

Jacques Sapir : L'agonie de l'euro

15 septembre 2011

La crise de l'Euro est désormais entrée dans sa phase terminale, comme cela a été prévu à la fin de 2010. La crise actuelle est appelée à s'aggraver, rythmée par le défaut de la Grèce (octobre ou novembre), le déclenchement de la crise Espagnole et une crise bancaire généralisée dans les pays de la Zone Euro. Le temps de la crise s'impose désormais aux politiques. Les conditions de gouvernance de la zone Euro sont clairement inadaptées, mais les conditions de réformes de cette dernière sont incompatibles avec la temporalité de la crise.

Nous sommes donc face à l'agonie de l'Euro.

I. La crise de la zone Euro connaît depuis ces dernières semaines une accélération dramatique.

Celle-ci apporte le démenti le plus cinglant aux attitudes de déni de réalité dans lesquelles les responsables français, de la majorité comme de l'opposition, se sont pour la plupart enfermés. Désormais nous sommes en présence de la situation suivante :

1. La crise grecque a pris une tournure clairement incontrôlable. Un défaut de ce dernier pays ne peut plus être évité. Il peut seulement être retardé. Il peut survenir à partir du mois d'octobre 2011, même s'il est encore probable qu'il se produira entre novembre et décembre 2011. Ce défaut ne fait sens que si la Grèce sort de la zone Euro, ce qui pourrait survenir soit immédiatement soit dans un délai de 6 à 8 semaines après le défaut. Les conséquences sont alors les suivantes :

a. La crise Grecque impose de fournir de 2012 à 2019 de 340 à 380 milliards d'Euros à ce pays, et ceci sans tenir compte d'une possible aggravation de son déficit et des besoins d'autres pays qui sont estimés à plus de 1000 milliards.

b. Ce défaut est déjà clairement anticipé par les principales banques européennes. Mais le processus de transmission des « mauvaises dettes » à la BCE est loin d'être achevé.

c. L'Allemagne a d'une certaine manière déjà « acté » de la sortie de l'Euro par la Grèce comme le montre le plan de soutien pour ses propres banques.

d. Il est clair désormais que dans un certain nombre d'établissements bancaires européens on se prépare à la *fin de la zone Euro*. Les positions qui seront prises dans les jours qui suivent pourraient avoir des effets cumulatifs.

2. Avec le défaut et avant la sortie de la Grèce de la zone Euro, la spéculation se déchaînera contre le Portugal, l'Irlande, l'Espagne et l'Italie (et peut-être la Belgique). Elle se combinera avec une crise sociale grave en Espagne liée à l'interruption des allocations chômage pour une partie des chômeurs arrivant en fin de droit. Cette crise obligera l'Espagne à demander l'aide du Fond Européen de Stabilisation Financière (FESF) pour des montants excédant largement ce qui est pour l'instant prévu.

a. Hors la Grèce, les besoins à court terme (2014) peuvent être estimés à 90 milliards pour le Portugal, 50 milliards pour l'Irlande, de 250 à 300 milliards pour l'Espagne. C'est donc un total de 390 à 440 milliards d'Euros qu'il faudra fournir pour les pays déjà en difficulté.

b. Ce calcul laisse dans l'ombre le fait qu'avec l'aggravation de la spéculation, l'Italie et la Belgique devraient dès le début de 2012 demander une aide supplémentaire.

c. Par ailleurs le rythme de la crise en Espagne est aujourd'hui imprévisible. Si une accélération se produit, les sommes nécessaires augmenteront en conséquences.

