

N° 113

SENAT

SESSION ORDINAIRE DE 2011-2012

Enregistré à la Présidence du Sénat le 17 novembre 2011

RAPPORT D'INFORMATION

FAIT

*au nom de la commission des affaires européennes (1) sur la **crise italienne et la zone euro**,*

Par M. Jean-François HUMBERT,

Sénateur.

(1) *Cette commission est composée de : M. Simon Sutour, président ; MM. Alain Bertrand, Michel Billout, Jean Bizet, Mme Bernadette Bourzai, M. Jean-Paul Emorine, Mme Fabienne Keller, M. Philippe Leroy, Mme Catherine Morin-Desailly, MM. Georges Patient, Roland Ries, vice-présidents ; MM. Christophe Béchu, André Gattolin, Richard Yung, secrétaires ; MM. Nicolas Alfonsi, Dominique Bailly, Pierre Bernard-Reymond, Éric Bocquet, Gérard César, Mme Karine Claireaux, MM. Robert del Picchia, Michel Delebarre, Yann Gaillard, Mme Joëlle Garriaud-Maylam, MM. Joël Guerriau, Jean-François Humbert, Mlle Sophie Joissains, MM. Jean-René Lecerf, Jean-Louis Lorrain, Jean-Jacques Lozach, François Marc, Mme Colette Mélot, MM. Aymeri de Montesquiou, Bernard Piras, Alain Richard, Mme Catherine Tasca.*

SOMMAIRE

I. LA CRISE DE CRÉDIBILITÉ ITALIENNE	7
A. UNE CROISSANCE ATONE EN DÉPIT DE FONDAMENTAUX SOLIDES	7
1. <i>Une croissance insuffisamment forte</i>	7
2. <i>Une économie qui demeure relativement saine</i>	8
3. <i>Des réformes qui restent à mener</i>	12
B. L'EFFICACITÉ RELATIVE DES PLANS DE RIGUEUR	14
1. <i>Les manovre estivales</i>	15
a) Un renforcement de la pression fiscale	16
b) Une réduction des dépenses sociales.....	18
c) Une révision à la baisse des crédits accordés aux administrations et aux collectivités locales	19
d) Le recours aux privatisations	20
2. <i>Des plans incomplets ?</i>	21
a) Un effet récessif inévitable ?.....	21
b) Des textes incomplets et peu crédibles.....	23
C. UN GOUVERNEMENT SOUS SURVEILLANCE(S)	25
1. <i>La dégradation continue de la position italienne sur les marchés</i>	25
a) La note souveraine	25
b) Les conséquences sur le secteur bancaire.....	27
2. <i>Une mise sous tutelle implicite</i>	29
a) De nouvelles annonces gouvernementales.....	29
b) ... qui ne semblent pas enrayer la hausse des taux	31
II. UNE ZONE EURO EN QUETE DE SOLUTIONS	35
A. LES PROGRAMMES D'ASSISTANCE FINANCIÈRE : PREMIERS BILANS ET PERSPECTIVES	35
1. <i>L'hypothèque grecque</i>	35
a) Des négociations difficiles avec la troïka	35
(1) La suspension des négociations	35
(2) Les réponses du gouvernement grec.....	36
(3) De réels progrès en dépit d'une conjoncture difficile	38
(4) Le versement de la sixième tranche	39
b) Le nouveau plan d'aide du 26 octobre	40
(1) Une dette incontrôlable ?.....	40
(2) Le deuxième plan bis d'aide à la Grèce	41
2. <i>Irlande, Portugal : les bons élèves ?</i>	42
a) Un « tigre celtique » convalescent	42
b) L'inconnue portugaise	44
3. <i>La poursuite de la dégradation de la position espagnole sur les marchés financiers</i>	46
4. <i>Rigueur ou croissance ?</i>	48

B. LES DIFFICULTÉS À METTRE EN PLACE DES RÉPONSES ADAPTÉES AUX CRISES DE LIQUIDITÉS	50
1. <i>La perpétuelle réforme du Fonds européen de stabilisation financière</i>	50
a) Les limites du premier dispositif.....	51
b) La révision du 11 mars 2011.....	53
c) Le sommet du 21 juillet et ses conséquences sur le Fonds	54
d) Le sommet du 26 octobre et le nouveau format du Fonds	55
(1) L’option abandonnée de l’adossement à la Banque centrale européenne	55
(2) Le Fonds assureur	56
(3) Un rôle pour les pays émergents ?	57
e) Montant des aides accordées au 26 octobre.....	58
2. <i>Conséquences éventuelles d’une aide des pays émergents.....</i>	59
3. <i>La recapitalisation bancaire</i>	61
4. <i>Les eurobonds : les termes du débat.....</i>	68
C. UNE GOUVERNANCE DE LA ZONE EURO EN PLEINE ÉVOLUTION	69
1. <i>Un renforcement indispensable</i>	69
a) La réforme, enfin adoptée, du Pacte de stabilité et de croissance	69
(1) L’encadrement des budgets nationaux.....	70
(2) L’amélioration de la coordination des politiques économiques	70
(3) Un renforcement de la surveillance des déséquilibres budgétaires et macroéconomiques	70
b) Les conclusions du sommet du 26 octobre.....	73
2. <i>Une redistribution des rôles ?</i>	75
a) L’affirmation de la méthode intergouvernementale.....	76
b) Quel rôle pour la Commission européenne ?.....	78
c) Le nouveau rôle de la Banque centrale.....	78
CONCLUSION.....	81
EXAMEN EN COMMISSION.....	83
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES À ROME.....	87

Dix-huit mois après le déclenchement de la crise de la dette souveraine, l'Italie constitue la nouvelle cible des marchés financiers. Cette dégradation de la position italienne s'inscrit dans un contexte marqué par les difficultés de la zone euro à mettre en place des réponses adaptées à l'ampleur de la crise de la dette, comme en témoignent les débats encore en cours, malgré les sommets du 21 juillet et du 26 octobre, sur les modalités de démultiplication des moyens du Fonds européen de stabilité financière.

La hausse des taux italiens contraste avec la valeur des fondamentaux économiques du pays et la rigueur budgétaire dont l'Italie a fait preuve ces deux dernières années. Au-delà du problème de sa dette, qui représente 120 % du PIB mais qui apparaît pour de nombreuses raisons soutenable, c'est bien la gestion politique de l'adaptation du pays à la crise de la dette qui est visée par les investisseurs. Les différents plans de rigueur adoptés depuis juin 2010 sont jugés incomplets. L'absence de réelle ambition en matière de relance de la croissance est, notamment, relevée.

La contagion à l'Italie de la crise de la dette, irrationnelle à certains égards, est un danger pour la zone euro. L'Italie constitue en effet la troisième économie de l'Union économique et monétaire. Certes, la zone euro a renforcé le 26 octobre ses moyens d'intervention. Les réponses qu'elle a tenté d'apporter au risque de crise de liquidités s'avèrent, néanmoins, à l'heure actuelle, encore suffisamment imprécises pour juguler définitivement le problème de la dette souveraine.

C'est dans ce contexte que votre rapporteur s'est rendu à Rome les 2 et 3 novembre derniers. Le présent rapport tire les enseignements des entretiens réalisés sur place et revient sur les réponses que l'Union européenne tente d'apporter à la crise.

L'Italie en quelques chiffres

Superficie : 301 308 km²

Population : 60,4 millions d'habitants

PIB (2010) : 1 548 milliards d'euros

Taux de croissance (2010) : +1,3 %

Taux de croissance (estimation 2011) : + 0,7 %

Taux d'inflation (2010) : 2,1 %

Solde budgétaire (2010) : - 4,6 % du PIB

Taux d'endettement (2010) : 119,2 % du PIB

Principaux clients : Allemagne (12,6 %), France (11,5 %), États-Unis (5,9 %), Espagne (5,6 %), Royaume-Uni (5,1 %), Suisse (4,7 %)

Principaux fournisseurs : Allemagne (16,6 %), France (8,8 %), Chine (6,5 %), Pays-Bas (5,6 %), Espagne (4,3 %), Russie (4,1 %)

I. LA CRISE DE CRÉDIBILITÉ ITALIENNE

La dégradation de la position italienne sur les marchés a débuté le 21 mai avec la mise sous surveillance du pays par les agences de notation. Celles-ci ont agi après la publication des résultats économiques du premier semestre 2011 et l'annonce d'une faible croissance pour l'exercice 2011.

La défiance persistante de marchés à l'égard de Rome s'explique en large partie par une inquiétude à l'égard de la faible activité du pays. L'absence de dynamisme économique suscite nombre d'interrogations sur la capacité de l'État italien à pouvoir maîtriser son endettement qui atteint près de 120 % du PIB. Plus que les fondamentaux mêmes de l'économie italienne, les agences de notation comme les investisseurs critiquent l'absence de réponses structurelles apportées par le gouvernement italien à ce double défi.

A. UNE CROISSANCE ATONE EN DÉPIT DE FONDAMENTAUX SOLIDES

1. Une croissance insuffisamment forte

La croissance italienne est, dans la durée, inférieure à la moyenne de la zone euro. L'augmentation du produit intérieur brut italien (PIB) peine à dépasser 1 % depuis 2000 et devrait atteindre à peine 0,7 % cette année. Si la croissance a atteint 1,3 % du PIB en 2010, elle reste en deçà de la moyenne de la zone euro. Les dernières prévisions de la Banque d'Italie mettent en avant, pour 2012, une récession de l'ordre de 0,4 % du PIB.

L'Italie renouerait dès lors avec la récession qu'elle a déjà connue en 2008 et 2009, avec une contraction de l'activité de l'ordre de 7 % du PIB sur deux ans. Aucun rebond d'ampleur n'a, par ailleurs, été constaté depuis. L'activité économique n'a pas retrouvé le niveau de 2007, le PIB actuel enregistrant encore un écart négatif de 5 % par rapport à cette année-là. La production industrielle n'a pas comblé, quant à elle, la chute de 17 % enregistrée en 2008-2009.

Cette rapide présentation de la croissance italienne ne serait pas totalement juste si elle méconnaissait l'impact des disparités régionales sur l'activité moyenne du pays. La zone industrielle que continue à incarner le nord du pays et son tissu de petites et moyennes entreprises contraste avec la partie méridionale, toujours en attente d'un plan de développement efficace. Le revenu par habitant du Mezzogiorno est ainsi inférieur de moitié à celui

perçu au nord du pays. Et cela, en dépit de l'important soutien que peuvent représenter les fonds européens.

Cette division économique de la péninsule en deux territoires distincts se retrouve notamment en matière de chômage. L'absence de reprise économique n'a pas été, de façon générale sans conséquence sur l'emploi. L'Italie compte, à l'heure actuelle, 600 000 emplois de moins qu'en février 2008. Le pays est, notamment, affaibli par l'explosion du chômage des jeunes et celui des femmes, dont le taux d'activité atteint à peine 48 %. Si le taux de chômage est l'un des moins élevés au sein de la zone euro (8,4 % contre 9,9 % au sein de la zone euro), le chômage dans la tranche d'âge 15-24 ans atteint 29,6 % de la population alors que la moyenne européenne s'élève à 21 %. Le taux de chômage des 15-35 ans atteint, quant à lui, 15,9 %, dépassant même les 20 % dans le sud du pays (21,1 %). Une telle situation n'est pas sans conséquence sur le pouvoir d'achat des ménages : celui-ci a diminué de 6 % depuis la crise de 2008. Au rythme actuel, le taux d'emploi d'avant crise ne pourrait être atteint qu'en 2021.

La dette italienne – 1911,8 milliards d'euros – frôle, quant à elle, les 120 % du PIB, ce qui empêche, à l'heure actuelle, toute tentative de relance budgétaire. L'année 2009 a été marquée par une augmentation de la dette de 10 points de PIB, principalement imputable au creusement du déficit public. Celui-ci n'est pas lié aux effets d'une politique de relance, mais au souhait du gouvernement de laisser jouer les stabilisateurs automatiques. L'endettement a cependant moins augmenté ces trois dernières années en Italie (+ 15,4 points entre 2007 et 2010) qu'en France (+ 17,3 points) ou en Allemagne (+ 18,3 points).

2. Une économie qui demeure relativement saine

Le tissu industriel italien constitue encore le principal atout de l'économie locale. L'Italie demeure le pays européen disposant du plus grand nombre d'entreprises, près de 4 millions, contre 2,6 en Espagne, environ 2,4 en Allemagne et 1,9 en France. 95 % de ces sociétés sont des PME.

La capacité exportatrice de celles-ci demeure le principal facteur de croissance, notamment dans le secteur textile. L'Italie a su développer un véritable label « *made in Italy* », dépassant les lacunes de l'État en matière d'aide à l'innovation, pour développer, au sein des entreprises, une véritable culture de la créativité. Les exportations italiennes ont augmenté de 15,8 % en 2010, la progression devrait être similaire pour l'exercice en cours. La valeur des ventes atteint celle enregistrée avant la crise de 2008. L'économie

italienne connaît, en outre, un certain nombre de succès sur les marchés extra européens, notamment en Chine.

Potentiels économiques comparés (Indices, Italie = base 100)

	PIB par habitant	Potentiel industriel	Potentiel à l'export
9 premières régions italiennes ¹	119	124	134
Allemagne	112	118	179
Royaume-Uni	110	80	85
France	103	66	93
Italie	100	100	100

Source : Association des banques italiennes

L'industrie s'appuie sur un système bancaire solide, relativement préservé par la crise des *subprimes*, en raison, notamment, de son aversion aux produits financiers complexes. 62 % des placements bancaires concernent les prêts aux entreprises et aux ménages, contre 31,7 % en Allemagne et 30,3 % en France. Les banques italiennes demeurent de fait relativement préservées des fluctuations des marchés. Les établissements financiers n'ont pas, pour autant, favorisé l'émergence d'une bulle immobilière de type espagnol ou irlandais. De fait, si les banques italiennes n'atteignent pas encore le ratio de 9 % de fonds propres – l'Autorité bancaire européenne estime qu'il manque 14,8 milliards d'euros à l'ensemble du secteur pour atteindre ce seuil –, elles insistent sur la faible présence des produits financiers « toxiques » au sein de leurs actifs.

La forte détention de titres de dette publique par les résidents (banques et particuliers) – 56 % –, sécurise, par ailleurs, le Trésor italien, la dette demeurant protégée des mouvements spéculatifs. En outre, en termes de supports et d'échéances, la gestion de la dette apparaît comme la plus diversifiée de la zone euro, réduisant de fait l'exposition aux risques liés aux mouvements des taux, comparativement aux autres pays. Enfin, la maturité de la dette italienne demeure relativement longue – 7,04 années en moyenne –, ce qui la rend moins dépendante des aléas du marché. L'impact d'une hausse des taux de 100 points de base est de la sorte atténuée : la part de la dépense pour intérêt au sein du budget n'augmentera que de 0,2 % du PIB la première année, 0,39 % la deuxième et 0,5 % la troisième.

¹ *Émilie-Romagne, Frioul-Vénétie julienne, Lombardie, Marches, Piémont, Val d'Aoste, Toscane, Trentin – Haut-Adige et Vénétie.*

Si la charge d'intérêt représentait 4,8 % du PIB en août 2011 contre 4,5 % en 2010, ce ratio demeure, de surcroît, en dessous des niveaux atteints en 2007 (5,01 %) et en 2008 (5,19 %). Le taux d'intérêt moyen payé par l'État en septembre pour l'émission de nouveaux titres restait, en dépit d'une augmentation de 2,10 à 2,99 % en un an, inférieur à celui enregistré en 2007 et 2008, respectivement 4,14 % et 4,09 %.

L'endettement public italien, s'il inquiète des marchés prompts à anticiper un effet de contagion, doit, en outre, être mis en perspective avec le faible endettement des ménages et des entreprises. L'économie italienne se distingue ainsi des cas irlandais, portugais ou espagnol et s'avère comparable sur ce point à l'économie française.

Dettes agrégées (en % du PIB, décembre 2010)

	Allemagne	Espagne	France	Grèce	Irlande	Italie	Portugal
Dettes publiques	84	60	82	143	95	119	93
Dettes des ménages	63	85	54	60	121	42	95
Dettes des entreprises	71	140	109	63	211	83	153
Total	218	285	245	266	427	244	341

Source : Association des banques italiennes

Le faible endettement des ménages révèle une certaine solidité financière, leurs placements financiers représentant 340 % du revenu disponible, soit le plus haut taux constaté au sein de la zone euro.

