

Europe : les petits pas et le grand bond

On attendait les euro-obligations. Ce sera la gouvernance économique. Le grand bond en avant, ont dit Angela Merkel et Nicolas Sarkozy, sera peut-être l'aboutissement, mais l'heure est aux petits pas. La question, évidemment, est de savoir à quoi ceux-ci peuvent servir.

Pour y répondre, un retour en arrière s'impose. Jusqu'à la fin du printemps, la crise sur les marchés de la dette publique était limitée à trois petits pays, la Grèce, l'Irlande et le Portugal. L'Espagne avait réussi à limiter l'écart entre ses conditions d'emprunt et celles de l'Allemagne (les fameux spreads) à deux points de taux d'intérêt environ. Mais, à la mi-juillet, le coût des emprunts espagnols et italiens approchait quatre points et les conditions d'emprunt de la France se détérioraient rapidement.

Le spectre d'une crise d'ensemble commençait de hanter les marchés. Or la zone euro n'était pas équipée pour y faire face. Le Fonds de stabilité, créé en 2010, avait une capacité de prêt d'un peu plus de 300 milliards, largement suffisante pour les pays périphériques mais trop petite pour aider ne serait-ce que l'Espagne. La catastrophe menaçait.

Le 21 juillet, les dirigeants européens ont – tardivement – tenté de remédier à cette vulnérabilité. Ils ont augmenté la capacité du Fonds de stabilité pour lui permettre de faire face au risque espagnol et l'ont autorisé à agir avant qu'une crise soit avérée, en intervenant sur les marchés de la dette pour faire baisser les taux d'intérêt. Le Fonds ne pourrait pas traiter une crise simultanée de l'Espagne et de l'Italie, mais il peut essayer de les prévenir. Plus exactement, il le pourra quand l'accord sera ratifié par les Parlements. En attendant, la BCE intervient à sa place, avec jusqu'ici un certain succès : la tension a nettement diminué depuis qu'elle a commencé ses achats de titres le 8 août dernier.

Analyse

Jean Pisani-Ferry

Economiste ; directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe

Cette réponse repose sur l'hypothèse qu'au contraire de la crise grecque, qui reflétait une vraie insolvabilité, celles de l'Espagne et de l'Italie résultent principalement d'une spéculation auto-réalisatrice. Le marché est alors guidé par des anticipations sans fondement solide, mais dangereuses parce qu'elles détériorent les conditions d'emprunt.

Dans ce cas, une intervention limitée et crédible doit suffire à inverser la tendance. Mais le résultat n'est pas assuré. Et si l'intervention échoue, même une augmentation de la taille du fonds, à 1 ou 1,5 trillion, ne suffira pas, parce qu'elle fragiliserait en cascade les pays qui se portent garant les uns des autres : un sinistre espagnol atteindrait l'Italie, un sinistre italien, la France, et un sinistre français laisserait l'Allemagne quasiment seule garante d'une dette trop lourde pour elle.

Emettre des euro-obligations consisterait à remplacer la stratégie des Curiaces par celle des Mousquetaires en permettant aux pays de l'euro d'emprunter de manière solidaire. Chacun bénéficierait de la garantie de tous ses partenaires et seule compterait finalement la situation agrégée de la zone euro, qui est bien meilleure que celle des Etats-Unis, du Japon ou de la Grande-Bretagne.

L'idée est séduisante, mais il faut être clair : une garantie solidaire revient, pour chacun des pays participants, à donner aux partenaires accès à ses propres contribuables, qui peuvent être appelés à se substituer à un emprunteur défaillant. Ceci ne peut se concevoir sans des contre-

parties extrêmement fortes, consistant par exemple en un contrôle *ex ante* des budgets nationaux. Concrètement, un pays pourrait se voir laisser le choix entre l'annulation d'une loi de finances votée par le Parlement, mais jugée insuffisamment prudente, et le retrait de la garantie solidaire.

Des décisions de ce type ne peuvent relever ni d'un comité de technocrates ni d'un conclave de ministres. Elles ne pourraient être prises que par une instance capable d'opposer à la légitimité d'un Parlement national une autre légitimité également démocratique. En d'autres termes, l'émission d'euro-obligations suppose l'instauration d'une gouvernance de type fédéral, reconnue comme telle par les Etats et par les peuples européens.

On imagine qu'Angela Merkel et Nicolas Sarkozy répugnent à cette perspective. Mais leur proposition peut, de fait, s'analyser comme une réponse à deux volets. Dans l'immédiat, le renforcement de la gouvernance européenne par l'instauration d'une présidence fixe confiée à Hermann Van Rompuy vise à donner un signal de cohésion de la zone euro, susceptible de rassurer les marchés et de conforter la stratégie du 21 juillet. Si celle-ci s'avérait insuffisante et qu'il faille passer à une réponse plus ambitieuse, l'existence d'une structure de gouvernance, ou du moins de ses prémices, servirait de base à une construction plus exigeante.

Il faut espérer que le premier volet suffira, parce que l'acceptabilité politique du second est loin d'être acquise. Mais la décision n'appartient que partiellement aux gouvernants. Depuis le début de cette crise, ils ont sans cesse été conduits par la force des choses à pousser l'intégration européenne plus loin qu'ils ne l'imaginaient. Il n'est pas exclu que les petits pas les conduisent prochainement au grand bond. ■