2015, elle est 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.

<sup>21</sup> 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).

<sup>22</sup> 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....

<sup>23</sup> 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).

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 trois volets :

- La création d'un Mécanisme Unique de Supervision des banques systémiques, géré au sein de la BCE, se substituant pour ces banques à la surveillance, souvent défaillante, des banques centrales nationales
- 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 (plafonnée) des dépôts bancaires qui se substituerait aux 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'européanisation 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 politique économique négociée par la troïka 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, mais elle a aussi échoué à relancer sa croissance économique, son PIB diminuant de 26% sur cette même période<sup>24</sup>. L'échec est donc patent et son coût social est énorme : le taux d'emploi de la population a été réduit de 10 points, passant de 59,1% en 2010 à 49,4% en 2014, le taux de chômage a plus que doublé, de 12,7% en 2010 à 26,1% en 2014, celui des jeunes atteignant 52,4% en 2014, contre 33% en 2010. 46% des grecs vivent sous le seuil de pauvreté et le quart de la population ne dispose plus de couverture sociale.

Pour les créanciers, cet échec s'explique par l'incapacité de la Grèce à dégager un excédent budgétaire lui permettant le remboursement de ses créances du fait de l'incapacité technique de l'administration à faire rentrer ses recettes fiscales, et de sa lenteur à réaliser les réformes structurelles exigées ; les créanciers n'ont jamais admis que les mesures d'austérité mises en œuvre pénalisaient la croissance de la Grèce et, en conséquence, réduisaient ses ressources fiscales et donc sa capacité d'allègement de sa dette. La position de la troïka 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 (voir annexe) de telles restructurations, en juillet 2015, les trois membres

<sup>24</sup> 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, année où le recul attendu de l'activité est de 2 à 3%.

de la troïka ont fait savoir qu'ils acceptaient la restructuration de la dette grecque car ils jugeaient que son niveau était devenu insoutenable ; pour sa part, le FMI, qui met en doute, depuis 2010, la solvabilité de la Grèce, considère que l'allègement de la dette est une alternative préférable à une nouvelle restructuration qui impliquerait une très forte modification des paramètres de la dette (taux d'intérêt, maturité, période de franchise, etc.), sachant que leurs statuts excluent toute modification des caractéristiques des créances existantes du FMI et de la BCE ... La position du FMI est particulièrement ferme, puisqu'elle fait de l'allègement du montant de la dette ou, à défaut, de son service, la condition de sa participation au troisième plan d'aide.

### **3.2. LA CRISE GRECQUE SOULÈVE LA QUESTION DU CONFLIT ENTRE LES CHOIX DÉMOCRATIQUES NATIONAUX ET LES RÈGLES DE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE EURO**

La crise grecque actuelle a révélé la gravité du conflit entre les décisions prises démocratiquement par un gouvernement et le respect des règles qui gouvernent les décisions que prennent 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 aussi bien par les gouvernements conservateurs que socialistes. Le programme électoral de gouvernement était affiché et il 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, dans ce qui est devenu le « théorème de Juncker » : « Il ne peut y avoir de choix démocratique contre les traités européens »<sup>25</sup>. 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 »<sup>26</sup> 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 »<sup>27</sup>.

La véritable nature du conflit entre le gouvernement grec et les autorités européenne explique le manque de publicité sur les débats entre la troïka et les négociateurs grecs, l'essentiel des informations résultant de confidences anonymes reçues par les journaux ; mais cette obscurité a encore été renforcée par le rôle d'échelon quasi ultime de la négociation (juste avant la décision du conseil Européen) assumé par l'Eurogroupe<sup>28</sup>, qui n'est pourtant que le lieu de rencontre informel des ministres des finances ; ses débats sont confidentiels et aucun compte-rendu n'en est publié.