Placement financier des ménages (en % du revenu disponible)

Allemagne	Espagne	France	Italie	Zone euro
278	242	287	340	297

Source : Association des banques italiennes

La focalisation des marchés et des agences de notation sur la croissance et la dette ne doit pas, par ailleurs, occulter la relative bonne gestion des comptes publics italiens. Le déficit public italien est, à cet égard, inférieur à ceux enregistrés dans les pays placés sous assistance financière (Grèce, Irlande, Portugal) ou menacés de l'être (Espagne) mais aussi de nombre de partenaires européens, classés AAA, à l'image de la France.

Déficit public italien, éléments de comparaison (en % de PIB, chiffres 2010)

Allemagne	Espagne	France	Grèce	Irlande	Italie	Pays-Bas	Portugal	Royaume-Uni
- 4,3	- 9,3	- 7,1	- 10,6	- 31,3	- 4,6	- 5,1	- 9,8	- 9,2

Le déficit public apparaît, en outre, plutôt bien encadré par le gouvernement. Les plans de rigueur successifs adoptés depuis juin 2010 semblent lui permettent de mieux contrôler sa trajectoire, qui s'avère meilleure que celle de la zone euro.

Évolution du déficit public (en % du PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (prévision)
Italie	- 3,4	- 1,6	- 2,7	- 5,4	- 4,6	- 3,9
Zone euro	- 1,4	- 0,7	- 2,1	- 6,4	- 6,2	

Le solde primaire (avant paiement des intérêts de la dette) structurel (hors effet du cycle de croissance) est, par ailleurs, positif et reste le plus élevé d'Europe.

Il convient également de souligner, en période de crise, l'importance des amortisseurs sociaux qui viennent tempérer tout risque d'explosion du bassin méditerranéen, il est important de souligner le rôle des *cassa integrazione guadagni*, financé par les cotisations salariales et patronales. Instituées par décret au lendemain de la Seconde guerre mondiale, elles se substituent aux entreprises industrielles de plus de 15 salariés et aux établissements de commerce de plus de 50 salariés obligés au chômage technique.

3. Des réformes qui restent à mener

Les bonnes performances de l'économie italienne à l'export ou la faiblesse de l'endettement des ménages et des entreprises ne doivent pas, cependant, faire oublier l'absence dans plusieurs domaines de réformes structurelles, indispensables en vue de gonfler la croissance du pays.

Il en va ainsi du climat des affaires jugé pour partie défavorable à l'activité économique. La réglementation est notamment considérée comme un obstacle par les investisseurs, qui fustigent également la lenteur de la justice civile. La lourdeur des procédures administratives n'est pas compensée par une politique d'investissement à long terme, en matière d'infrastructures notamment. La non-utilisation des cofinancements européens en la matière est, à cet égard, assez révélatrice. La lourdeur des procédures administratives ne se traduit pas, non plus, par une réelle efficacité en matière fiscale, comme en témoignent la fraude, 125 milliards d'euros par an, ou l'importance de l'économie informelle, 17 % du PIB.

La gestion par les collectivités locales d'un certain nombre de services publics suscite également un certain nombre de réserves quant à son efficacité. La Banque d'Italie estime qu'une privatisation des entreprises concernées et une libéralisation concomitante de leurs secteurs d'activité permettrait au PIB italien de croître de 11 %.

L'amélioration de la gestion publique locale reste également à l'état de projet. La réorganisation administrative du pays dans un sens plus fédéral entreprise depuis 2001 et relancée en 2009 via la notion de fédéralisme fiscal demeure incomplète. Les décrets d'exécution pris en ce sens ne sont toujours pas opérants. Cette réforme n'a pas, par ailleurs, été accompagnée d'une rationalisation des structures politico-administratives. Enfin, la rigueur budgétaire affichée au sein des collectivités locales – désendettement des communes de 90 %, soit près de 20 % de PIB, entre 2005 et 2009 – conduit à freiner leur capacité d'intervention économique et sociale, alors qu'elles disposent d'importantes compétences en la matière.

Par ailleurs, si la capacité d'innovation de l'industrie italienne est reconnue, elle demeure du ressort de l'entreprise ; le système scolaire et universitaire comme les politiques publiques en la matière semblent dénués de réelle efficacité ou trop faiblement dotés pour parvenir à de réels résultats. L'enseignement supérieur est, à cet égard, particulièrement critiqué. Le manque de liens avec le monde de l'entreprise est notamment relevé. Par ailleurs, il convient de relever l'absence de politique de formation tout au long de la vie, limitant l'amélioration de la compétitivité et de la productivité. La productivité horaire tend d'ailleurs à stagner.

Indicateurs en matière d'éducation et de recherche (chiffres 2009)

	<i>Allemagne</i>	<i>France</i>	<i>Italie</i>	<i>Suède</i>
<i>Nombre de brevets (par million d'habitants)</i>	70,01	39,97	12,36	99,35
<i>Nombre de chercheurs (pour 10 000 emplois)</i>	44,64	50,08	16,65	64,68
<i>Dépenses d'éducation dans le supérieur par étudiant (en dollars)</i>	15 390	14 079	9 553	20 014
<i>Dépenses de Recherche & développement (en % du PIB)</i>	2,82	2,21	1,27	3,62

Source : Natixis

L'Italie ne valorise pas non plus la croissance en taille de ses entreprises ou leur internationalisation. La taille des entreprises contribue à les rendre fortement dépendantes du crédit bancaire (67 % de leurs dettes financières en 2010) et ne leur permet pas d'accéder aux marchés financiers. Les taux d'intérêts des banques italiennes demeurent, par ailleurs, plus élevés que ceux préconisés par la Banque centrale européenne (50 points de base d'écart environ). La gestion « familiale » de ces PME tempère également leur croissance.

Les amortisseurs sociaux évoqués plus haut ne doivent pas, non plus, occulter les rigidités observées sur le marché du travail. Les entreprises de plus de 15 salariés voient ainsi la gestion de leurs ressources humaines fortement encadrée par la loi, qui les oblige notamment à réintégrer dans leurs effectifs tout salarié licencié sans justification réelle et sérieuse. Cette disposition est considérée comme un frein à l'embauche par les employeurs, qui privilégient au mieux le recours au contrat à durée déterminée. Les négociations salariales demeurent, en outre, décorréées de la productivité. La faiblesse des dépenses publiques actives du marché du travail (formation, suivi des chômeurs) peut, par ailleurs, expliquer la difficulté de l'Italie à accroître son taux d'emploi.

***Dépenses publiques actives
et dépenses publiques passives du marché du travail (en % du PIB 2009)***

	<i>Allemagne</i>	<i>France</i>	<i>Italie</i>	<i>Suède</i>
<i>Dépenses publiques actives (formation, suivi des chômeurs)</i>	1	0,98	0,44	1,13
<i>Dépenses publiques passives (indemnisation des chômeurs)</i>	1,52	1,42	1,39	0,72
<i>Taux d'emploi (2010)</i>	72 %	64 %	58 %	75 %

Source : Natixis

L'augmentation du taux d'emploi se heurte, par ailleurs, aux résistances concernant le régime dit « de l'ancienneté » qui donne droit à la retraite anticipée pour ceux qui ont commencé à travailler tôt, sous réserve d'avoir au moins cotisé pendant au moins 40 ans.

La Banque centrale européenne a rappelé, dans une lettre adressée aux autorités italiennes le 5 août, son souhait que le gouvernement transalpin procède à une réforme d'envergure du marché du travail visant à assouplir les contrats à durée indéterminée, à diminuer ses interventions sur l'emploi public, à modifier un modèle fondé sur l'extrême flexibilité pour les jeunes et les détenteurs de contrats précaires et la totale protection des autres, et à développer des contrats de travail stimulant la productivité. Elle a également conditionné son intervention sur les marchés financiers à l'engagement de réformes structurelles dans le pays, visant notamment à une plus grande libéralisation de l'économie, via la privatisation des sociétés municipales qui gèrent transports publics, collecte des déchets ou distribution d'électricité et de gaz.

B. L'EFFICACITÉ RELATIVE DES PLANS DE RIGUEUR

L'aggravation du déficit public en 2009, 5,4 % du PIB contre 2,7 % lors de l'exercice précédent, a conduit le gouvernement italien à adopter en juin 2010 un premier plan d'austérité, destiné notamment à ramener le déficit public à 2,7 % du PIB en 2012. Si la trajectoire prévue par ce plan semble avoir été plus que respectée – le déficit public a atteint 4,6 % du PIB contre 5 % attendus en 2010 – des doutes sont apparus quant à l'application réelle ou l'efficacité des mesures adoptées. La lutte contre la fraude fiscale, objectif annoncé du gouvernement, n'a, ainsi, pas produit les effets espérés.

C'est à l'aune de cette défiance à l'égard de l'action gouvernementale italienne que doivent être analysés les deux plans de rigueur – les *manovre* – adoptés cet été. Le premier programme d'austérité adopté le 15 juillet constituait, notamment, une réponse à la mise sous perspective négative de la note italienne et à la hausse régulière des taux de la dette italienne. Le second, présenté à peine un mois plus tard, traduisait l'incapacité des autorités italiennes à tempérer la crainte d'un effet de contagion de la crise de la dette souveraine.

1. Les *manovre* estivales

La première *manovra* avait pour principal objectif de revenir à un quasi-équilibre budgétaire en 2014. Elle devait, selon la formule du gouvernement, concourir à la stabilisation financière du pays en cohérence avec ses objectifs européens. Les économies attendues étaient de l'ordre de 2,1 milliards d'euros en 2011, 5,6 en 2012, 24,4 en 2013 et 48 en 2014. Le plan devait permettre de stabiliser la dette publique : 120 % du PIB en 2011, puis 119 % en 2012 et 117 % lors de l'exercice suivant.

En dépit des ambitions de ce plan, les taux obligataires à dix ans ont atteint 6,23 % le 4 août, dans un contexte marqué par la dégradation de la note de la dette souveraine américaine. Le taux de 7 % à 10 ans est considéré par la Banque centrale européenne comme un seuil au-delà duquel le financement sur les marchés devient insoutenable. Un tel taux a conduit la Grèce, l'Irlande puis le Portugal à solliciter une aide financière européenne.

Face à cette pression des marchés et aux réserves exprimées par la Banque centrale européenne dans sa lettre du 5 août, le gouvernement a présenté, à la mi-août, un deuxième programme d'austérité (la *manovra bis*) fixant un retour à l'équilibre budgétaire à l'horizon 2013². Ce texte a été adopté début septembre.

² Le déficit public devrait atteindre 3,9 % du PIB en 2011, soit un niveau inférieur à la moyenne de la zone euro.

Évolution des finances publiques
(estimations révisées du gouvernement, en % du PIB)

	2011	2012	2013	2014
Solde public	- 3,9	- 1,6	- 0,1	0,2
Solde primaire	0,9	3,7	5,4	5,7
Solde structurel	- 2,8	- 0,6	0,6	0,5
Dette publique	120,6	119,5	116,4	112,6

Économies attendues sur quatre ans (en milliards d'euros)

	2011	2012	2013	2014
Plan de juillet	2,1	5,6	24,4	48
Plans de juillet et août cumulés	2,8	28,3	54,3	59,8

a) Un renforcement de la pression fiscale

La *manovra bis* prévoit la mise en place d'un nouveau dispositif concernant les revenus du capital. Un impôt unique de 20 % sur ces revenus devrait se substituer aux taxations existantes. La fiscalité sur les dépôts bancaires et les comptes postaux sera ainsi abaissée de 27 à 20 %, alors que tous les autres instruments financiers seront taxés à hauteur de 20 % contre 12,5 %. Seuls les titres publics resteront taxés à hauteur de 12,5 %. Ce dispositif devrait permettre d'augmenter les recettes de l'État de 4,87 milliards d'euros sur les trois prochaines années³. Le texte adopté prévoit, en outre, la mise en place d'un impôt pour les transferts d'argent hors Union européenne. 2 % du montant transféré sera ainsi prélevé.

³ 1,421 milliard d'euros en 2012, 1,534 en 2013 puis 1,915 l'année suivante.

La hausse de l'impôt foncier sur les résidences secondaires a également été décidée⁴.

Les sociétés de production et de commercialisation de pétrole et de gaz voient, quant à elles, le taux de la taxe « Robin Hood » dont elles sont redevables depuis 2008, passer de 6,5 à 20,5 %. Le seuil au-delà duquel est appliqué cet impôt est abaissé, quant à lui, de 25 à 10 millions d'euros de recettes. Cette majoration est censée rapporter à l'État entre 1,5 et 2 milliards d'euros.

Le gouvernement a de plus annoncé, quelques heures avant le vote au Sénat du projet de plan, une hausse d'un point du taux de la TVA, fixé désormais à 21 %. Cette disposition devrait rapporter à l'État 12,7 milliards d'euros d'ici 2014⁵.

La « contribution de solidarité » sur les hauts revenus, retirée du plan début septembre à la demande du président du Conseil, a finalement été réintroduite, et cela pour une durée de trois ans. Elle devrait, en effet, cesser de s'appliquer dès lors que le déficit public sera ramené à zéro, soit en 2014. Alors que cet impôt devait initialement frapper les revenus supérieurs à 90 000 euros annuels, il vise désormais ceux dépassant 300 000 euros, avec un taux de 3 % appliqué sur la part dépassant ce seuil. Cette mesure devrait concerner 34 000 contribuables. Cette taxe devrait accroître les recettes fiscales de 341,4 millions d'euros sur les trois prochains exercices (53 millions d'euros en 2012, puis 144,2 millions d'euros au cours des deux exercices suivants).

L'alourdissement des prélèvements s'accompagne de mesures destinées à renforcer la lutte contre la fraude fiscale. Le montant des sommes non déclarées au fisc chaque année équivaut, en effet, à 8 % du PIB. Les sociétés fictives permettant à 35 000 contribuables de ne pas déclarer au fisc des actifs luxueux sont particulièrement visées. Le gouvernement italien espère récupérer entre 3 et 7 milliards d'euros, améliorant ainsi le solde des recettes et des dépenses de 0,3 à 0,4 % de PIB.

Le plan prévoit ainsi l'abaissement du montant maximal de paiement en liquide, de 5 000 à 2 500 €, avec des sanctions pouvant atteindre jusqu'à 40 % du montant de la transaction en cas de non-respect. Les chèques d'un montant supérieur à 2 500 € devront obligatoirement faire figurer le nom

⁴ La taxe foncière sur les résidences principale, l'ICI, a été supprimée en 2008.

⁵ L'augmentation de la TVA devrait ainsi rapporter 700 millions d'euros dès cette année puis 4,2 milliards supplémentaires par an. L'Italie a perçu au titre de cette taxe 116 milliards d'euros en 2010. Le coût social de cette disposition n'est pas à mésestimer : le budget des familles devrait être amputé de 60 à 124 euros par an, l'impact le plus fort se faisant ressentir en matière d'habillement et de textile.

du bénéficiaire. Le dispositif aggrave les sanctions à l'encontre des entreprises qui n'émettent pas de tickets de caisse ou de factures, avec notamment une fermeture de l'activité commerciale de trois jours à un mois en fonction de la gravité de l'infraction. Il durcit, en outre, la répression à l'encontre des fausses factures et des fraudes d'importance. Cette lutte contre la fraude fiscale se décline au niveau local, où les communes récupéreront 100 % des montants recouverts. Les communes seront, par ailleurs, autorisées à publier en ligne les déclarations de revenus des citoyens.

b) Une réduction des dépenses sociales

La *manovra* de juillet prévoit des économies importantes dans le secteur sanitaire, avec des coupes budgétaires de l'ordre de 2,5 milliards d'euros en 2013 et 5,4 milliards d'euros en 2014. L'État devrait ainsi réduire les dotations initialement prévues au Fonds sanitaire pour le financement du service sanitaire national. En 2013, 30 % des économies pourraient être atteints grâce à la fixation des prix de référence des biens et des services, 40 % par l'intermédiaire de dispositions en matière de dépenses pharmaceutiques et 30 % via un plafond de dépenses pour les dispositifs médicaux. En 2014, les économies proviendraient des mêmes postes de dépenses, mais cette fois-ci à hauteur respectivement de 22 %, 10 % et 15 % alors que 3 % seraient liés à des mesures visant le personnel et 40 % à la mise en place de nouveaux tickets modérateurs.