3. La combinaison de (1) et (2) a déjà été partiellement anticipée par les marchés depuis début août et a entraîné une chute dramatique et spectaculaire de la capitalisation des banques européennes. La chute de la capitalisation des banques européennes aura des conséquences importantes à court terme :

a. La nécessité d'une recapitalisation de ces banques va se faire jour à très court terme. Elle sera massivement impopulaire dans tous les pays en raison du précédent de 2008.

b. La crise mettra en évidence le caractère largement factice des « stress-tests » conduits au printemps dernier et qui excluait tout défaut sur la dette souveraine d'un État membre. Les sommes nécessaires, en dépit des dénégations des ministres, pourraient bien être supérieures à 200 milliards d'Euros.

c. En France, il faut s'attendre à une dégradation de la note des banques qui précèdera celle de l'Etat.

d. Le risque d'un *run* bancaire ne peut plus être totalement écarté. Il pourrait nécessiter une nationalisation de l'ensemble du secteur bancaire.

4. On assiste désormais à un phénomène de *fatigue* de l'Euro, qui se caractérise par :

a. Une incapacité des gouvernements à trouver des solutions qui soient à la fois communes et efficaces.

b. Un sentiment qui gagne l'opinion et les gouvernants, en dépit du déni de réalité qui prévaut encore, comme quoi la bataille est perdue.

c. Une opposition croissante entre les pays de la zone Euro sur les solutions tant présentes que futures.

II. Cette situation va conduire à un enchaînement rapide dans les mois qui viennent, enchaînement qui va rendre obsolète un bon nombre de positions politiques.

Le véritable défi qui est posé à la classe politique consiste à être capable d'anticiper les événements et de réagir en conséquences.

1. L'Euro, dans sa forme actuelle est condamnée. Les moyens évoqués pour stabiliser puis résorber les déséquilibres tant conjoncturels (comme la hausse rapide du poids des dettes souveraines) que structurels (le déficit de croissance avec le reste du monde développé, le phénomène d'euro-divergence entre les pays) sont aujourd'hui soit insuffisants soit politiquement impossibles.

i. Les Eurobonds. Cette idée est désormais dépassée. L'émission de titres de dettes englobant les pays à risques et les pays réputés « sains » aurait un taux d'intérêt prohibitif.

ii. La monétisation des dettes. Une monétisation des dettes pourrait être faite par la BCE directement en faveur des États et non comme aujourd'hui en rachetant aux banques des titres publics. Mais un certain nombre de pays de la zone Euro s'y opposent.

iii. Une stabilisation volontariste de la dette. Outre qu'elle semble largement impossible dans de nombreux pays, si cette politique était

appliquée, elle plongerait la zone Euro dans une profonde dépression que recréerait de la dette par disparition des ressources fiscales.

2. La poursuite de la politique actuelle tentant de sauver l'Euro va provoquer d'ici quelques mois une grave crise dans les relations franco-allemandes. L'opposition entre les deux pays est désormais systématique. La Chancelière, Mme Merkel, est aujourd'hui politiquement affaiblie et ne peut, sans se suicider électoralement, faire accepter à l'Allemagne l'ampleur de la contribution nécessaire. Cette dernière est estimée à 2% du PIB par an pendant 7 ans en transferts fiscaux et 4% du PIB par an et sur la même période en charge d'emprunts supplémentaires. Il faut donc décider aujourd'hui ce qui est le principal, la « survie » de l'Euro au prix d'un affrontement permanent entre les deux pays, qui risque *in fine* de compromettre son objectif, ou de bonnes relations entre les deux pays.

3. Les conséquences sur la France de cette politique risquent d'être dramatiques. Non seulement la contribution que notre pays devra verser, directement ou indirectement, sera lourde, mais les conséquences combinées sur la croissance d'une politique d'austérité draconienne et d'un taux de change surévalué nous condamneront à une longue période de récession et à une accélération du processus de désindustrialisation que nous connaissons déjà.