## **4. RÉFORMER LA ZONE EURO, UN EXERCICE NÉCESSAIRE, MAIS DIFFICILE**

L'incapacité des institutions de la zone euro à gérer de façon satisfaisante la zone en cas de choc asymétrique a suscité deux types de réponses : d'une part, la sortie de la zone du (ou des) pays-membres en difficulté, ce qui présenterait l'avantage, pour ses partisans, de ne pas entraîner de modification du mode actuel de régulation de la zone et, d'autre part, la réforme du mode de régulation de la zone, éventuellement accompagnée par l'introduction d'une

<sup>25</sup> Source : Le Figaro du 29/01/2015.

<sup>26</sup> Source : Le Monde du 05/07/2015.

<sup>27</sup> Source : Financial Time du 16/07/2015.

<sup>28</sup> L'Eurogroupe créé en 1997 par le Conseil Européen n'a pas de statut juridique véritable, le traité sur le fonctionnement de l'UE ne mentionne son existence que dans un protocole annexe qui se borne à préciser : « Les ministres des finances des Etats membres, dont la monnaie est l'euro, se réunissent entre eux de façon informelle ».

certaine dose de fédéralisme donnant plus de légitimité démocratique à la définition des politiques économiques et sociales nationales.

#### **4.1. LA SORTIE DES PAYS EN DIFFICULTÉ DE LA ZONE EURO EST-ELLE UNE RÉPONSE AU DÉFI POSÉ PAR UN PAYS EN DIFFICULTÉ ?**

Au préalable, on doit noter que la sortie d'un pays de la zone euro soulève des difficultés juridiques. En effet, le traité européen précise que l'adhésion à l'euro est 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 susciterait la possibilité d'une prime de risque très élevée sur la dette publique des pays concernés, voire par l'impossibilité pour certains d'émettre sur les marchés financiers.

Il est donc nécessaire de pallier à l'inexistence, dans les traités européens, d'une option de sortie de la zone euro. A cette fin, deux stratégies juridiques ont été proposées : en cas de sortie amiable, utiliser la possibilité de sortie de l'UE de l'article 50 du TUE<sup>29</sup>, ce départ étant suivi d'un retour de l'Etat concerné dans l'UE, mais sans déboucher sur une adhésion à la monnaie commune. L'article 50 offre au pays sortant la possibilité de négocier une aide afin d'atténuer le choc économique résultant de sa sortie. Pour réaliser une sortie contrainte, certains juristes ont proposé d'utiliser l'article 7 du traité<sup>30</sup> 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.

Ces difficultés juridiques n'ont pas arrêté les partisans d'une sortie volontaire ou imposée de la zone euro. Quelles que soient les modalités de sortie, elle n'est acceptable, pour l'Etat sortant, que si le coût économique et social de la sortie est inférieur aux bénéfices qui en sont attendus. Or ce coût sera probablement très lourd en raison de 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 de 40 à 60%). Cette dévaluation entraînerait certes une amélioration de la compétitivité-prix des exportations, ce qui est le but recherché, 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 volume de ventes à l'étranger suffisant<sup>31</sup>. A défaut, le surcroît d'activité apporté par les exportations sera très vraisemblablement trop faible pour contrebalancer les effets récessifs dues aux pertes de pouvoir d'achat des ménages et des entreprises entraînées par le 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

---

<sup>29</sup> 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 ».

<sup>30</sup> L'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 cinquièmes 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.

<sup>31</sup> L'industrie manufacturière de la Grèce ne représente que 7% de son PIB et son état est fortement dégradé par la durée de la récession ; ces deux raisons expliquent 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.

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 plus contraignante par la disparition de ses capacités d'emprunt sur les marchés ou auprès des banques.