Un ticket de 10 euros sera, en effet, créé à cette date pour les ordonnances émanant d'un médecin spécialisé et un autre de 25 € pour les prestations du SAMU jugées non urgentes. Les enfants de moins de 14 ans, les personnes âgées ou celles disposant d'un revenu inférieur à 36 150 € par an seront exonérés. Les malades chroniques ou affectés par une pathologie rare, les invalides de guerre, civils et du travail en seront également exempts. Le plan renforce également les contrôles des travailleurs absents pour maladie, 70 millions d'euros seront d'ailleurs affectés au financement de ce contrôle d'ici à la fin 2012.

La *manovra bis* prévoit, quant à elle, la mise en place d'une revue des dépenses des administrations sociales. Une économie de 5 milliards d'euros est ainsi attendue via la fusion des organismes de sécurité sociale. Le plan anticipe par ailleurs d'un an une réforme prévue de l'aide sociale. Les dépenses sociales (invalidité, pension de réversion) devraient ainsi diminuer de 36 milliards d'euros d'ici 2014.

Le texte prévoit, par ailleurs, le passage de l'âge de départ en retraite des femmes dans le secteur privé de 60 à 65 ans dès 2014. Cette disposition devrait rapporter 90 millions d'euros en 2015. La *manovra bis* cale également

l'âge de départ en retraite sur l'évolution de l'espérance de vie. Il devrait ainsi atteindre 67 ans en 2026, contre 65 aujourd'hui.

c) Une révision à la baisse des crédits accordés aux administrations et aux collectivités locales

Les crédits des ministères devraient être diminués de 8,5 milliards d'euros au cours des deux prochains exercices, dont 6 milliards dès 2012. Une réforme de la carte judiciaire est, en outre, envisagée avec pour objectif des économies annuelles de l'ordre de 60 millions d'euros.

Cette réduction des crédits entraînera la suppression de 300 000 postes de fonctionnaires en cinq ans. Les salaires comme les recrutements ont par ailleurs été gelés, alors que l'évolution de la masse salariale était supérieure de 15 % à la progression des salaires dans le secteur privé. Les salaires des hauts fonctionnaires sont, quant à eux, diminués de 5 % dès lors qu'ils dépassent 90 000 euros annuels et de 10 % s'ils sont supérieurs à 150 000 euros annuels. Le gel du treizième mois du salaire des fonctionnaires dont les administrations n'atteindraient pas leurs objectifs a finalement été remplacé par une réduction de 30 % de la prime de résultat des cadres de ces administrations.

Les crédits accordés aux collectivités locales seront également amputés de 4,2 milliards d'euros en 2012 et de 3,2 milliards d'euros en 2013. Les financements de l'État aux régions en matière de transports publics locaux vont ainsi baisser de 77 % en 2012, alors qu'une augmentation des tarifs aux usagers de 20 % a déjà eu lieu il y a quelques mois. La réduction des crédits accordés aux collectivités locales pour 2012 est moins sévère qu'attendue, puisque le projet initial tablait sur une coupe de 6 milliards d'euros. Cet écart de 1,8 milliard d'euros sera cependant compensé par l'augmentation de la taxe dite « Robin Hood » détaillée plus haut.

Une telle diminution de crédits va de pair avec une réforme de la carte territoriale. Alors qu'une première version de la *manovra bis* prévoyait la fusion des communes de moins de 1000 habitants au sein d'unions municipales, le texte adopté prévoit désormais que les conseils municipaux subsisteront dans un format réduit. Les communes auront néanmoins l'obligation de gérer leurs fonctions essentielles dans le cadre des unions municipales.

L'inscription dans la Constitution de la règle d'or sur l'équilibre budgétaire a, en outre, été annoncée par le gouvernement italien. Aux termes de celle-ci, dès 2012, gouvernement, parlement et collectivités territoriales ne pourront plus adopter un budget en déficit. Les seules dérogations consenties devraient concerner les dépenses d'investissement dont les plans d'amortissement devront être détaillés au moment du vote. Le projet

d'article 81 modifié de la Constitution prévoit également l'interdiction de recourir à l'endettement, sauf lors des phases adverses du cycle économique ou en cas de nécessité. Cette exception devra néanmoins être approuvée au préalable par un vote à la majorité absolue des deux Chambres.

d) Le recours aux privatisations

Le gouvernement prévoit la libéralisation des services publics locaux et la cession de participations d'État dans de grandes entreprises. Le patrimoine italien (immobilier, participations, concessions, infrastructures) s'élève à 1 815 milliards d'euros. Si les sociétés stratégiques (défense, énergie) ne devraient pas être concernées par ce programme de privatisations, il n'en va pas de même pour les milliers de sociétés de service public contrôlées par les municipalités.

Le gouvernement envisage, par ailleurs, de céder une partie de son patrimoine immobilier, évalué à 500 milliards d'euros. 40 milliards d'euros pourraient ainsi être récupérés. L'ensemble de ces mesures permettrait de réduire le déficit de 9,8 milliards d'euros par an.

***Effets attendus des principales mesures de consolidation
(en milliards d'euros)***

	2011	2012	2013	2014
Augmentation des recettes	2,6	20,7	35,4	38,8
<i>Suppression des déductions fiscales</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>16</i>	<i>20</i>
<i>Augmentation de la TVA</i>	<i>0,7</i>	<i>4,2</i>	<i>4,2</i>	<i>4,2</i>
<i>Taxation des revenus financiers</i>	<i>0</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>1,9</i>
<i>Taxes sur les jeux, accises</i>	<i>1,2</i>	<i>5,4</i>	<i>7,8</i>	<i>6,6</i>
<i>Taxes sur le secteur énergétique</i>	<i>0</i>	<i>1,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>
Réduction des dépenses	0,2	7,6	18,9	21
<i>Crédits ministériels</i>	<i>1,7</i>	<i>7,4</i>	<i>6,3</i>	<i>5</i>
<i>Transferts aux collectivités locales</i>	<i>0</i>	<i>4,2</i>	<i>6,4</i>	<i>6,4</i>
<i>Retraites</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>3,5</i>	<i>3,4</i>
Total	2,8	28,3	54,3	59,8

2. Des plans incomplets ?

Les effets d'annonce autour de l'effort de consolidation budgétaire ne doivent pas occulter les doutes qui entourent la mise en application effective de ces plans de rigueur et surtout leur efficacité. Les incertitudes en matière de croissance comme leur difficile gestation politique relativisent en effet la portée des *manovre* et soulève un peu plus la question de la crédibilité du gouvernement qui les a mis en œuvre.

a) Un effet récessif inévitable ?

La cure d'austérité sans cesse renforcée – 156 milliards d'euros de mesures d'économies annoncées depuis un an⁶ – n'est pas sans susciter de craintes quant à la reprise de la croissance, les prévisions pour 2011 et 2012 étant d'ores et déjà assez basses. Alors que le deuxième trimestre 2011 a été marqué par une timide reprise, + 0,3 %, la progression sur l'ensemble de l'année devrait atteindre 0,6 % du PIB selon le FMI.

Le gouvernement italien a revu à la baisse sa propre prévision de croissance pour 2011, la faisant passer de 1,1 % à 0,7 %. Le taux de croissance pour 2012 est, quant à lui, réévalué passant de 1,3 % à 0,6 %. Ces chiffres demeurent relativement optimistes au regard des estimations du Fonds monétaire international et surtout de la Banque d'Italie, qui envisage une récession de 0,4 % du PIB en 2012. Ces prévisions gouvernementales conditionnent pourtant l'efficacité des programmes de consolidation budgétaire récemment adoptés cet été.

Prévisions de croissance (variation du PIB en %)

	2011	2012	2013	2014
Gouvernement	+ 0,7 %	+ 0,6 %	+ 0,9 %	+ 1,2 %
<i>Rappel : prévisions gouvernementales avril 2011</i>	+ 1,1 %	+ 1,3 %	+ 1,5 %	+ 1,6 %
Fonds monétaire international	+ 0,6 %	+ 0,3 %	+ 0,5 %	
<i>Confindustria</i>	+ 0,7 %	+ 0,2 %		

⁶ Les économies obtenues par l'ensemble des collectifs budgétaires mis en place depuis le début de la législature au printemps 2008 s'élève à environ 250 milliards d'euros. Elles sont supérieures à celles prises adoptées pour permettre l'entrée du pays au sein de la zone euro.

Le ralentissement de la consommation explique pour partie la réévaluation à la baisse de sa prévision de croissance par le gouvernement italien. L'augmentation de la consommation privée attendue en 2011, + 0,8 %, demeure inférieure au rythme qui prévalait avant la crise (+1,1 % en moyenne par an entre 2004 et 2007). La dynamique devrait être la même pour les exercices à venir : + 0,7 % en 2012, + 0,8 % en 2013 et + 0,9 % en 2014. Les économistes demeurent sceptiques sur une telle progression, estimant que l'impact des *manovre* devrait être plus marqué.

Si la consommation publique devrait, quant à elle, bénéficier d'un rebond au cours du présent exercice (+ 0,4 %) après la chute constatée en 2010 (- 0,6 %), elle pourrait néanmoins subir à court terme les effets des mesures de rigueurs budgétaires annoncées. Elle devrait ainsi se contracter de 0,5 % en 2012 et de 0,8 % l'année suivante avant de stagner en 2014 : + 0,1 %. La consommation publique était un des piliers de la croissance italienne avant 2007 : + 1,4 % en moyenne entre 2004 et 2007.

Les importations devraient, quant à elles, diminuer en raison de l'affaiblissement de la demande intérieure. Malgré le ralentissement de l'activité mondiale, les exportations devraient continuer à contribuer à la croissance italienne : + 0,3 point de PIB en 2011, puis 0,1 point par an sur les trois prochains exercices.

L'investissement en équipement, très dynamique en 2010 (+ 9,6 %), en raison notamment des aides fiscales, serait également affecté par les plans de rigueur de l'été. Sa progression devrait être en conséquence limitée à 3,1 % au cours des trois prochaines années. La baisse des investissements dans la construction, - 3,7 % en 2010, devrait se poursuivre en 2011 (- 1,4 %) et en 2012 (- 1,1 %) avant de progresser timidement lors des deux exercices suivants : 1,1 % en 2013 et 1,3 % en 2014. Au final, l'investissement global devrait augmenter de façon relative en 2011 (+ 1,3 %) et en 2012 (+ 1,1 %) avant de retrouver un rythme comparable à celui observé entre 2004 et 2007 (+ 1,9 % par an en moyenne) avec + 2,2 % en 2013 et + 2,4 % l'année suivante.

Le rythme de créations d'emplois devrait également se réduire (+ 0,2 % en moyenne sur la période 2012-2014) après le léger sursaut enregistré en 2011 : + 0,7 %. Le taux de chômage devrait donc se maintenir à un niveau élevé à l'horizon 2014 : 8 % de la population active contre 6 % avant 2007. Si la productivité devait progresser lors des trois prochaines années (+ 0,5 % en 2012 et 2013 et + 0,8 % en 2014), le coût du travail devrait

continuer à augmenter sensiblement, + 1,5 % par an attendu sur la période 2011-2014⁷.

Prévisions macroéconomiques du gouvernement italien (septembre 2011)

	2011	2012	2013	2014
Consommation privée	+ 0,8 %	+ 0,7 %	+ 0,8 %	+ 0,9 %
Consommation publique	+ 0,4 %	- 0,5 %	- 0,8 %	+ 0,1 %
Investissements	+ 1,3 %	+ 1,1 %	+ 2,2 %	+ 2,4 %
<i>Investissements Équipement</i>	+ 3,2 %	+ 2,9 %	+ 3,1 %	+ 3,2 %
<i>Investissements Construction</i>	- 1,4 %	- 1,1 %	+ 1,1 %	+ 1,3 %
Importations	+ 3 %	+ 3,2 %	+ 3,5 %	+ 4 %
Exportations	+ 4,4 %	+ 3,7 %	+ 4,1 %	+ 4,6 %
Taux de chômage	8,2 %	8,1 %	8,1 %	8 %

b) Des textes incomplets et peu crédibles

La question de la croissance est au cœur des doutes exprimés par les marchés et les analystes sur la crédibilité des mesures adoptées en juillet et en septembre. Aux interrogations quant à la réalité du taux de croissance lors des prochains exercices et à l'effet potentiellement récessif des dispositions votées, s'ajoute une critique sur l'absence de volet spécifique dans ces deux plans en faveur d'une relance de l'économie. La *Confindustria*, le syndicat patronal, et *Confartigianato*, l'association représentant les intérêts des PME, insistent toutes deux sur l'absence de réelles dispositions en faveur de la relance économique du pays et la mise en place d'une croissance durable. La pression fiscale renforcée est principalement visée, notamment l'absence d'une véritable taxation du patrimoine.

Les annonces en faveur d'un programme de grands travaux se heurtent à la réalité budgétaire comme en témoigne l'abandon du projet pharaonique du pont de Messine reliant la Sicile à la péninsule. Les arbitrages budgétaires trahissent, à cet égard, la priorité accordée à la réduction des dépenses, sans prise en compte de leur éventuel caractère d'avenir. Ainsi, au sein du budget 2012, une partie des recettes tirées de la vente aux enchères des fréquences de téléphonie 4G – 3,9 milliards d'euros –, qui devaient initialement être

⁷ Le gouvernement envisageait en août dernier de regrouper les fêtes religieuses le dimanche, afin d'augmenter la productivité. Cette idée n'a pas été retenue au sein de la manovra bis.

affectées à des investissements dans les télécommunications, sera finalement affectée à la réduction de la dette et au règlement de dépenses considérées urgentes : assurance chômage (1 milliard d'euros), opérations extérieures des armées (700 millions d'euros), transports publics (400 millions d'euros), université (400 millions d'euros), associations (400 millions d'euros) et enseignement privé (300 millions d'euros).

Le ministre des finances estime, en outre, que l'assainissement des comptes italiens est réalisable, même sans croissance. Il convient de rappeler que les deux tiers des économies budgétaires annoncées reposent sur une augmentation des recettes alors même que l'Italie subit déjà une pression fiscale élevée. De plus, cette augmentation est uniforme et affecte notamment la capacité d'investissement des entreprises et des banques.

La recherche d'économies ou de nouvelles recettes à court terme n'a pas été, jusqu'à présent, accompagnée de véritables réformes structurelles, visant le marché du travail ou la libéralisation de certains secteurs économiques.

Un doute subsiste également sur la volonté du gouvernement de mettre en place de façon effective les mesures votées. Les déclarations du président du Conseil, en septembre dernier, sur l'absence d'urgence quant à leur entrée en vigueur n'ont pas, à cet égard, été sans susciter d'inquiétude. *Confartigianato* rappelle régulièrement, par ailleurs, les retards déjà pris par le gouvernement en matière de mesures en faveur de la croissance. Le *Small business act* européen adopté en 2008 n'a été transposé dans le droit italien qu'en 2011. La directive « délais de paiements » n'est, quant à elle, toujours pas entrée en vigueur. Là où le texte prévoit des délais compris entre 3 et 6 mois, la pratique italienne porte cette période à trois ans.

Il convient, en outre, de s'interroger sur la réalité de certaines annonces. Il en va ainsi de la réforme de la carte territoriale qui prévoit la suppression de l'échelon administratif des 110 provinces, qui semble faire double emploi avec les 20 régions. Les provinces seraient remplacées par des cités métropolitaines en ce qui concerne les grandes agglomérations. Une telle refonte de l'administration territoriale permettrait une économie de 7 milliards d'euros. Dans un même souci d'adaptation aux nouvelles compétences dévolues aux collectivités locales, le gouvernement a annoncé son intention de réduire le nombre de parlementaires. Le Parlement italien est, en effet, considéré comme le plus coûteux des parlements nationaux de l'Union européenne. Le nombre de parlementaires serait ainsi divisé par deux (315 députés contre 630 actuellement et 158 sénateurs au lieu de 315).

L'économie enregistrée demeurerait néanmoins symbolique : 130 millions d'euros⁸.

Ces modifications, fussent-elles symboliques, traduiraient une réelle volonté de réforme. Elles impliquent néanmoins une révision constitutionnelle dont l'issue s'avère incertaine, compte tenu du contexte politique et des enjeux de tels votes. Dans l'hypothèse où les deux chambres examineraient rapidement ce projet de révision de la Constitution, la procédure devrait durer au minimum 4 mois, le texte devant faire l'objet de deux lectures par la Chambre des députés et le Sénat, avec un intervalle d'au moins trois mois entre les deux séries d'examen. Si la majorité des deux tiers venait à ne pas être atteinte lors de la deuxième lecture de ce texte, la Constitution italienne prévoit la possibilité d'un référendum populaire si 1/5^{ème} des membres d'une des deux Chambres, 500 000 électeurs ou 5 conseils régionaux en font la demande. La procédure deviendrait dès lors plus longue et risquée.