4. L'Euro importe moins que le principe de coordination monétaire. Plus que l'Euro, c'est le principe d'une coordination des politiques monétaires qu'il faut sauver. Si des dévaluations sont inévitables, il faut les accepter mais faire en sorte qu'elles ne sortent pas d'un cadre pré-établi. Pour cela, il importe de limiter les espaces de spéculations en contrôlant les mouvements de capitaux et en interdisant un certain nombre d'opérations sur les marchés. Ces mesures auraient du être prises dès le début de la crise en 2008. Il faut tirer les leçons de pourquoi il n'en fut rien et comprendre qu'une gouvernance active n'est pas possible avec un grand nombre de pays. C'est pourquoi il faut accepter de passer du principe de coopération (dont le meilleur exemple est la monnaie unique) au principe de coordination et à terme soit faire évoluer l'Euro, soit le recréer comme une monnaie commune.

L'agonie de l'Euro peut durer de 6 à 18 mois.

Ses conséquences politiques peuvent être dramatiques tant à l'intérieur de chaque pays (et des élections sont prévues dans de nombreux de ces derniers en 2012 et 2013) qu'au sein de l'Europe.

Dans la situation actuelle, la meilleure des solutions consisterait en une dissolution de la zone qui permettrait de mettre en avant immédiatement les institutions nécessaires à une transition ordonnée. À défaut d'une telle solution, il convient de se prémunir contre les effets les plus néfastes de cette agonie en prenant les mesures unilatérales de sauvegarde qui ont été détaillées dans des documents ultérieurs et, le cas échéant, en sortant de l'Euro.

L'agonie de l'Euro (II)

Dans la précédente note, j'avais décrit la situation telle qu'elle se développait à la veille de la semaine du 12 au 17 septembre. Il me faut maintenant, devant la détérioration rapide de la situation, décrire les actions possibles pour le gouvernement français.

Il est désormais clair que l'Allemagne se prépare à un défaut Grec. Il ne faut pas avoir d'illusions à ce sujet ; ce défaut entraînera une réaction en chaîne.

Le gouvernement français semble largement dépassé par les événements. Ceci est le résultat de sa politique qui a été fondé sur le déni des réalités et qui l'a conduit, depuis la fin de 2009 à être systématiquement dans une posture réactive et non pro-active. Il est encore temps de réagir, mais la séquence des actions sera très importante et devra être respectée.

La question des banques.

Il est aujourd'hui évident que les banques sont en première ligne. Alors que leur capitalisation s'érode depuis le début du mois d'août, un *run* soit une panique bancaire devient une possibilité de plus en plus probable.

Il convient alors :

De prévoir très rapidement une recapitalisation des banques. Mais il faut savoir que cette mesure sera très impopulaire dans la population. Aussi faut-il prévoir des moyens de contrôle public sur ce secteur, ce qui nous conduit au (b).

D'en assurer le contrôle ne serait-ce que de manière temporaire. Une nationalisation de l'ensemble du secteur bancaire à titre provisoire s'impose. Elle seule peut rendre acceptable un nouveau soutien au secteur bancaire.

Cette nationalisation doit être impérativement mise à profit pour procéder à une réforme fondamentale du secteur bancaire incluant la

séparation stricte entre banques de dépôts et banques d'investissement, ainsi que la constitution d'un grand pôle public de crédit.

Il convient aussi de modifier très rapidement la législation sur les mouvements de capitaux et certaines opérations financières.

La « nationalisation » de la dette publique.

Quelle que soit l'hypothèse dans laquelle on se place, dissolution concertée de la zone Euro, évolution progressive de cette dernière vers une monnaie commune, ou sortie unilatérale de la France, il convient de prévoir une « nationalisation » de la dette publique aujourd'hui entre les mains d'épargnants (et de spéculateurs) étrangers. Sinon, le gouvernement restera l'otage des marchés et des agences de notation et le défaut sera la seule solution.

Il convient donc :

De procéder au rachat d'une large partie de notre dette par l'émission d'une nouvelle dette qui sera mise en pension à la Banque de France. Quoique ceci enfreigne tant la loi de 1973 (qui peut être changée) que les dispositions du traité d'Union de l'Union Économique et Monétaire, une telle mesure peut être justifiée comme une mesure d'urgence, prise à titre temporaire.