La question de la sortie volontaire ou imposée d'un pays-membre de la zone euro est un problème toujours en débat. Ainsi, lors de la négociation du troisième plan d'aide à la Grèce, la droite allemande s'est partagée entre d'un côté les partisans affichés de l'expulsion de la Grèce, représentés par le ministre des finances Wolfgang Schäuble, et, de l'autre côté, les partisans, affichés eux-aussi, de son maintien dans la zone, représentés par sa chancelière Angela Merkel. La question de la nature de la zone euro s'est posée, comme on l'a noté, depuis la création de l'euro (cf note 6), mais elle est abordée, aujourd'hui surtout, en termes d'optimalité de l'union monétaire. Toutefois, réduire l'hétérogénéité de la zone par le départ des pays en difficulté, et la création d'une Union Européenne à deux niveaux, n'est pas une position réaliste, notamment si elle était défendue par la France : en effet, du point de vue de l'homogénéité des pays-membres, la zone euro, comprend aujourd'hui deux sous-ensembles, l'Europe du Nord, dominée par l'Allemagne et l'Europe du Sud qui rassemblerait des pays, dont le plus important est l'Italie, candidats de gré ou de force au départ. D'une part, peut-on présumer de l'appartenance de la France au premier groupe et surtout la devise d'une zone monétaire ainsi réduite pourrait-elle obtenir le statut de seconde devise mondiale ayant vocation à être utilisée dans les échanges mondiaux ?

La sortie de la zone euro n'est donc une solution satisfaisante, ni pour les pays sortants,<sup>32</sup> ni pour les pays les plus fragiles restés dans la zone, car ceux-ci, suspectés de devoir en sortir, verraient le coût de leur dette s'alourdir et pourraient même perdre leur accès aux marchés financiers. La réforme de la zone euro est donc la condition nécessaire d'une union monétaire plus efficace.

#### **4.2. 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 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 le rôle de « locomotive », au motif qu'il dégraderait leur situation budgétaire et tant que l'exigence d'une résorption trop rapide des déséquilibres macroéconomiques, en pesant sur les salaires et en alourdissant la fiscalité, réduira la croissance et donc les recettes fiscales et les cotisations sociales, entraînant la création d'une spirale déflationniste. Les responsables de l'Union eux-mêmes sont, de longue date, convaincus de la conception insatisfaisante de la construction européenne, qui serait due à son inachèvement ; ainsi le rapport dit des « cinq Présidents »<sup>33</sup> appelle à une réforme des politiques économiques afin que la somme des politiques nationales ne conduise plus à la réalisation d'une politique procyclique pour l'ensemble de

---

<sup>32</sup> 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 monétaires 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).

<sup>33</sup> 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 « 4 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.

l'Union. 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 franchement fédérale de la zone se sont multipliées. La principale voie retenue était de donner à la dette publiques de ces pays la nature d'un actif quasi sans risque en mutualisant tout ou partie de la 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.

Les combinaisons des paramètres de cette construction ont permis de définir de multiples propositions : les émissions d'eurobonds devaient-elles porter sur toute la dette de la zone ou ne concerner que la dette future ou seulement la dette des pays en difficulté ou la partie de la dette excédent les 60% du PIB etc... ? En fait, le débat sur la meilleure solution était balisé par 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 l'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 la chancelière allemande, Angela Merkel qui a réitéré, à plusieurs reprises, son refus d'une « Union de transferts »<sup>34</sup>.
- Le but ultime de la proposition est-il seulement de trouver un moyen de remédier à l'insolvabilité de certains pays ou aussi de modifier les règles budgétaires pour donner aux pays les plus fragiles le temps de restaurer leur situation sans sacrifier leur croissance ?
- 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) ?

L'idée de la nécessité d'une réforme de la zone euro progresse car le fonctionnement de la zone bute sur des difficultés « techniques » résultant, comme on l'a vu, de l'hétérogénéité économique des pays-membres ; l'unicité des règles budgétaires est un obstacle à l'adoption de politiques économiques coopératives aussi bien par les pays en risque d'insolvabilité que par les pays qui satisfont aux normes budgétaires. Mais l'instauration de plus de solidarité entre les Etats-membres suppose que soit réglée la question de l'aléa moral, c'est-à-dire de la définition des conditions d'accès à l'aide de l'Union<sup>35</sup>; l'acceptabilité de ces conditions suppose que la réforme soit « porteuse d'un projet fort en termes d'emploi et de croissance »<sup>36</sup> et, ajouterons nous, d'un projet suffisamment contraignant pour donner plus d'hétérogénéité aux règles budgétaires en les modulant en fonction de la réalisation d'objectifs économiques et sociaux. Cette contrepartie apparaît d'autant plus nécessaire que,

---

<sup>34</sup> 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).