C. UN GOUVERNEMENT SOUS SURVEILLANCE(S)

Le problème de crédibilité a débouché sur une double mise sous surveillance, de la part des marchés dans un premier temps, via une dégradation des notes italiennes et une augmentation des taux, puis de celle de ses partenaires européens et du Fonds monétaire international.

1. La dégradation continue de la position italienne sur les marchés

a) La note souveraine

L'annonce, le 20 septembre dernier, de la dégradation de la note de la dette italienne par l'agence *Standard & Poor's* ne se fonde pas uniquement sur des données financières et économiques. Elle vient souligner, notamment, la prise en compte du facteur politique. La crise politique que traverse le pays depuis près d'un an est, en effet, considérée comme un facteur renforçant le risque de dérapage budgétaire. L'agence relève ainsi que la fragilité de la coalition au pouvoir et les divergences politiques observées au Parlement limitent la capacité de l'État à répondre au défi de la crise.

⁸ De fait, dans l'immédiat et bien que revue à la baisse, seule la réduction de l'indemnité des parlementaires exerçant une seconde activité devrait être opérante. La diminution serait de l'ordre de 20 % pour la part excédant 90 000 € et de 40 % pour la part excédant 150 000 €.

La note à long terme a été ainsi abaissée de A + à A. L'agence américaine a, par ailleurs, maintenu sa perspective négative. *Standard & Poor's* estime ainsi que le PIB italien devrait reculer de 0,6 % en 2012, en l'absence d'une réelle politique de relance. L'affaiblissement de la demande extérieure en raison du ralentissement économique mondial, les mesures d'austérité et la pression sur les coûts de financement ne seront pas non plus, selon les analystes, sans incidence sur la croissance italienne.

L'agence américaine émet, en outre, des doutes sur la réalisation des plans d'austérité. La décision de *Standard & Poor's* a été suivie de celle, le 5 octobre, de l'agence *Moody's* qui a également dégradé la note italienne de Aa2 à A2, soit trois crans. Cet abaissement est motivé par l'érosion soutenue et non cyclique de la confiance des investisseurs envers la dette italienne à long terme. Les lacunes structurelles et les incertitudes renforcent cette défiance. L'agence s'interroge à ce titre sur le laps de temps qui sera nécessaire aux autorités italiennes pour atteindre ses objectifs en matière de réduction des déficits. Ce faisant, elle s'interroge sur la réalisation effective des *manovre*.

L'agence *Fitch* a également annoncé une dégradation de la note italienne le 6 octobre, de AA - à A +. La note de cette agence demeure plus élevée que celle des deux autres. Le haut niveau de la dette demeure néanmoins, aux yeux des analystes, préoccupant. Cumulé à l'absence de réelle croissance économique, il rend l'Italie vulnérable à tout choc externe. L'agence relève également que les hésitations initiales du gouvernement italien à apporter une réponse au problème de l'endettement ont pu éroder la confiance des marchés. La note pourrait, à ce titre, être de nouveau abaissée si le gouvernement s'écartait des objectifs du plan de consolidation budgétaire. Les conclusions demeurent cependant globalement positives, la situation d'endettement de l'Italie étant considérée comme plutôt solide, Rome bénéficiant d'une position budgétaire plus favorable que d'autres pays européens, ayant pourtant des notes plus élevées. L'Italie est solvable et est, en tant que troisième économie de la zone euro, un des membres clés de la zone.

Les décisions des agences ont, de façon générale, été contestées par les autorités italiennes qui estiment l'Espagne mieux traitée par les analystes. Rome souligne ainsi que le *spread* espagnol a pu baisser pendant quelques semaines en raison de l'annonce d'élections anticipées et non grâce aux performances économiques du gouvernement espagnol.

Espagne, Italie : Éléments de comparaison (en % du PIB)

	Déficit public	Endettement des ménages	Endettement des entreprises	Dette publique	Chômage
Espagne	9,3	85	140	60	21,52 %
Italie	4,6	42	83	119	8,4 %

Sources : Eurostat et Association des banques italiennes

Il convient de relever que l'appréciation des marchés est encore plus dure que celle des agences. Alors que *Standard and Poor's* a indiqué dans sa notation une probabilité de 0,68 % pour un défaut de l'Italie au cours des cinq prochaines années, la cotation des CDS tend à indiquer que la probabilité d'un défaut italien d'ici 2015 est ainsi estimée entre 32 et 34 %.

b) Les conséquences sur le secteur bancaire

La dégradation de la note souveraine italienne n'a pas été sans effets sur les établissements financiers transalpins, jusque-là relativement préservés par la crise financière.

Standard & Poor's a ainsi annoncé, le 21 septembre, avoir abaissé la note de sept banques italiennes, dont *Mediobanca* et *Intesa Sanpaolo*. Cette dernière a également revu en baisse sa perspective, de stable à négative, sur huit autres banques, dont *Unicredit*, premier établissement bancaire du pays en termes d'actifs. L'exposition des établissements financiers italiens à la dette grecque justifie dans une large mesure cette dégradation⁹.

L'agence *Fitch* a également annoncé, le 12 octobre, une baisse des notes des principales banques italiennes : *Intesa San Paolo*, *UBI*, *Monte dei Paschi di Siena* ont ainsi été dégradées d'un cran, passant respectivement de AA - à A, de A à A - et de A - à BBB +. Toutes ces notes sont accompagnées d'une perspective négative. Si la note du groupe *Unicredit* est confirmée, la banque est néanmoins placée sous perspective négative. Cette décision n'est pas sans susciter d'inquiétudes alors qu'*Unicredit* doit procéder à court terme à une augmentation de capital de l'ordre de 5,5 milliards d'euros en vue de se mettre en adéquation avec le niveau de liquidités demandé aux instituts systémiques dans le cadre de la réglementation Bâle III.

⁹ La cote de *Mediobanca*, *Banca Findomestic*, *Intesa Sanpaolo*, *Banca IMI*, *Banca Infrastrutture Innovazione et Sviluppo*, *Casa di Risparmio di Bologna* et *Banca Nazionale del Lavoro (BNL)* a ainsi été abaissée. La *BNL* appartient au groupe *BNP Paribas*. *Istituto per il Credito Sportivo*, *Banca Fideuram*, *Agos-Ducato*, *UniCredit*, *UniCredit Bank Austria*, *UniCredit Leasing* et *Casa di Risparmio di Parma e Piacenza (Cariparma)* ont, quant à elles, vu leur perspective passer de stable à négative. *Cariparma* fait partie du groupe Crédit agricole.

Fitch justifie ses dégradations par l'abaissement de la note souveraine de l'Italie mais aussi la pression croissante sur l'ensemble des banques de la zone euro. Les analystes relèvent, en outre, la profitabilité modeste des banques italiennes. La qualité des avoirs détenus par les cinq principales banques italiennes s'est, par ailleurs, fortement détériorée depuis 2008. L'exposition au risque souverain de ces cinq banques à la fin juin 2011 concernait surtout la dette italienne, pour un montant de 171 milliards d'euros. Cette exposition est limitée à 5,2 milliards d'euros en ce qui concerne la dette des autres pays périphériques européens.

Cette exposition au risque souverain n'est pas sans susciter d'inquiétude chez les investisseurs et les analystes alors que les cotations du secteur bancaire ont connu une baisse marquée au cours de l'été. Les marchés craignent, en outre, un retard du retour à la rentabilité dans un contexte de d'augmentation des coûts de financement. Les titres *Unicredit* ont ainsi baissé de 32 % en juillet, ceux d'*Intesa Sanpaolo* de 36 %. Ces peurs peuvent néanmoins apparaître pour partie irrationnelles à la lumière du cas d'*Unicredit*. Alors que cet établissement publiait, le 3 août dernier, des résultats semestriels en hausse de 97,5 % en variation annuelle et supérieurs aux attentes et qu'elle indiquait dans le même temps une exposition peu élevée au risque italien – 40 milliards d'euros, soit 5 % de ses actifs – son titre a enregistré une nouvelle baisse de 7 % le lendemain.

Par ailleurs, les inquiétudes sur les banques italiennes sont reflétées ces derniers mois par l'évolution de leurs assurances contre le défaut de paiement – les CDS –, celle de l'italienne *Banco popolare* ayant ainsi doublé en sept mois.

Les tensions enregistrées en juillet-août sur les obligations italiennes n'ont pas été non plus sans incidence sur le secteur financier local, dont l'accès à la liquidité est de plus en plus délicat. Un risque réel de pénurie de crédit (« *credit crunch* ») est même apparu. Face à ce danger, les banques devraient être contraintes de restreindre le crédit, d'accepter d'émettre des titres à des prix très élevés au détriment de leur rentabilité ou de vendre des actifs pour dégager de la liquidité. La Banque d'Italie a d'ailleurs relevé une tendance au resserrement des conditions de crédit, ce qui n'est pas sans altérer un peu plus les perspectives de croissance pour les exercices à venir.

Les banques françaises demeurent les plus exposées à la dette publique italienne. Selon les chiffres de la Banque des règlements internationaux, leur exposition totale au secteur public italien s'élevait à 105 milliards d'euros à la fin mars 2011. L'Allemagne (50 milliards d'euros) et le Japon (29 milliards d'euros) sont les deux autres pays les plus exposés. La BNP et le Crédit agricole sont les banques les plus exposées en Italie.

Leurs filiales péninsulaires, la *BNL* et *Cariparma* disposent respectivement d'un encours de crédits de 72 milliards d'euros et de 33 milliards d'euros.

**Exposition des banques française à la dette italienne à fin juin 2011
(en milliards d'euros)**

Société générale	La Banque postale	Banque populaire Caisse d'Épargne	Crédit mutuel / CIC	Crédit agricole	BNP Paribas
1,5	3,1	3,5	4,3	8,7	24,1

Source : Les Échos

2. Une mise sous tutelle implicite

Les doutes persistants des marchés dans un contexte marqué par la réévaluation du deuxième plan d'aide à la Grèce ont corroboré l'idée d'un possible effet de contagion de la crise de la dette souveraine. L'importance de l'économie italienne conjuguée à l'incapacité pratique pour la zone euro de faire face à une éventuelle crise de liquidités italiennes ont conduit les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, lors du sommet de Bruxelles du 23 octobre dernier, à inciter le gouvernement italien à présenter un programme de réduction de la dette efficient, doublé de mesures en faveur de la croissance, plaçant quasiment le pays sous surveillance.

a) De nouvelles annonces gouvernementales...

Silvio Berlusconi a présenté à ses partenaires européens, le 26 octobre, les grandes lignes d'un plan de relance de l'économie et de réduction de la dette au travers d'une lettre de quinze pages. Les objectifs en matière de diminution de l'endettement demeurent inchangés : 112,6 % du PIB en 2014.

Le document insiste sur la révision de l'utilisation des fonds européens en faveur du sud du pays, via la mise en place d'un programme Eurosud défini avec la Commission européenne. Un tel plan avait déjà été adopté en 2010 sans que suite ne lui soit réellement donnée. 8 milliards d'euros pourraient être obtenus en réduisant le quota national de cofinancement. De nouveaux marchés seraient, par ailleurs, ouverts à la concurrence, les pouvoirs de l'Autorité nationale de la concurrence étant renforcés à cette fin. Les horaires d'ouvertures des commerces seraient, par ailleurs, assouplis. Les dissensions politiques avaient déjà eu raison d'un projet semblable à l'occasion de la discussion, cet été, de la *manovra bis*.

Le texte rappelle, en outre, l'intention des autorités italiennes de libéraliser les services publics locaux, les transports ferroviaires et la gestion des déchets seraient notamment concernés.

Le marché du travail devrait également être réformé, au travers notamment d'une nouvelle réglementation en matière de licenciements économiques. Les salariés disposant d'un contrat à durée indéterminée seraient concernés. La flexibilisation du marché du travail était, elle aussi, déjà prévue par la *manovra bis* dans sa rédaction initiale avant que la procédure parlementaire n'affaiblisse le texte. Des dispositions spécifiques en faveur des contrats d'apprentissage et du travail à temps partiel des femmes sont également envisagées.

Le gouvernement prévoit, par ailleurs, la mise en place d'une mobilité obligatoire des agents de la Fonction publique et la limitation du remplacement des fonctionnaires partant à la retraite. Il poursuit de la sorte la réforme Brunetta, vaste plan de modernisation de l'administration italienne lancé en 2008 mais inachevé. Les fonctionnaires travaillant au sein d'une administration dont les effectifs sont en excédents pourraient être mis en disponibilité pour une période allant jusqu'à deux ans avec une réduction concomitante du traitement de 20 %.

Les autorités italiennes souhaitent dans le même temps simplifier les procédures administratives afin d'attirer les investisseurs et de financer de la sorte de nouvelles infrastructures. Des incitations fiscales seront ainsi mises en œuvre. La mise en place de « zone à bureaucratie zéro » encouragée par le plan de rigueur de juin 2010 devrait, dans le même temps, être poursuivie. Dans le domaine de la construction, l'État devrait se porter garant des prêts hypothécaires contractés par les jeunes couples mariés qui acquièrent une première habitation. Un dispositif fiscal destiné aux entreprises est également abordé par le document, reprenant en cela une des mesures du projet de loi de délégation fiscale pour 2012. Il favoriserait le développement du capital risque et permettrait d'atteindre les objectifs du gouvernement en matière de dépenses en recherche et développement publiques et privées (1,53 % du PIB contre 1,13 % actuellement). Les autres dispositions annoncées par le gouvernement – Fonds rotatif pour le soutien aux entreprises, Contrat de développement – sont d'ores et déjà mises en œuvre par le gouvernement italien.

Le gouvernement prépare, en outre, un programme de cessions d'actifs publics d'au moins 15 milliards d'euros sur trois ans qui devrait être présenté d'ici au 30 novembre. Un fonds immobilier pourrait ainsi être créé, les immeubles recensés par les collectivités publiques y seraient adossés. Les régions devront également définir un programme de privatisations des

entreprises qu'elles contrôlent. Cette mesure avait été rejetée par les Italiens lors d'un referendum organisé en juin dernier.

Le texte rappelle parallèlement la volonté d'inscrire dès 2012 une règle d'or budgétaire dans la Constitution et de réduire le nombre de collectivités territoriales et celui des parlementaires.

L'annonce d'un âge de départ en retraite porté à 67 ans pour tous les salariés en 2026 ne constitue pas une nouveauté puisque l'indexation de l'âge de départ en retraite était déjà prévue par la *manovra bis*. La suppression du régime dit « de l'ancienneté », déjà envisagée par la *manovra bis* n'a pas été retenue, en raison d'un désaccord persistant avec la Ligue du Nord sur cette question. L'application dès 2012, et non 2014, de l'augmentation de l'âge de départ en retraite des femmes n'est également pas abordée.

Ces réformes, à l'exception de celle concernant le marché du travail soumise à un accord préalable des partenaires sociaux, ont été présentées pour adoption au Parlement le 12 novembre, sous la forme notamment d'un « maxi-amendement » au projet de loi de stabilité financière. La date a été avancée afin de répondre à la pression des marchés financiers, inquiets des turbulences politiques dans le pays.

b) ... qui ne semblent pas enrayer la hausse des taux

Ces nouvelles mesures n'ont pas levé les doutes tant elles constituent un rappel d'engagements d'ores et déjà pris ou annoncent des réformes structurelles d'ampleur abandonnées quelques semaines plus tôt, faute d'accord politique.

La présentation détaillée de ces mesures à l'occasion du G20 le 3 novembre n'a pas tempéré, à cet égard, le scepticisme des marchés. Le taux à 10 ans des obligations de l'Italie a d'ailleurs atteint un niveau historiquement haut à 6,404 % le 4 novembre dernier, alors que le *spread* avec l'Allemagne enregistrait également un record à près de 460 points de base (4,6 %). A cet égard, la « protection » que fournit la Banque centrale européenne depuis le mois d'août, via son programme de rachats d'obligations sur le marché secondaire, ne semble plus contrarier la dégradation de la position italienne sur le marché des taux. Une telle augmentation n'est pas non plus sans inquiéter au regard des échéances de remboursement à venir. A ce titre, l'Italie devra honorer 410 milliards d'euros de remboursements en 2012 contre 354 cette année. Si la Banque d'Italie estime que la situation demeurerait sous contrôle si les taux à 10 ans restaient inférieurs à 8 %, les analystes estiment que le seuil est plutôt situé entre 6 et 6,5 % compte tenu d'un excédent primaire inférieur à 1 % en 2011.