Rétablir le principe des planchers obligatoires d'effets publics pour les banques françaises, imposant à ces dernières de détenir une certaine proportion de titres publics dans leur bilan. Le rétablissement de ces planchers devrait avoir pour contrepartie l'engagement de la banque de France à prendre en pension temporairement ces titres afin de fournir aux banques la liquidité dont elles ont besoin. Les capacités d'épargne de la France sont largement suffisantes pour alimenter le besoin en financement de l'État.

Quel statut pour la Banque de France ?

Aujourd'hui, la Banque de France a délégué une partie de ses prérogatives à la Banque Centrale Européenne. De plus, elle a le statut d'une agence indépendante. On mesure que ceci est un obstacle important pour gérer de manière rationnelle la crise actuelle. Il convient donc de suspendre de manière temporaire (en attendant une révision possible de fond) ces deux éléments.

L'indépendance doit donc être suspendue de manière provisoire, et un gouverneur directement nommé par l'État afin de s'assurer de la bonne

coopération de l'action de la Banque avec le gouvernement. Il conviendra par la suite de réviser le statut de la Banque de France, peut-être en concertation avec certains de nos partenaires, ou peut-être de manière unilatérale, en mettant en avant la notion d'autonomie et non plus celle d'indépendance.

La Banque de France peut toujours *techniquement* réaliser des prêts en Euro, en particulier au Trésor Public. Il s'agit en fait de simples jeux d'écritures. Dès lors, et une fois son indépendance suspendue, elle devrait procéder à une avance au Trésor d'environ 500 milliards d'euros visant à

Racheter une partie des dettes circulant à l'extérieur.

Soutenir le marché des valeurs mobilières, et en particulier racheter les actions des grandes entreprises françaises ou d'origine française (y compris sur les marchés européens).

Procéder au financement de l'investissement et au rachat d'une partie des dettes des entreprises françaises hors de France, ces dettes rachetées étant alors converties en action.

Ces mesures visent à limiter les effets d'une possible dévaluation de la devise française retrouvée (dans le cas d'une dissolution de l'Euro ou d'une sortie unilatérale de l'Euro) mais aussi à soutenir l'activité économique et à se prémunir contre des actions de rétorsions de certains de nos partenaires.

Ces mesures impliquent la mise en œuvre des pouvoirs d'exception par le gouvernement (art. 16). C'est par là qu'il faudrait commencer. Cependant, c'est une procédure lourde et ses limites doivent en être bien précisées dès le départ. Il convient de lutter contre la crise monétaire et bancaire et non d'intervenir sur le reste de l'économie (en particulier sur le problème du déficit budgétaire). Il est clair que dans la situation actuelle toute tentative pour imposer par le biais des mesures d'exception des changements importants aux institutions sociales ou à la structure sociale du pays pourrait déclencher une explosion politique aux conséquences incalculables.

Ces mesures impliquent des entorses significatives aux traités européens. Mais, il convient de le rappeler, rien n'est prévu dans ces traités pour exclure un pays contrevenant à la lettre de ces derniers. Dès lors, on peut considérer les mesures ici proposées comme le dernier avertissement que la France adresse à ses partenaires.

Soit ces derniers acceptent la logique des mesures ici décrites et procèdent à leur tour à des mesures similaires. La BCE peut alors avaliser les opérations de crédit aux Trésors publics et considérer que les Banques Centrales nationales ont agi sur sa délégation dans une logique proche de celle du « Quantitative easing » américain. Les conséquences en seraient une baisse de l'Euro importante par rapport au Dollar et aux autres monnaies.

Soit aucun accord n'est possible et certains de nos partenaires persistent dans la politique antérieure. Alors, ces mesures nous mettent dans une position favorable pour sortir de l'Euro.