<sup>35</sup> 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 »

<sup>36</sup> Interview de Benoit Cœuré, membre du directoire de la BCE, dans Le Monde du 28/07/2015.

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 »<sup>37</sup>.

La mise en place de ces réformes devrait être l'occasion de renforcer le fonctionnement démocratique de la zone, 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 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 ont concerné la mutualisation des aides financières versées à un Etat, mais elles n'ont fait qu'évoquer le rôle des Parlements et ont encore moins détaillé la redéfinition pourtant inévitable du rôle des autres institutions européennes, se bornant à évoquer la création d'un véritable gouvernement de la zone euro avec un budget spécifique<sup>38</sup> (comme François Hollande), ou, version minimaliste de la proposition précédente, la création d'un ministre des Finances de la zone (comme Benoît Cœuré). La démocratisation des institutions européennes soulève pourtant 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 contrôle et propose, le Conseil examine les propositions, les adopte et informe le Parlement ; demain qui proposera, qui contrôlera, qui décidera ? Le quasi mutisme concernant ces questions et la place croissante de l'intergouvernemental dans le processus de décision de la zone euro alimentent un débat qui semble se concentrer sur le rôle de la Commission. Wolfgang Schäuble, le ministre des finances allemand, a critiqué le rôle actuel de la Commission<sup>39</sup>, considérant que le nouveau mode de désignation de son Président<sup>40</sup> lui donnait une légitimité démocratique incitant celle-ci à s'afficher de plus en plus, ce qui a été le cas notamment lors des négociations avec la Grèce, comme un gouvernement politique de l'Union Européenne, rôle qui pourrait l'amener 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).

## **5. EN CONCLUSION, LES RÉPONSES AUX QUESTIONS ESSENTIELLES QUE NOUS POSE LA CRISE GRECQUE SONT D'UNE URGENCE ET D'UNE DIFFICULTÉ TRÈS DIFFÉRENTE**

L'évolution de la régulation économique de l'UE et de la zone euro a montré que la question de son optimalité était posée depuis 2008, si ce n'est depuis 2003. Cette question a émergé avec une acuité particulière à l'occasion de trois chocs :

- 1) 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 été abandonnée au profit d'une politique keynésienne de soutien de la croissance. Un tel virage n'a été possible que

<sup>37</sup> Lettre au Journal du Dimanche du 19/07/2015.

<sup>38</sup> 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.

<sup>39</sup> 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 le Frankfurter Allgemeine Zeitung d'après des sources diplomatiques.

<sup>40</sup> 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.

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 retrouvait le chemin de l'orthodoxie.

- 2) Le second 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, tellement mal conçu qu'il était réécrit au bout d'un an et baptisé deuxième plan d'aide. Cette période a été marquée par le contournement de règles essentielles, de nature constitutionnelles, et par des réformes ayant l'ambition de couper le lien entre la dette bancaire et la dette souveraine.
- 3) 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 considérait que son caractère démocratique rendait cette liberté légitime.

La crise grecque pose donc trois questions essentielles, celle de la définition 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. Dans un souci de réalisme, il semble plus efficace de rechercher les réponses à ces questions séparément, bien qu'elles ne soient pas sans lien entre elles, sans perdre de vue que l'objectif visé à termes est celui d'une Europe débarrassée de son biais déflationniste, plus fédérale et plus démocratique.

La solution à la suppression du biais déflationniste des politiques économiques suivies par les pays les plus fragiles doit être traitée prioritairement ; elle peut 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 avait 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 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 de 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 le conflit potentiel entre la résolution des conflits possibles de légitimité entre les décisions prises au niveau national et celles prises au niveau

européen. Posé 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 alors 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. Les difficultés du chemin ne doivent pas faire oublier l'urgence de la suppression du biais déflationniste des politiques économiques européennes.

*Rédaction achevée en septembre 2015*

## ANNEXE

### CHRONOLOGIE DE LA CRISE GRECQUE

*Mai 1998* : Le Conseil Européen juge que La Grèce ne remplit pas les critères d'adhésion à la zone euro.