Le président du Conseil avait pourtant indiqué son souhait, le 3 novembre, de voir le Fonds monétaire international (FMI) surveiller et certifier les mesures adoptées par le gouvernement et répondre, de la sorte, au problème de la crédibilité du programme italien. L'Union européenne avait annoncé au préalable sa volonté de diligenter une équipe d'experts de la Commission afin d'examiner les comptes publics mais également le lancement des réformes du marché du travail, de la carte territoriale, des régimes de retraites ainsi que l'état d'avancement du programme de privatisations. Les équipes de l'Union européenne et du Fonds monétaire publieront des rapports trimestriels relatifs aux progrès du pays. Les experts de la Commission sont présents à Rome depuis le 9 novembre. Ils ont adressé aux autorités un questionnaire sur la mise en application des réformes visant les retraites, le marché du travail ou la fiscalité.

La question de la crédibilité de la politique budgétaire italienne demeurait donc entière, posant en filigrane celle du maintien à son poste du président du Conseil. Son déni de la réalité économique du pays, ses atermoiements sur les dispositions à adopter, ses interrogations sur l'urgence relative des plans de rigueur ou ses déclarations finalement démenties sur l'utilité de l'euro étaient de plus en plus considérés comme le principal point faible de l'Italie sur les marchés financiers. Au jeu des comparaisons avec l'Espagne, le ministre des finances Giulio Tremonti a récemment indiqué que l'écart entre les taux espagnols et italiens était lié à l'organisation, à Madrid, d'élections générales anticipées, estimant que cette « *promesse de changement* » n'était pas sans conséquence pour les marchés.

Le président du Conseil ne disposait plus, le 8 novembre, que de 308 soutiens au sein de la Chambre des députés qui en comprend 630, contre 344 au début de son mandat au printemps 2008. La possibilité que son gouvernement arrive au terme de la législature, en avril 2013, apparaissait, de fait, de plus en plus délicate, alors même que les appels à la démission se multipliaient au sein de sa majorité parlementaire. La côte de popularité de Silvio Berlusconi ne dépasse pas, par ailleurs, 25 %.

L'annonce, le 8 novembre, de sa démission à l'issue du vote du 12 novembre pouvait, en conséquence, apparaître logique. Elle ne peut être considérée, cependant, comme la seule solution au déficit de crédibilité de la politique budgétaire italienne.

En effet, au delà du cas du président du Conseil, les négociations autour de la *manovra bis* ont mis en lumière les dissonances croissantes au sein de la majorité parlementaire sur l'ampleur des réformes à mener : le parti même de Silvio Berlusconi était hostile à toute augmentation de l'imposition sur le patrimoine alors que la Ligue du Nord s'oppose aux dispositions touchant l'âge de départ en retraite ou à la TVA.

Par ailleurs, alors que le maintien en poste de Silvio Berlusconi semble avoir nettement contribué à la hausse des taux (6,77 % à 10 ans le 8 novembre) et du *spread* (497 points le même jour), sa démission n'a pas enrayer le mouvement. Le taux à 10 ans atteignait ainsi 7,246 % le 9 novembre, au lendemain de l'annonce de son retrait, le *spread* se hissant à 552 points.

La défiance des marchés tenait en premier lieu à des raisons politiques : l'incertitude entourant les modalités de la succession du président du Conseil et la perspective d'élections anticipées ont été analysées comme des obstacles à la mise en œuvre effective des *manovre* et du maximum-amendement.

Un facteur technique n'est, par ailleurs, pas à négliger : la société *LCH.Clearnet*, cette «chambre de compensation» qui met en relation les investisseurs disposant de trésorerie avec ceux qui en ont besoin pour financer leurs activités, principalement les banques, a relevé les niveaux de garanties exigées pour toute transaction concernant la dette italienne. *LCH.Clearnet* se porte, en effet, garant des opérations de crédit et demande donc des gages aux emprunteurs. Les banques européennes utilisent, à cet effet, les bons d'États qu'elles détiennent. Or depuis le 9 novembre, *LCH.Clearnet* prend davantage de précautions dès lors qu'il s'agit de bons italiens. De fait, une obligation italienne à 10 ans de 100 euros ne permet plus que d'emprunter 88,35 euros, au lieu de 95,35 euros jusqu'ici.

Le vote du 12 novembre et le consensus relatif autour de la nomination de Mario Monti ont néanmoins permis d'observer une relative détente autour des taux italiens. Cette accalmie pourrait néanmoins n'être que passagère au regard de l'absence, à l'heure actuelle, d'accord sur les réformes du marché du travail et sur les retraites anticipées. Les conditions d'adjudication de bons à 5 ans réalisée le 14 novembre traduit ces doutes persistants : le Trésor italien a dû offrir un rendement de 6,29 % contre 5,32 % un mois plus tôt.

La démission de Silvio Berlusconi traduit en tout état de cause un peu plus l'immixtion des marchés dans la sphère politique, véritables juges de la crédibilité d'un homme ou d'une équipe, élus démocratiquement. Il convient en effet de retenir que le chef du gouvernement italien n'a pas été conduit à la démission par un vote défavorable au sein du Parlement italien et par l'émergence concomitante d'une alternative politique, mais bien au terme d'un processus complexe où les défections ont épousé la courbe des taux d'intérêts des titres italiens.

*

*

*

L'Italie est victime à la fois d'un contexte – dégradation de la note américaine et mise en place de nouvelles mesures d'urgence à l'égard de la Grèce – qui suscite chez les investisseurs une crainte d'un effet de contagion et de l'incapacité de son gouvernement à rendre crédible ses différents plans d'austérité. Elle se retrouve, de fait, dans la situation paradoxale où ses taux de refinancement augmentent alors même qu'une large partie de son modèle économique demeure viable et que sa dette, bien qu'imposante, reste soutenable à moyen terme.

De manière quasi irrationnelle, et alors même que Madrid est confrontée à une crise d'une ampleur plus importante, la situation espagnole semble susciter relativement moins de craintes de la part des marchés, voire de ses partenaires européens. La démission du président du Conseil n'a pas été suffisante, les marchés s'inquiétant de l'absence de crédibilité de la politique budgétaire italienne en général. Alors qu'elles sont envisagées comme une opportunité en Espagne, d'éventuelles élections anticipées en Italie ont même été appréhendées comme un frein à la réforme économique.

La zone euro est ainsi confrontée à une crise pour partie inédite tant il semble évident que la donnée économique ne constitue plus le seul facteur déterminant quant à la position d'un pays sur les marchés financiers. La solidarité dont ont bénéficié jusqu'à présent la Grèce, l'Irlande et le Portugal doit, de fait, emprunter de nouveaux canaux afin de pallier au déficit de crédibilité italien, lui permettant d'aller encore plus loin en matière de gouvernance économique et de soutien financier.

II. UNE ZONE EURO EN QUETE DE SOLUTIONS

Le risque d'une crise de liquidités italienne dans un contexte marqué par la difficulté pour la Grèce à s'affranchir de l'effet boule de neige de la dette a conduit la zone euro à mettre en place de nouvelles réponses tout aussi financières qu'institutionnelles.

A. LES PROGRAMMES D'ASSISTANCE FINANCIÈRE : PREMIERS BILANS ET PERSPECTIVES

L'aggravation du problème grec a conduit l'Union économique et monétaire à réviser sa stratégie, jusque-là principalement fondée sur la mise en œuvre, par les États concernés, de programmes de consolidation budgétaire.

1. L'hypothèque grecque

a) Des négociations difficiles avec la troïka

(1) La suspension des négociations

Chargée d'étudier les progrès effectués par Athènes en matière de lutte contre les déficits publics et de désendettement et d'autoriser le versement de la sixième tranche du premier plan d'aide (8 milliards d'euros dont 5,8 milliards versés par la zone euro et 2,2 par le FMI), la troïka, réunissant membres de la Commission européenne, de la Banque centrale européenne et du Fonds monétaire international, a quitté la Grèce début septembre suite à un désaccord avec le gouvernement grec sur les réponses à apporter à une aggravation de 2 milliards d'euros du déficit public, imputable pour partie à une contraction de l'activité plus forte que prévue initialement.

Quinze « commandements » ont alors été adressés au gouvernement grec par les représentants de la troïka afin qu'il les mette en œuvre et puisse accéder à ce financement. Les représentants des bailleurs internationaux souhaitaient avant tout une réduction de l'emploi public. Plusieurs solutions étaient envisagées : l'arrêt des recrutements (25 000 fonctionnaires ont été embauchés en deux ans, 41 nouveaux secrétariats d'État et organismes publics ont été créés ces vingt derniers mois), la réduction du nombre total d'agents publics de 100 000 unités ou l'extension du dispositif de chômage technique appliqué jusqu'ici aux seuls employés des entreprises publiques.

Une réforme fiscale d'ampleur était également recommandée : relèvement des taxes sur le tabac, l'alcool et le luxe ou égalisation des taux d'imposition du diesel et du fioul pour le chômage.

La troïka préconisait en outre le gel de toutes les retraites jusqu'en 2015 et la réduction de celles versées dans la marine marchande, au sein de l'opérateur télécom OTE ainsi que les retraites agricoles. Elle insistait sur la nécessité d'un abaissement des indemnités de fin de carrière dans la fonction publique et la baisse du montant des heures supplémentaires.

La restructuration du secteur public était également abordée. Trente cinq agences publiques devraient ainsi être fermées ou fusionnées. Le système de santé est également réformable aux yeux des bailleurs internationaux qui visent un certain nombre d'avantages, les conventions collectives de 16 structures hospitalières privées, les contrats de location signés entre la santé publique et les hôpitaux privés ainsi que les accords passés avec des laboratoires pharmaceutiques en vue de faire baisser les prix des médicaments.

D'autres mesures étaient également recommandées, notamment l'augmentation des amendes sur les constructions illicites et la suppression des subventions octroyées aux bureaux de Poste pour la distribution de journaux.

Le salaire minimum – 750 euros – plus élevé qu'en Espagne, au Portugal ou en Pologne, était, par ailleurs, considéré comme une entrave à la création d'emplois.

(2) Les réponses du gouvernement grec

La principale réponse apportée par le gouvernement grec aux observations de la troïka consiste en la mise au chômage technique, avec réduction de salaire concomitante, d'environ 30 000 employés du secteur public d'ici à la fin de l'année. Cette mesure doit permettre d'économiser environ 300 millions d'euros. Elle prendra la forme d'un détachement de salariés issus d'entreprises publiques ou d'organismes parapublics, bénéficiant de contrats à durée indéterminée, au sein d'une « réserve de main d'œuvre ». Leurs rémunérations devraient être réduites dans le même temps de l'ordre de 40 %. Cette disposition concernerait principalement les salariés en fin de carrière, 20 000 d'entre eux étant proches de l'âge de départ en retraite et 4 000 ayant déjà accumulé suffisamment de cotisation pour pouvoir liquider leur pension. 6 000 à 7 000 agents seraient, par ailleurs, considérés en excédent après la fusion de plusieurs organismes publics.

Cette mesure devrait être reconduite en 2012 et en 2013 après fusion ou suppression de 30 % du nombre d'organismes publics, telles qu'envisagées par le plan pluriannuel d'assainissement de l'économie 2012-2015 adopté en juin dernier. Ce plan prévoit notamment le non remplacement de 9 fonctionnaires sur 10 partant en retraite. Les mesures de chômage technique devraient produire, selon le gouvernement, un excédent primaire de 1,5 % du PIB d'ici quelques années.

Le gouvernement doit, dans le même temps, procéder à l'unification de la grille des rémunérations dans la fonction publique, sur la base du mérite, de la transparence et de l'équité. Il s'agit-là de répondre à un des objectifs des plans de rigueur précédents. Cette réforme permettrait d'effacer 100 des 104 rémunérations variables qui existent aujourd'hui.

Le gouvernement envisage, par ailleurs, la suppression de 150 000 postes dans le secteur public d'ici à 2015. La Grèce compte à l'heure actuelle 1,1 million de personnes rémunérées directement ou indirectement par l'État, soit plus de 20 % de la population active. En août, le temps de travail des 800 000 fonctionnaires de l'État a été relevé de 37,5 à 40 heures.

Les retraites supérieures à 1 200 euros par mois devraient, quant à elles, être affectées par une réduction de 20 % de leurs montants dépassant ce seuil. Cette coupe pourrait atteindre 40 % de la partie des pensions dépassant 1 000 euros si le retraité a moins de 55 ans. Jusqu'à présent, les pensions de retraite correspondaient à 96 % du dernier salaire (contre une moyenne OCDE de 59 %) et où le volume des retraites a pu représenter jusqu'à 11,5 % de la richesse nationale (contre 7,2 % en moyenne au sein des États membres de l'OCDE).

Le Parlement grec a, parallèlement, adopté le 27 septembre un projet de création d'une taxe immobilière exceptionnelle, censée rapporter 2 milliards d'euros. Elle porterait sur environ 562 millions de mètres carrés. La valeur totale de l'immobilier grec est estimée à 400 milliards d'euros. Son prélèvement sera effectué via les factures de consommation courante d'énergie afin de dépasser les problèmes liés à l'absence de cadastre viable. Le seuil minimal d'imposition devrait, quant à lui, être abaissé à 5 000 euros annuels. Ce seuil avait déjà été abaissé de 12 000 à 8 000 euros en juin dernier. La Grèce a parallèlement entamé des démarches avec la Suisse en vue de mettre en place un accord de double imposition, afin d'enrayer le phénomène d'évasion fiscale.

Athènes estime, en outre, que le programme des privatisations devrait rapporter environ 4 milliards d'euros d'ici à la fin de l'année 2011. Les premières mesures concernent le renouvellement de la concession de l'aéroport d'Athènes, la vente de licences pour les machines à sous

vidéoludiques (VLT) et l'extension de la concession accordée à l'organisme de paris sportifs OPAP et l'achat concomitant par celui-ci d'une nouvelle licence de jeux pour un milliard d'euros. Dans son plan de consolidation budgétaire adopté en juin 2011, le gouvernement grec s'était engagé à vendre pour 5 milliards d'euros d'actifs. La Grèce espère collecter 35 milliards d'euros au titre des privatisations d'ici 2014.

(3) De réels progrès en dépit d'une conjoncture difficile

Alors que le plan de rigueur budgétaire adopté en juin dernier prévoyait un déficit public ramené à 7,4 % du PIB fin 2011, le gouvernement a révisé, le 2 octobre, cet objectif désormais fixé à 8,5 % du PIB. Le projet de budget pour 2012 a, en outre, corrigé l'estimation retenue initialement pour cet exercice, désormais établie à 6,8 % du PIB contre 6,5 %. Les autorités grecques tablent néanmoins toujours sur un excédent budgétaire primaire (surplus budgétaire avant paiement des intérêts de la dette) de 1,5 % en 2012 (3,2 milliards d'euros)¹⁰. Cette révision à la baisse tient, selon le gouvernement, à l'aggravation de la récession dans le pays, 5,5 % du PIB en 2011 alors qu'elle était initialement estimée à 3,8 %. Le PIB devrait se contracter de 2,5 % en 2012..

La Grèce a néanmoins réduit de 29,5 % son déficit commercial sur les sept premiers mois de l'exercice en cours. Le déficit de la balance commerciale, hors produits pétroliers, s'est élevé à 9,98 milliards d'euros au lieu de 14,17 milliards d'euros au cours de la même période en 2010. La chute de la consommation intérieure a conduit à une baisse de la valeur totale des importations hors produits pétroliers de 14,4 % (19 milliards contre 22,28 en 2010) alors que les exportations ont progressé de 12 % sur la même période (9,08 milliards d'euros contre 8,107 l'année précédente). En incluant les produits pétroliers, les importations ont reculé de 7,7 % (24,7 milliards d'euros) alors que les exportations ont, quant à elle, augmenté de 41,6 % (12,48 milliards d'euros). Le rebond des exportations grecques provient notamment de la vente à l'étranger de matériaux de construction. Ce secteur avait été, les années précédentes, fragilisé par la baisse de la consommation interne.

La dette devrait, quant à elle, atteindre 161,8 % du PIB en fin d'année puis 172,7 % du PIB en 2012. Prévues par le deuxième plan d'aide à la Grèce, la participation du secteur privé au programme d'échange de dette souveraine semble bonne, puisqu'elle aurait atteint l'objectif de 90 % des obligations arrivant à échéance d'ici 2020. Les hypothèses d'un défaut grec ou

¹⁰ Il convient, par ailleurs, de rappeler l'importance de l'effort budgétaire accompli par la Grèce depuis deux ans, dont le déficit primaire est passé de 24 milliards d'euros en 2009 à 2,3 milliards cette année.

d'une décote de 50 % des obligations grecques ont sans doute hâté cette participation. Cette implication des créanciers privés devrait permettre de réduire la dette d'environ 37 milliards d'euros, par le biais d'un rachat suivi d'un échange. Elle équivaut à une décote de 21 % des obligations concernées.

L'un des autres volets du deuxième plan d'aide à la Grèce, défini le 21 juillet par les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, consistait dans le déblocage des financements européens en faveur de la Grèce, grâce à l'assouplissement de la règle selon laquelle tout financement doit être accompagné par un financement national parallèle. Le cofinancement est ramené à 5 % pour la Grèce et les pays sous assistance financière. 15 milliards d'euros ont ainsi été mis à disposition de la Grèce par la Commission, soit le montant que la Grèce n'a pu utiliser depuis 2007.

Les projets devront être validés *a priori* par la Commission. Les autorités grecques ont d'ores et déjà établi, en liaison avec l'Union européenne, une liste de projets à financer d'ici à 2013 et qui concernent les transports, l'énergie, l'économie digitale, le tourisme ou la culture. Les fonds pourraient par ailleurs proposer de façon temporaire des facilités de garanties aux petites et moyennes entreprises. L'accent est en effet mis sur ces dernières, la Commission estimant que le recrutement dans ce type d'entreprise pourrait, à terme, résoudre partiellement le problème de chômage. Cent projets, au moins cinq pour chacune des 13 régions grecques, ont été retenus comme prioritaires le 21 septembre dernier. Une réduction des délais administratifs devrait permettre de faciliter l'octroi de ces financements. Des mesures visant à simplifier les expropriations pour les projets d'infrastructure ou la réduction du délai de délivrance des permis environnementaux de 12 à moins de six mois devraient ainsi être adoptées.

Le secteur bancaire a, de son côté, été marqué par un plan de consolidation adopté sous la pression des marchés et de l'Union européenne. Deux des trois grandes banques grecques, *EFG Eurobank* et *Alpha Bank*, vont en effet fusionner d'ici la fin de l'année au sein de l'entité *AlphaEurobank*. Le groupe disposera de 146 milliards d'euros d'actifs et de 1 300 agences réparties au sein de 8 pays d'Europe du Sud-Est. Le soutien du fond qatarien *Paramount* a été déterminant, apportant ainsi 500 millions d'euros. La banque devrait afficher un ratio de solvabilité satisfaisant.

(4) Le versement de la sixième tranche

Revenue à Athènes, la troïka a conclu sa cinquième mission d'évaluation de la situation économique et budgétaire grecque le 11 octobre. Son rapport souligne l'impact d'une récession plus forte que prévue mais aussi les dérapages observés dans la mise en place de certaines mesures d'ajustement, qui empêchent la Grèce d'atteindre ses objectifs. Elle estime

cependant que les mesures additionnelles annoncées par le gouvernement grec devraient être suffisantes pour répondre aux objectifs de 2012. Une réduction supplémentaire des dépenses sera cependant nécessaire afin de satisfaire aux objectifs de 2013 et 2014. La troïka souligne les retards constatés dans la préparation de la liste des actifs à privatiser et la baisse, dans un contexte économique défavorable, des montants que l'État peut espérer en tirer. La nouvelle législation bancaire grecque est, quant à elle, de nature à restructurer le secteur et protéger, dans le même temps, les déposants. La troïka relève également les progrès enregistrés dans le secteur des transports et des professions réglementées. La décision de suspendre l'extension obligatoire des accords collectifs de branche au niveau des entreprises constitue selon elle une mesure importante en faveur de l'emploi. Elle estime que des réformes structurelles restent cependant à mener dans le domaine de la fonction publique.

Sur la base de ces conclusions, l'Union européenne et le FMI ont décidé d'autoriser le versement de cette sixième tranche. Le versement a été ensuite suspendu compte tenu de l'incertitude créée par l'annonce d'un référendum. Celui-ci ayant été abandonné, le versement de la sixième tranche devrait intervenir dans les semaines qui viennent. La confusion politique qui a prévalu en Grèce ces dernières semaines a néanmoins conduit la zone euro à conditionner ce déblocage à la signature d'un engagement du premier ministre sortant, de son successeur, du ministre des Finances, du leader de l'opposition et du gouverneur de la banque centrale grecque, à respecter les mesures préconisées pour assainir les comptes publics.

b) Le nouveau plan d'aide du 26 octobre

(1) Une dette incontrôlable ?

A l'occasion du sommet de la zone euro du 23 octobre, la troïka a présenté un rapport sur l'évolution de la dette grecque. La détérioration économique devrait pousser, selon les experts, l'endettement à des niveaux élevés : 186 % du PIB en 2013. L'impact positif du plan du 21 juillet est nettement contrebalancé par la dégradation du contexte économique-politique. La troïka doute, à cet égard, qu'Athènes puisse mener de front dévaluation interne par les salaires, ajustement budgétaire et programme de privatisations.

Selon la troïka, seule une combinaison ambitieuse d'aide publique et de participation accrue du secteur privé pourrait rendre soutenable la dette. Une décote de 50 % des créances permettrait de ramener la dette aux environ de 120 % du PIB, à condition d'être complétée par une intervention financière européenne, estimée à 144 milliards d'euros. Si la décote atteint 60 % cette aide serait chiffrée à 109 milliards d'euros, soit le montant retenu le 21 juillet

dernier. En l'absence de décote, le besoin de financement d'Athènes pourrait atteindre entre 252 et 440 milliards d'euros. La Grèce, qui devait initialement réussir à se refinancer sur les marchés à partir de 2021, pourrait voir l'échéance repoussée jusqu'à 2027.

(2) Le deuxième plan bis d'aide à la Grèce

Prenant acte de l'inadéquation des mesures adoptées le 21 juillet à la situation constatée par la troïka, les chefs d'États et de gouvernement de la zone euro ont décidé de formuler une autre réponse à la crise grecque. Le plan du 21 juillet comportait deux volets, l'un de 109 milliards d'euros financés sur fonds publics (dont 36 milliards par le Fonds monétaire international), auxquels venaient s'ajouter 45 milliards d'euros issus du premier plan et encore non utilisés, et l'autre de 105,9 milliards d'euros couvrant la période 2011-2019 consistant en une participation des bailleurs privés, réunis au sein de l'Institute of International Finance (IFI) (dont 49,6 entre 2011 et 2014). La perte moyenne des banques sur la valeur actuelle de leur portefeuille devrait être de l'ordre de 21 %. L'IFI estimait que cette contribution de 49,6 milliards d'euros devait permettre à la Grèce de réduire son endettement d'environ 12 % de son PIB d'ici à 2014.

Les d'États et de gouvernement de la zone euro ont majoré la décote prévue le 21 juillet pour la porter à 50 % de la valeur des titres détenus par les banques, soit 100 milliards d'euros. Cette décote, qui prendra la forme, début 2012 d'un programme volontaire d'échanges de titres, permettrait à la Grèce de ramener son endettement public à 120 % du PIB en 2020. Le Fonds européen de stabilisation financière garantira ce programme à hauteur de 30 milliards d'euros.

Contrairement à l'agence *Fitch*, l'*International swaps and derivatives association* (ISDA) a estimé que cette restructuration volontaire ne constituait pas un événement de crédit et ne devrait donc pas déboucher sur le déclenchement des CDS. L'encours de ces assurances contre le défaut concernant la Grèce est estimé à 75 milliards de dollars.

Cette décote aura d'importantes conséquences pour les établissements financiers grecs. Les banques et les caisses de retraite locales détenaient fin août 52 milliards d'obligations grecques (dont 44 pour les banques), soit 15 % de la dette souveraine grecque. Les besoins en matière de recapitalisation sont ainsi estimés à 30 milliards d'euros par l'autorité bancaire européenne. La restructuration des banques devrait donc les conduire à être nationalisées. La recapitalisation pourrait intervenir par le biais du Fonds européen de stabilisation financière. Le gouvernement a d'ores et déjà annoncé que les banques nationalisées seraient privatisées dès la recapitalisation terminée. Cette option peut susciter des interrogations au regard des difficultés

concernant la cessions d'actifs publics observées par la troïka. Au-delà, il convient de s'interroger sur le risque de défiance que fait peser une telle décote sur les titres d'autres pays en difficulté.

L'agence de notation *Fitch* estime que la décote pourrait avoir pour conséquence un relèvement de la note de la dette à B, contre CCC aujourd'hui.

La contribution publique FMI / Union européenne est, quant à elle, portée à 130 milliards d'euro d'ici 2014, dont 30 seront destinés à garantir le processus d'échange volontaire. Cependant, il y a lieu de s'interroger sur ce chiffre de 130 milliards, la troïka ayant préalablement indiqué qu'une décote de 50 % de la dette grecque impliquait une contribution publique de 144 milliards d'euros pour ramener l'endettement public à 120 % du PIB.

La Commission en coopération avec les autres membres de la troïka, mettra en place pour la durée du programme un suivi permanent sur le terrain, afin de coopérer de façon plus étroite avec le gouvernement grec. Elle aidera la troïka à déterminer si les mesures que prendra le gouvernement sont conformes à ses engagements initiaux.

80 milliards d'euros pourraient être débloqués d'ici à la fin du mois de février 2012. Cette somme pourrait notamment permettre la mise en œuvre du programme d'échange des obligations grecques détenues par les créanciers privés et la recapitalisation du secteur bancaire grec.

2. Irlande, Portugal : les bons élèves ?

a) Un « tigre celtique » convalescent

Moins d'un an après l'octroi d'une aide financière de l'Union européenne et du Fonds monétaire international de 85 milliards d'euros, l'Irlande pourrait renouer avec la croissance économique dès cette année. Une hausse du PIB de 1,8 % en 2011 suivie d'une nouvelle augmentation de 2,3 % l'année suivante sont en effet attendues.

La reprise économique est principalement liée au rebond significatif des investissements en équipements de production. Dans le même temps, la balance commerciale a enregistré des résultats historiques à l'image du solde positif de 4,08 milliards d'euros de juin 2011. Les exportations représentent, à l'heure actuelle, 100 % du PIB irlandais, alors qu'elles se limitent à 21 % du PIB en Grèce et 32 % du PIB au Portugal. L'Irlande a continué d'attirer d'importants investissements directs étrangers alors que sa compétitivité-coût s'est améliorée. Dans son rapport d'octobre 2011, l'OCDE recommande de

poursuivre dans ce sens en favorisant une diminution plus marquée des coûts de main-d'œuvre et en renforçant la concurrence sur le marché intérieur, notamment dans le domaine électrique.

C'est dans ce contexte relativement favorable que l'Irlande a enregistré une baisse du rendement de ses obligations à 10 ans, désormais en dessous des 9 %.

La faiblesse de la demande intérieure couplée à une contraction de la dépense publique fragilise cependant cette dynamique de reprise. Les secteurs immobilier et bancaire demeurent en crise. *Bank of Ireland*, seule banque à n'avoir pas été nationalisée, a ainsi annoncé avoir cédé 4,54 milliards d'euros de créances détenues aux États-Unis, en Grande-Bretagne, en Europe et au Moyen-Orient avec une décote d'environ 9 %. Suivant les termes du renflouement alloué par le Fonds monétaire international et l'Union européenne, les banques irlandaises doivent céder 73 milliards d'euros d'actifs d'ici 2013. L'OCDE insiste sur la nécessaire limitation de la garantie des engagements bancaires, le renforcement de la surveillance des activités bancaires et la mise en place d'un fichier du crédit destiné à éviter les phénomènes de surendettement.

Le Conseil consultatif budgétaire irlandais (IFAC) créé en juin a, par ailleurs, rappelé que la consolidation budgétaire restait une priorité, 4,4 milliards d'euros d'économie étant encore attendues afin de réduire le déficit public au-delà des attentes des bailleurs internationaux : 8,4 % du PIB contre 8,6 % initialement prévus. L'IFAC, dont les avis au gouvernement irlandais sont consultatifs, préconise de ramener le déficit budgétaire à 1 % du PIB d'ici 2015, contre les 2,8 % négociés lors de l'octroi de l'aide internationale.

Le plan d'économie pour 2012 représente déjà 2,2 % du PIB. L'OCDE conseille, à ce titre, au gouvernement irlandais, d'élargir la base fiscale et d'axer davantage la consolidation sur la réduction des dépenses, soit près de 60 % des mesures de consolidation, en améliorant l'efficacité du secteur public, en poursuivant la réforme de la protection sociale et en réduisant les projets d'infrastructures.

Face au maintien du chômage à un niveau élevé en 2011 (14,3 % de la population active, 14,5 % prévus en 2012), l'OCDE invite le gouvernement irlandais à mieux adapter les programmes de formation aux besoins du marché du travail, à renforcer la formation des chômeurs et à prolonger la durée du programme de réduction des cotisations patronales à la sécurité sociale.

La troisième mission de la troïka, qui s'est achevée le 20 octobre, a conclu au versement d'une nouvelle tranche de 8 milliards d'euros de prêts. La mise en œuvre du programme de consolidation est jugée satisfaisante. L'évaluation de la croissance attendue en 2011 et 2012 reste néanmoins, avec un taux de 1 % attendu, en deçà des prévisions gouvernementales.

L'Irlande devra donc à l'avenir trouver un équilibre entre les impératifs de réduction de la dette et la suppression des entraves à la croissance et aux créations d'emplois. Celle-ci passe sans doute par un desserrement du crédit bancaire. Il ne serait néanmoins possible qu'à condition de repousser l'objectif de ramener à 122 % les ratios prêts sur dépôts des banques irlandaises d'ici à 2013. De nouvelles aides de la Banque centrale européenne aux établissements financiers locaux pourraient également être nécessaires.

b) L'inconnue portugaise

La première mission d'évaluation de la troïka au Portugal effectuée du 1^{er} au 12 août, a débouché sur une appréciation positive du programme d'ajustement budgétaire mis en œuvre par les autorités locales en échange de l'octroi par l'Union européenne et le FMI d'une aide de 78 milliards d'euros. Le projet de budget 2012 du Portugal a été, à ce titre, salué par la Commission européenne qui y voit « un engagement clair » en faveur de la consolidation budgétaire. Comportant plus de réduction de dépenses que d'augmentations d'impôts, il est couplé à des mesures structurelles comme l'allongement de la durée du temps de travail (une demi-heure de travail quotidien de plus et ajustement des jours fériés), qui devrait, à terme, accroître la compétitivité du pays. L'objectif de réduction du déficit public à 5,9 % du PIB en 2011 et 4,5 % du PIB en 2012 annoncé par le gouvernement précédent est maintenu. L'atteinte de l'objectif en 2011 demeure néanmoins sujette à caution en raison notamment de l'absence de communication par la région autonome de Madère de dépenses dépassant 1 milliard d'euros sur la période 2008-2011. L'impact de ces dépenses dissimulées serait de 0,3 % de PIB sur l'endettement public.

Au sujet des dépenses, les treizième et quatorzième mois des fonctionnaires et des retraités dont les revenus mensuels dépassent 1 000 euros seront supprimés. Les autorités prévoient dans le même temps une réduction des prestations sociales de l'ordre de 2 milliards d'euros. Au total, les économies devraient atteindre 7 milliards d'euros. Concernant les recettes, le gouvernement prévoit une augmentation de la TVA sur certains produits à 23 %, lui permettant de récolter 2 milliards d'euros. Les autorités tablent au total sur des recettes majorées de 3 milliards d'euros pour le prochain exercice. Alors même que la récession devrait atteindre 2,8 % du PIB. Le taux de chômage, établi actuellement à 12,5 % de la population active devrait atteindre 13,4 % en 2012.

La Commission, à l'image de ce qu'elle a mis en place, a, par ailleurs, annoncé la création d'une cellule d'assistance à la reprogrammation des fonds structurels afin que les projets mis en œuvre au Portugal puissent se caler sur les objectifs du programme de consolidation budgétaire.

Le succès du programme portugais dépend en premier lieu de la mise en œuvre de réformes structurelles visant à ouvrir davantage son économie à la concurrence. L'abolition par l'État des droits spéciaux détenus par certaines entreprises dans le secteur concurrentiel va, à cet égard, dans le bon sens. La réforme législative alignant la protection et les droits des travailleurs bénéficiant de contrats à durée déterminée ou indéterminée participe du même effort.