*Novembre 1999* : La Commission Européenne recommande l'adhésion de la Grèce

*Janvier 2000* : La Grèce intègre la zone euro, le Conseil Européen considérant que le processus de réduction de la dette publique progresse à un rythme satisfaisant.

*Octobre 2009* : Les élections sont remportées par les socialistes. Le gouvernement Papandreou révèle que le déficit public grec attendu en 2009, a été sous-estimé : il serait plus de deux fois plus important que celui qui avait été officiellement notifié à la Commission (4,9% du PIB) Ultérieurement le déficit 2009 sera encore réévalué.

*Mai 2010* : La BCE annonce qu'elle acceptera de refinancer les banques grecques en acceptant comme collatéral les titres de dette publique grecque, quelle que soit leur notation.

*Mai 2010* : La Grèce reçoit sa première aide de 110 Md€, 80 Md€ versés directement par les Etats membres selon des accords bilatéraux et 30 Md€ par le FMI. En contrepartie la dépense publique devra être réduite de 30 Md€.

*Juin 2010* : Le taux des prêts bilatéraux du premier plan est allégé de 100 pb et leur durée allongée de 5 ans à 7,5 ans. Le FMI ne modifie pas les conditions de son aide.

*Juillet 2010* : Les taux à 10 ans de la dette publique grecque atteignent 10,3% contre 2,8% en 2002.

*Juin 2010* : Moody's rétrograde la note grecque en spéculative.

*Novembre 2010* : Eurostat réévalue le déficit public grec à 15,4% du PIB pour 2009, en conséquence, les créanciers imposent un surcroît d'économies budgétaires.

*Février 2011* Les créanciers exigent un renforcement du programme de privatisation, si la Grèce veut recevoir les 50 Md€ d'aide prévus d'ici 2015.

*Mars 2011* : La Grèce s'engage à accélérer son programme de privatisations en échange d'une réduction du taux de sa dette de 100 pb et d'un allongement de sa maturité.

*Juillet 2011* : Le Conseil Européen décide de substituer au premier plan d'aide, un second plan comprenant trois volets, un abandon de créance de la part du secteur privé, un nouvelle restructuration des prêts bilatéraux du premier plan (réduction du taux de Euribor + 3% à Euribor + 1,5% et un allongement de la durée des prêts de 7,5% à 15 ans et l'allongement de la période de franchise de 5 ans à 10 ans, et enfin un second programme d'assistance financière de 171,6 Md€, dont 143,6 Md€ versés par le FESF et 29 Md€ par le FMI (y compris les 8,2 Md€ non encore versés au titre du premier plan). Les prêts du FESF bénéficieront d'une franchise de remboursement de 10 ans, allongeant d'autant leur durée.

*Septembre 2011* La Cour Constitutionnelle allemande valide le plan d'aide à la Grèce de 2010, précisant toutefois « qu'elle ne peut justifier aucun mécanisme durable reposant sur un

traité international s'il aboutit à ce qu'un Etat doit répondre de décisions prises par d'autres Etats, surtout quand elles ont des effets difficilement prévisibles ».

*Octobre 2011* : Le gouvernement Papandreou, pour répondre à l'ampleur de la contestation populaire des mesures d'austérité du deuxième plan d'aide, annonce un référendum ; deux jours après cette annonce, les autorités européennes déclarent que si ces mesures ne sont pas appliquées, le second plan d'aide sera suspendu.

*Novembre 2011* : Le gouvernement renonce à la tenue du référendum et Papandreou démissionne.

*Février 2012* : Signature du traité permettant la création du MES.

*Février 2012* : Le Parlement grec adopte un deuxième plan de soutien, comprenant 137 Md€ d'aides. La signature de ce plan interrompt le versement des prêts bilatéraux, les montants effectivement versés s'élèvent à 52,9 Md€.

*Mars 2012* Les créanciers privés (dont les banques) acceptent une décote moyenne de 53,5% sur les titres grecs de dette publique qu'ils détiennent. L'opération est un succès et permet d'alléger la dette publique de la Grèce de plus de 100 Md€.

*Juin 2012* : La droite remporte les élections et noue une alliance avec les socialistes.