Les agences de notation demeurent plus réservées sur la situation portugaise. Début juillet, *Moody's* a ainsi abaissé de quatre crans la note souveraine de Lisbonne, la plaçant en catégorie spéculative et lui assignant une perspective négative. Il existe, selon elle, un risque croissant que le Portugal ait besoin d'un second plan d'assistance financière avant d'être en mesure de se financer lui-même sur les marchés internationaux. L'agence redoute notamment que Lisbonne ne soit pas en mesure d'atteindre ses objectifs en matière de réduction du déficit et de stabilisation de la dette. *Moody's* a, de surcroît, assorti sa note d'une perspective négative, ce qui signifie qu'elle envisage de l'abaisser encore à moyen terme.

L'agence de notation fait également valoir ses craintes que le Portugal ne parvienne pas à tenir les engagements pris en matière de réduction de son déficit. Le Portugal pourrait ne pas pouvoir emprunter sur les marchés financiers « à des taux supportables » avant le second semestre 2013, voire plus tard. L'implication du secteur privé dans un second plan d'aide est, par ailleurs, anticipée. La dette publique est, par ailleurs, déjà relativement élevée : 99 % du PIB.

Moody's a dans la foulée déclassé début octobre les notes de neuf banques portugaises en raison d'un risque accru pesant sur leurs actifs après la dégradation en juillet de la note souveraine du Portugal. Cette annonce a fait grimper le rendement des obligations portugaises à 10 ans à 12,85 %. L'agence de notation a précisé avoir déclassé d'un ou deux crans les notes de la dette senior et des dépôts de neuf banques, et abaissé d'un ou deux crans la note en tant que telle de six de ces établissements. *Moody's* s'attend à une poursuite de la détérioration de la qualité des actifs portugais des banques, liée à la faible perspective de croissance économique et aux mesures d'austérité du gouvernement, et prévoit aussi des tensions sur la liquidité dues à un accès réduit au marché de financement de gros. Le secteur bancaire doit, de façon générale, poursuivre son processus de recapitalisation afin de respecter les nouvelles exigences en matière de fonds propres définies par le programme

d'austérité. Les quatre principales banques portugaises ont passé avec succès les tests de résistance menés à l'échelle européenne en juillet dernier, alors que les faillites personnelles se multiplient : 2 900 au premier semestre 2011 contre 3 100 pour la seule année 2010. La dette privée représente aujourd'hui 128 % du revenu disponible des ménages.

Le gouvernement portugais devrait proposer certains ajustements au programme d'assistance économique et financière afin de prendre en compte le scénario macroéconomique et l'évolution des principaux indicateurs. Il ne s'agirait néanmoins en aucun cas d'une renégociation des montants, des objectifs ou des délais.

3. La poursuite de la dégradation de la position espagnole sur les marchés financiers

Si elle n'a pas été placée sous assistance financière, l'Espagne continue d'attirer l'attention des observateurs, avec une situation économique plus délicate encore que celle de l'Italie.

Les incertitudes pesant sur la croissance, le niveau élevé du chômage et un environnement financier difficile ont justifié le 14 octobre la dégradation de la note espagnole par *Standard & Poor's*. Comme l'agence *Fitch* une semaine plutôt, elle indique qu'il est probable que la qualité des actifs du système financier espagnol continue à se détériorer. La question du chômage est, aux yeux des analystes, la plus problématique alors que l'augmentation continue du nombre de demandeurs emplois est prévue jusqu'au deuxième trimestre 2012. La réforme du marché du travail est jugée incomplète. 21,52 % de la population active – soit 4,978 millions d'Espagnols – sont à l'heure actuelle sans emploi, un demandeur d'emploi sur trois a moins de trente ans. L'agence évoque, en outre, un risque de récession en 2012 lié pour partie à la baisse de la demande interne et étrangère. Alors que les autorités tablaient sur une croissance de 1,3 % du PIB en 2011, celle-ci devrait être ramenée à 0,7-0,8 % du PIB. Une récession est envisagée pour 2012. Elle insiste sur le fait que l'Espagne ne devrait pas respecter ses objectifs de réduction des déficits, au regard notamment des dépassements des niveaux constatés au sein des 17 communautés autonomes. Le déficit régional devrait ainsi se situer autour de 2,6 % du PIB soit le double de l'objectif prévu pour 2011. Le gouvernement tablait de surcroît sur un excédent budgétaire de la sécurité sociale équivalent à 0,4 % du PIB qui semble d'ores et déjà difficilement atteignable.

La note espagnole a également été dégradée par l'agence *Moody's* le 19 octobre, qui a agi plus sévèrement que ses deux consœurs. Le pays n'est

plus considéré comme un émetteur de haute qualité mais un émetteur solide, susceptible néanmoins d'être affecté par des changements de situation économique. La vulnérabilité aux tensions du marché, doublée d'une faible croissance et d'une dégradation des finances régionales, justifie cet abaissement. L'agence prévoit ainsi que le déficit du pays devrait atteindre 6,5 % du PIB cette année et 5,2 % l'an prochain contre 4,4 % prévus.

L'Espagne a, cependant, adopté une règle d'or budgétaire contestée. Elle limite le déficit structurel de l'État central à 0,26 % du PIB et celle des régions autonomes à 0,14 % du PIB. Des dérogations sont prévues en cas de catastrophe naturelle, de récession économique ou autre situation extraordinaire. Le mécanisme de sanction en cas de dépassement n'a pas été défini.

Dix banques, dont les deux principales, *Banco Santander* et *BBVA*, ont par ailleurs vu leurs notes abaissées par *Standard & Poor's* au regard de leur exposition au risque immobilier. La caisse d'épargne espagnole, *Caja Mediterráneo*, a ainsi perdu 1,14 milliard d'euros au premier semestre 2011, son taux de créances douteuses passant durant cette période de 9,1 % à 19 % (contre 6,94 % pour l'ensemble du secteur bancaire soit 124,7 milliards d'euros). Une telle dégradation est liée à une évaluation plus stricte de son portefeuille de prêts. Le stock de logements serait toujours compris entre 700 000 et 1,5 million d'unités, pour un montant estimé à 176 milliards d'euros. Sans la contribution négative du secteur de la construction, l'économie pourrait d'ailleurs croître de 2,1 % par an. La baisse de moitié de la TVA pour l'achat d'un logement neuf n'a pas, à cet égard, permis d'inverser la tendance.

La restructuration du secteur bancaire espagnol a néanmoins abouti à la mi-septembre. 6 regroupements de caisses d'épargne doivent cependant renforcer leurs fonds propres. Trois d'entre eux (*CatalunyaCaixa*, *Novacaixagalicia* et *Unimin*) ont été renfloués le 30 septembre. Deux autres (*Grupo BMN* et *Liberbank*) ont obtenu un délai supplémentaire de trois à six mois auprès de la Banque d'Espagne. *Caja Espana-Duero* pourrait, quant à elle, fusionner avec *Unicaja*. La recapitalisation de l'ensemble du secteur s'est élevée à 23,5 milliards d'euros, dont 17,6 milliards de fonds publics (dont 10 constituent des prêts).

Ces incertitudes sur la situation espagnole rejaillissent sur le marché obligataire. Les taux ont atteint, le 25 octobre, 2,292 % pour l'émission à 3 mois (contre 1,692 % la fois précédente) et 3,302 % pour celle à 6 mois (contre 2,665 %). Le pays avait déjà dû concéder lors de la dernière émission de bons à 3 et 6 mois, le 27 septembre, des taux plus forts que l'émission précédente du 23 août.

La perspective des élections législatives du 20 novembre et le changement quasi certain de majorité fait néanmoins bénéficier l'Espagne d'un réel avantage politique aux yeux des marchés.

4. Rigueur ou croissance ?

Le cas de ces quatre pays n'est pas sans susciter d'interrogations sur l'équilibre à mettre en place afin que les programmes d'austérité n'altèrent pas une relance possible de l'activité.

Le choix de réduire rapidement les déficits publics possède l'avantage de pouvoir rassurer rapidement les investisseurs privés, mais il fait apparaître dans le même temps un véritable enchaînement dépressif. Les dispositions adoptées affectent revenus et demande intérieure au risque de contribuer à la récession et à rendre improbable la réduction du déficit. La chute de la demande conduit, en effet, à un recul de l'investissement des entreprises, à des destructions de capacités de productions et à une hausse du chômage structurel.

Par ailleurs, les plans de rigueur ne sont souvent efficaces que lorsqu'ils sont menés de façon isolée. Le pays est fragilisé mais restaure sa compétitivité, dopant ainsi ses exportations. Néanmoins, si tous ses partenaires, ce qui est le cas au sein de la zone euro, adoptent des mesures de rigueur, une telle politique devient contreproductive. Une coordination des politiques budgétaires permettrait de répondre à cet écueil, en permettant une stimulation de la demande dans les pays où celle-ci est possible.

En temps normal, selon les estimations de *Natixis*, des mesures de consolidation budgétaire équivalant à un point de PIB minorent la croissance de 0,6 point mais réduisent de 0,7 point de PIB le déficit public. Un tel effort, à l'heure actuelle, de 1 point de PIB ne permet aujourd'hui de réduire le déficit public que de 0,4 point de PIB au maximum.

Il convient donc de cibler les dépenses à réduire et les impôts à augmenter. Les pays qui ont fortement réduit leur déficit public dans les années quatre-vingt-dix (Canada, Suède, Danemark, Finlande) ont exclusivement utilisé la baisse des dépenses publiques et ont connu dans la foulée une forte reprise de leur croissance. La baisse des dépenses publiques a de fait permis d'anticiper une moindre pression fiscale dans le futur, induisant une baisse du taux d'épargne et une reprise de l'investissement des entreprises.

Il apparaît, en tout état de cause, indispensable d'augmenter les impôts qui ont un effet moindre sur la demande tout en évitant qu'une telle hausse

affecte l'offre dans les pays où il existe une insuffisance de l'offre, à l'image du Portugal ou de l'Italie. S'il existe un risque de chute de la demande comme en Grèce, en Irlande ou en Espagne, les hausses d'impôts les moins risquées seront celles qui portent sur les revenus du capital. A l'inverse dans les pays où des menaces pèsent sur l'offre, il convient d'éviter une augmentation des charges sociales ou de taxer les profits des entreprises. Une augmentation de la TVA apparaît plus adaptée.

Les pays de la zone euro essaient tous aujourd'hui de réduire en même temps leurs déficits publics avec comme principal objectif leur disparition, via augmentation d'impôts et réductions des dépenses sans, semble-t-il davantage de cohérence. De telles options soulignent en creux l'absence de coordination des politiques budgétaires. Cette course à l'économie fragilise de surcroît la mise en œuvre de réformes structurelles destinées à restaurer la compétitivité.

La nature des dépenses publiques doit en effet dans le même temps évoluer en privilégiant celles qui stimulent la croissance à long terme et en baissant celles qui ne financent que la consommation. La réduction des déficits ne peut passer que par une croissance à long terme. C'est dans cette optique qu'il convient d'analyser les décisions du 21 juillet concernant le déblocage des financements européens, via une baisse des taux nationaux de cofinancement des pays placés sous assistance financière.

Dépenses de Recherche et développement (en % du PIB)

	2005	2006	2007	2008	2009
Allemagne	2,49	2,53	2,53	2,68	2,62
Grèce	0,59	0,58	0,58	0,58	NC
Portugal	0,78	0,99	1,17	1,50	1,38

Structure par niveau d'éducation de la population active (%)

	Inférieur au 2 ^{ème} cycle de l'enseignement secondaire	2 ^{ème} cycle du secondaire	Enseignement supérieur
Allemagne	15	59	26
Grèce	39	38	24
Portugal	70	15	15

Sources : Natixis

Les débats sur les déficits publics des États membres de la zone euro ne doivent pas occulter un autre indicateur : le déficit de la balance courante ou déficit extérieur. Un pays avec une dette extérieure trop élevée qui réduirait son déficit public mais conserve son déficit extérieur reste en crise : il se trouve en effet dans l'obligation de continuer à s'endetter pour financer son déficit extérieur. A l'inverse, si un pays conserve un déficit public excessif mais n'a plus de déficit extérieur, sa situation tend à s'améliorer puisqu'il peut financer son déficit par l'épargne domestique. Il s'agit du cas de l'Irlande et dans une moindre mesure de l'Espagne. La Grèce, le Portugal mais aussi l'Italie et la France demeurent, eux, dans la première catégorie.

La question des déficits extérieurs renvoie à celle de l'hétérogénéité même de la zone euro et à la présence en son sein de nombreux pays désindustrialisés. De fait, le seul ajustement budgétaire ne peut résoudre de tels écarts structurels.

Les déficits extérieurs ne peuvent disparaître que par une forte dépréciation du taux de change dans les pays concernés, ce qui est impossible au sein de la zone euro, ou en réduisant de façon drastique la demande intérieure au risque de faire perdurer un chômage élevé.

B. LES DIFFICULTÉS À METTRE EN PLACE DES RÉPONSES ADAPTÉES AUX CRISES DE LIQUIDITÉS

Dans l'attente d'une réponse institutionnelle adaptée à la hauteur de l'enjeu de l'endettement, la zone euro doit consolider les instruments dont elle dispose pour faire face au risque de crises de liquidité. A côté du Fonds européen de stabilité financière qui semble manifestement sous-dimensionné, l'Union économique et monétaire tente d'agir sur plusieurs autres canaux : les banques, l'appel aux pays émergents ou le lancement d'un débat sur les euro-obligations, par l'intermédiaire d'un livre vert de la Commission sur le sujet.

1. La perpétuelle réforme du Fonds européen de stabilisation financière

Créé le 9 mai 2010, à l'occasion d'un sommet exceptionnel des chefs d'État et de gouvernement de la zone à euro à Bruxelles, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) est un fonds commun de créances, destiné à apporter une assistance financière aux États de la zone euro confrontés à un risque de défaut de paiement. L'octroi de ces financements s'accompagne de fortes conditionnalités.

Le Fonds constitue le volet intergouvernemental du Mécanisme européen de stabilisation (MES) qui comprend deux autres entités :

- le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF), volet communautaire du dispositif, qui peut emprunter jusqu'à 60 milliards d'euros sur les marchés, garantis par le budget communautaire ;
- le Fonds monétaire international dont la capacité d'intervention s'élève à 250 milliards d'euros.

Non doté en capital, le Fonds se finance sur les marchés. Le FESF peut contracter des emprunts avec la garantie des 17 États membres de la zone euro. Il est activé à l'unanimité des États participants. Il a été initialement doté de 440 milliards d'euros de garanties¹¹.

Le Fonds est opérationnel depuis le 4 août 2010. Sa durée de vie est de trois ans, il devrait donc interrompre son activité le 30 juin 2013. Il sera alors remplacé par un dispositif permanent, le Mécanisme européen de stabilité, doté de 500 milliards d'euros de garanties versées par ses membres.

a) Les limites du premier dispositif

Les garanties versées au Fonds étaient, aux termes de son statut initial, supérieures de 20 % aux montants de ses émissions. Cette majoration (mécanisme de sur-garantie) était censée compenser l'éventuelle sortie d'un État membre du Fonds ou la non-participation d'un État bénéficiaire du Fonds à un programme d'assistance.

De plus, alors que ses promoteurs estimaient que l'ensemble des emprunts effectués par le FESF devraient bénéficier de la note AAA, attribuée par les trois principales agences de notation, celles-ci ont, le 20 septembre 2010, tempéré cet objectif en indiquant que pour bénéficier d'une telle note, chaque financement du FESF devait être couvert par les pays bénéficiant du « triple A », soit l'Allemagne, l'Autriche, la Finlande, la France, le Luxembourg et les Pays-Bas (dont le montant cumulé des garanties atteint 255,44 milliards d'euros) ou par des liquidités de qualité équivalente immédiatement disponibles. De ce fait, la capacité effective de prêt du FESF ne dépassait pas 255 milliards d'euros, soit le montant cumulé des garanties apportées par les pays « triple A ».

¹¹ L'Office statistique de l'Union européenne (Eurostat) a pris position, le 27 janvier 2011, sur la comptabilisation des fonds levés dans le cadre de la FSEF. Ces fonds « doivent être enregistrés dans la dette publique brute des États membres de la zone euro participant à une opération de soutien, en proportion de leur part dans la garantie accordée » de même que les financements accordés seront également enregistrés.