*Août 2012* : Le gouvernement grec demande un sursis pour satisfaire aux objectifs budgétaires.

*Octobre 2012* : Entrée en service du MES.

*Novembre 2012* : La solvabilité de la Grèce étant jugée incertaine par ses créanciers, la charge de la dette est allégée : Le taux des prêts bilatéraux des Etats, qui était de Euribor + 0,5% est réduit de 1%, et leur durée allongée de 15 ans. Une franchise de 10 ans est accordée sur la rémunération des prêts du FESF ; la réalisation d'un excédent primaire de 4,5% est reportée d'un an à 2016 et enfin les profits réalisés sur la dette grecque détenue par la BCE au titre du programme SMP et par les banques centrales nationales, représentant un montant de 13,9 Md€, seront reversés à la Grèce à compter de 2013 ; seule contrepartie exigée, l'objectif de dette pour 2020 est fixé à 124% du PIB.

*Décembre 2012* : La Banque Nationale de Grèce estime les besoins de recapitalisation des 4 principales banques grecques à 27,5 Md€ (14% du PIB).

*Juin 2013* : L'Eurogroupe accepte que le MES soit autorisé à recapitaliser les banques en difficulté, mais plafonne ses ressources utilisables à ce titre à 60 Md€.

*Juin 2013* : 50 Md€ sont versés dans un fonds spécialisé, le Fonds Hellénique de Stabilisation Financière, chargé de recapitaliser les banques grecques.

*Janvier 2015* : Syriza remporte les élections et forme un gouvernement avec la droite modérée (Ariel).

*Février 2015* : Le second plan d'aide à la Grèce, qui arrivait à échéance le 28 février 2015 est prolongé de 4 mois en contrepartie d'un accord (daté du 20 février) sur un plan de réformes plus contraignantes qui conditionneront le versement de la dernière tranche d'aide (7,2 Md€) du deuxième plan.

*Février 2015* : La BCE annonce que les banques grecques ne pourront plus se refinancer auprès d'elle « car il n'est pas possible actuellement de tabler actuellement sur une conclusion positive du programme d'examen [du pays]» mais elle autorise les refinancements contingentés auprès de banque centrale de Grèce, procédure dite ELA – Emergency Liquidity Assistance-, plus coûteuse et qui fait peser le risque en dernier ressort sur la Grèce).

*Mars 2015* : La BCE, dans le cadre de sa mission de supervision des banques systémiques, recommande aux banques grecques de cesser d'acheter les bons du trésor émis par le gouvernement grec.

*Mars 2015* : dans un discours devant le Parlement grec, Alexis Tsipras pose la question de la validité du moratoire accordé à l'Allemagne sur l'indemnisation des crimes nazis et le remboursement du prêt forcé imposé à la Grèce en 1942.

*Juin 2015* : Le gouvernement grec rompt les négociations avec ses créanciers et annonce un référendum sur le projet d'accord imposé par les créanciers le 25 juin.

*Juillet 2015* : Le projet d'accord est rejeté par 61,3% des suffrages exprimés lors du référendum.

*Juillet 2015* : Le 13 juillet, le gouvernement grec accepte un accord sur un troisième plan d'aide comprenant des réformes encore plus sévères que le projet rejeté par le référendum, mais confirmant un montant d'aide de 85 Md€ sur 3 ans, dont 70 Md€ fournis par le MES et 15 Md€ par le FMI. Ce montant est à rapprocher des 53,5 Md€ de remboursement des créances prévu dans les 3 prochaines années et des 25 Md€ nécessaires pour recapitaliser les banques grecques. Toutefois, la participation du FMI au plan d'aide est subordonnée à un allègement de la dette grecque dont les autres créanciers ne veulent pas.

*Août 2015* : L'accord sur le troisième plan est ratifié par le Parlement grec le 17 août et par le Bundestag le 19 août ?

*Août 2015* : Le premier ministre grec Alexis Tsipras, dont la majorité parlementaire est devenue incertaine, annonce sa démission et de nouvelles élections qui pourraient avoir lieu en septembre.