La position nuancée des agences a, en outre, conduit à la constitution de réserves de liquidité destinées à recevoir la part non couverte par des pays AAA des sommes empruntées sur les marchés. Ainsi, afin de verser la première tranche de son prêt à l'Irlande – 3,6 milliards d'euros le 1^{er} février dernier –, le FESF a dû emprunter 5 milliards d'euros pour créer cette réserve de liquidités. Une somme identique a dû être levée pour le premier emprunt concernant le Portugal le 22 juin dernier (3,7 milliards d'euros). Le versement d'une nouvelle tranche de 2,2 milliards d'euros à Lisbonne, le 29 juin, a ensuite conduit le FESF à emprunter 3 milliards d'euros.

Montant des garanties apportées par les États membres (en milliards d'euros)

	Garanties	Capacité d'emprunt	Capacité de prêt
<i>Allemagne</i>	119,39	99,49	119,39
<i>Autriche</i>	12,24	10,20	
<i>Belgique</i>	15,29	12,74	
<i>Chypre</i>	0,86	0,72	
<i>Espagne</i>	52,35	43,63	
<i>Finlande</i>	7,91	6,59	7,91
<i>France</i>	89,66	74,71	89,66
<i>Grèce</i>	12,39	10,32	
<i>Irlande</i>	7	5,84	
<i>Italie</i>	78,78	65,65	
<i>Luxembourg</i>	1,1	0,92	1,1
<i>Malte</i>	0,4	0,33	
<i>Pays-Bas</i>	25,14	20,95	25,14
<i>Portugal</i>	11,04	9,2	
<i>Slovaquie</i>	4,37	3,64	
<i>Slovénie</i>	2,07	1,73	
Total	440	366,67	255,44

b) La révision du 11 mars 2011

Face à de telles limites, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont décidé, le 11 mars dernier, de porter la capacité effective de prêt du Fonds à 440 milliards d'euros. Cette augmentation passe par un relèvement du mécanisme de sur-garantie qui passe de 20 % de la garantie à 65 %. Les plafonds de garantie couvrent dorénavant le principal. Les réserves de garantie sont, de fait, supprimées.

**Montant des parts des États au terme de la révision du 11 mars 2011
(en milliards d'euros)**

	Garanties
<i>Allemagne</i>	211,05
<i>Autriche</i>	21,64
<i>Belgique</i>	27,03
<i>Chypre</i>	1,53
<i>Espagne</i>	92,54
<i>Finlande</i>	13,97
<i>France</i>	158,49
<i>Grèce</i>	21,90
<i>Irlande</i>	12,38
<i>Italie</i>	139,27
<i>Luxembourg</i>	1,95
<i>Malte</i>	0,7
<i>Pays-Bas</i>	44,45
<i>Portugal</i>	19,51
<i>Slovaquie</i>	7,73
<i>Slovénie</i>	3,66
Total	779,78

Source : FESF

Le FESF est, par ailleurs, autorisé à souscrire des titres des États placés sous assistance sur le marché primaire mais à titre exceptionnel, sur le fondement d'une analyse de la Banque centrale européenne (BCE). Il pourra ainsi participer à des adjudications d'obligations émises par ces États. L'argent investi dans ces obligations s'inscrira dans un programme général ou ligne de crédits existants. Cette participation à un programme du marché primaire ne se fera toutefois qu'à la condition qu'une participation raisonnable des investisseurs privés soit possible, à un taux qui ne soit pas trop supérieur au taux de financement du FESF.

c) Le sommet du 21 juillet et ses conséquences sur le Fonds

Le sommet des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro, dédié pour partie à la situation en Grèce, a modifié le rôle du Fonds.

Après analyse de la BCE, le FESF pourra désormais intervenir à titre préventif et sur la base d'un programme établi à titre de précaution. Le soutien du Fonds, accordé en contrepartie de l'adoption, par l'État concerné, de mesures de redressement budgétaires négociées avec la Commission européenne et la BCE, se traduira par l'octroi de prêts à des taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché ou par l'achat de titres sur le marché primaire.

Le Fonds pourra, par ailleurs, contribuer à la recapitalisation des institutions financières, y compris dans les pays de la zone euro ne bénéficiant pas d'un plan d'aide. Cette recapitalisation passerait par des prêts aux gouvernements

Le Fonds sera par ailleurs autorisé à intervenir sur le marché secondaire sur la base d'une analyse de la BCE. Celle-ci devra constater une situation exceptionnelle sur les marchés financiers et la présence de risques pour la stabilité financière. Les modalités d'une telle intervention restent cependant à définir. Il convient notamment de préciser si pour ce faire, le FESF prêtera aux États pour qu'ils rachètent leur propre dette ou s'il achètera lui-même des obligations des pays à risques. Une telle option pourrait de facto préfigurer le lancement d'euro-obligations. En tout état de cause, le rachat ne peut être autorisé qu'à l'unanimité des États membres du Fonds, l'abstention n'étant pas prise en compte.

Par ailleurs, pour acheter de la dette d'un État, le Fonds devra avoir été sollicité par celui-ci. L'État concerné devra, à ce titre, signer un *Memorandum of understanding* (MoU), un accord écrit qui donne mandat au FESF pour de tels achats. Le format des obligations achetées devra être défini au préalable : il pourrait s'agir de titres achetés et destinés à être revendus ultérieurement ou de papiers destinés à être conservés jusqu'à leur échéance, ce qui grèverait considérablement les moyens du Fonds.

L'ensemble de ces nouvelles missions sera également attribué au futur Mécanisme européen permanent de stabilité financière (MES).

d) Le sommet du 26 octobre et le nouveau format du Fonds

La dégradation de la situation financière au sein de certains États de la zone euro et les nouvelles missions qui lui sont assignées ont suscité d'inquiétude sur la capacité réelle d'action du Fonds.

Si la possibilité d'une intervention sur le marché secondaire n'est pas encore chiffrée, il convient de noter qu'à titre de comparaison, la Banque centrale européenne a racheté 183 milliards d'euros de bonds depuis le lancement de son programme SMP (*Securities market programme*) en mai 2010, dont près d'une centaine depuis début août. L'action du Fonds serait également fragilisée si la Banque centrale européenne venait à stopper ses rachats de titres obligataires

La capacité d'action du Fonds serait, de surcroît, largement remise en cause en cas de crise majeure en Espagne et surtout en Italie.

Une augmentation de la taille du Fonds a néanmoins été rejetée par l'Allemagne. Le récent arrêt de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe doit être pris en compte. Le renforcement des moyens du fonds supposerait, en outre, une augmentation concomitante des garanties accordées par les États. Ce qui pourrait peser, à terme, sur la notation des États membres, ainsi que l'a indiqué *Standard & Poor's* le 26 septembre dernier.

La démultiplication des moyens du Fonds, via l'effet de levier, est apparue comme une option permettant de concilier les réserves des États à l'égard d'une augmentation des moyens du Fonds et la nécessité de parer à toute crise éventuelle de liquidités. Une capacité d'action renforcée est censée, dans le même temps, dissuader les mouvements spéculatifs.

(1) L'option abandonnée de l'adossement à la Banque centrale européenne

En se voyant accorder le statut d'institution spéciale de crédit, le Fonds aurait pu accéder au guichet de la Banque centrale européenne. Selon les économistes Daniel Gros et Thomas Mayer, une telle transformation du FESF en banque pouvait lui permettre d'obtenir vingt fois plus d'argent que ce dont il dispose à l'heure actuelle.

Une telle transformation impliquait la modification des statuts du FESF et donc une nouvelle ratification par les États membres. Sauf à ce que le FESF passe par un intermédiaire qui aurait d'ores et déjà disposé d'une licence bancaire, à l'image de la Banque européenne d'investissement. Ce montage

supposait par ailleurs le versement d'un capital de départ, alors que le FESF fonctionne jusqu'ici sur la base de garanties.

Dans le même ordre d'idée, les États-Unis ont proposé aux États membres de la zone euro, lors du sommet de Wrocław, la mise en place d'un système similaire au *Term Asset-Backed Securities Loan facility* (TALF) et le *Trouble Asset relief Program* (TARP) institués lors de la crise des *subprimes*. Le TALF a été créé par la Réserve fédérale (Fed) et le Trésor américain pour relancer le marché des valeurs mobilières adossées à des actifs (*Asset Backed Securities - ABS*). Dans le cadre du TALF, la Fed peut prêter jusqu'à 200 milliards de dollars, prenant comme garantie des ABS décotés, tandis que le Trésor apporte pour 20 milliards de dollars de protection de crédit à la Banque centrale, soit un effet démultiplicateur de 1 à 10. Dans le cadre de la zone euro, la Banque centrale européenne aurait pu poursuivre, voire augmenter, l'achat de titres obligataires de pays en situation délicate sur les marchés, le FESF lui apportant alors une garantie destinée à couvrir un certain montant de pertes en cas de défaut de paiement d'un État. La garantie ainsi accordée pourrait porter sur les premiers 20 % de pertes subies détenues sur les obligations acquises par la BCE.

Ces options, rejetées par le Conseil européen le 23 octobre dernier, conduisaient la Banque centrale européenne à dépasser largement le cadre de son mandat initial. Elles entretenaient en effet une confusion autour de l'implication de la BCE dans la politique budgétaire des États membres, mais surtout amenaient la Banque à financer directement les États membres, ce qui est interdit par ses statuts. La BCE était hostile à de telles idées. Elle estimait en effet qu'une telle évolution menaçait son indépendance et s'avérait susceptible de la surcharger. L'Allemagne y voyait, elle, le risque d'un recours à la création monétaire et donc à l'inflation.

(2) Le Fonds assureur

La solution adoptée le 26 octobre fait du Fonds un véritable assureur auprès des détenteurs de dette souveraine, couvrant à hauteur de 20 % leurs pertes en cas de défaut. Cette assurance est censée stimuler la demande des investisseurs et exercer une pression à la baisse sur les rendements. L'État membre émettra ses nouveaux titres avec un certificat de garantie attaché. Les deux éléments seront émis ensemble mais pourront, par la suite, être détachés. Le Fonds octroierait, dans un premier temps, un prêt à l'État membre qui utilisera cet argent pour acheter des obligations émises par le Fonds, qui serviraient elles-mêmes de garantie partielle aux nouveaux titres de dettes. Ces obligations seront conservées dans une structure *ad hoc* et échangées contre le certificat de garantie en cas de défaut de l'État concerné.

200 milliards d'euros permettraient ainsi de garantir 1 000 milliards d'euros d'emprunts. Le FESF garantirait, de la sorte, les pays qui rencontrent une difficulté de financement sur les marchés¹². Il convient de rappeler que les garanties présentent l'avantage de ne pas être comptabilisées de la même manière que les prêts en liquide au sein des comptes publics. Le montant de 1 000 milliards d'euros peut néanmoins apparaître faible au regard des défis espagnol et italien, bien en deçà en tout cas de ce qu'aurait pu apporter un adossement à la Banque centrale européenne.

Ce type de garantie risque par ailleurs de ne pas être suffisant pour attirer les investisseurs, qui pourraient s'estimer insuffisamment protégés en cas de défaut. L'Espagne et l'Italie, de leur côté, mettent en avant la dichotomie que cela va créer entre leur dette passée, qui restera non garantie, et la nouvelle qui sera garantie. Un marché à deux vitesses sera implicitement créé au risque de considérablement perturber les investisseurs et faire chuter les obligations déjà émises. Une telle évolution pourrait affecter directement les banques, notamment italiennes.

Elle pourrait, par ailleurs, poser des problèmes juridiques au regard des clauses de sûreté négative par lesquelles les États, dans leurs émissions passées, ont assuré aux investisseurs qu'ils ne garantiraient pas de futures émissions, ou alors uniquement en étendant ces garanties aux titres déjà en circulation. Le prêt octroyé par le FESF contribuera, en outre, à augmenter le ratio de dette publique de l'État concerné.

(3) Un rôle pour les pays émergents ?

Le sommet du 26 octobre a également mis en avant l'hypothèse d'une implication des pays émergents au sein du Fonds sans donner plus de précisions. Le FESF pourrait ainsi être adossé au FMI via la création d'un ou plusieurs fonds spéciaux – *Special purpose vehicle (SPV)* – abondés notamment par les pays émergents. Une première tranche de ce fonds pourrait être alimentée par un transfert de fonds du FESF, la seconde réunirait, quant à elle, les contributions du secteur privé et d'États souverains. Cette seconde tranche serait subdivisée en deux parties. La première pourrait prendre la forme d'un fonds spécial européen alimenté par des subsides privés. La seconde serait assimilée à un trust placé sous l'égide du Fonds monétaire international, lui aussi alimenté par des contributions du FESF, d'États souverains et du secteur privé. Ce trust reprendrait les contours du *Powerty reduction and growth trust*, créé par le FMI pour aider les pays pauvres les

¹² L'assureur Allianz avait développé cette idée en préconisant une garantie allant jusqu'à 40 % des ventes d'obligations des pays en sauvetage, la taille potentielle du Fonds étant dès lors portée à 2 900 milliards d'euros. La proposition de l'établissement allemand reprenait une proposition du think tank Re-Define, aux termes de laquelle le FESF émettrait un programme d'émissions de garanties de trois à cinq ans.

plus endettés. Le rôle du FMI demeure néanmoins à préciser car ses statuts ne l'autorisent à aider que les États.

La Chine et le Brésil ont manifesté un intérêt pour une intervention sur les marchés obligataires européens par l'intermédiaire du Fonds monétaire international, sans forcément utiliser le canal du FESF. L'augmentation des moyens du FMI annoncée lors du sommet du G 20 des 3 et 4 novembre n'a pas été précisée.

e) Montant des aides accordées au 26 octobre

Créé dans le prolongement de la crise grecque du printemps 2010, le Fonds n'a jusqu'ici été activé que pour l'Irlande et le Portugal. Le plan d'aide à l'Irlande, mis en place le 28 novembre dernier, prévoit une intervention du Fonds à hauteur de 17,7 milliards d'euros sur trois ans. La durée moyenne des remboursements de prêt est estimée à 7 ans et demi. L'aide octroyée au Portugal en mai dernier s'élève, quant à elle, à 26 milliards d'euros sur trois ans, la durée moyenne des remboursements de prêt est également estimée à 7 ans et demi.

Prêts déjà accordés par le FESF (en milliards d'euros)

Date	Pays	Montant du prêt	Taux	Maturité
01/02/2011	Irlande	3,6	5,90 %	18/07/2016
22/06/2011	Portugal	3,7	6,08 %	05/07/2021
29/06/2011	Portugal	2,2	5,32 %	05/12/2016
Total		9,5		

Source : FESF

Le taux d'intérêt des prêts accordés par la FESF correspondait jusqu'au 21 juillet dernier au taux des emprunts qu'il a souscrits, majoré de 200 points de base pour les trois premières années, et de 300 points de base ensuite.

A l'image de ce qui avait déjà été opéré pour la Grèce en mars 2011, le sommet du 21 juillet a entériné l'idée d'une baisse des taux des financements octroyés par le FESF à l'Irlande et au Portugal ainsi qu'un allongement de la maturité de leurs prêts. Les prêts accordés dans le cadre du Fonds le sont désormais à des taux d'intérêt équivalents à ceux prévus par le Mécanisme de soutien à la balance des paiements (BDP, lancé en octobre 2009), soit environ 3,5 %. De fait, la marge réalisée par le FESF par rapport à

son coût d'émission sera calculée de façon à couvrir uniquement ses frais de fonctionnement.

Cette baisse des taux devrait permettre à l'Irlande et au Portugal d'économiser respectivement 0,225 % et 0,165 % de leur PIB.

Le sommet de la zone euro du 21 juillet avait également débouché sur l'annonce d'une nouvelle aide publique à la Grèce de 109 milliards d'euros, doublée d'une décote de 21 % de la dette grecque détenue par les créanciers privés. Le sommet du 26 octobre est revenu sur cette option en majorant la décote – qui passe à 50 % –, et en ramenant le montant de l'aide publique à 100 milliards d'euros. Contrairement au plan de 2010, celle-ci sera partiellement octroyée par le biais du FESF.

Le Fonds verserait à ce titre 67 milliards d'euros sur les 100 prévus au titre de la contribution Union européenne / FMI d'ici à 2014. Le FESF va en outre garantir le programme d'échange de titres accepté par les investisseurs à hauteur de 30 milliards d'euros. Par ailleurs, les prêts non déboursés prévus dans le premier plan d'aide de mai 2010, sont transférés à la charge du FESF, soit 27,1 milliards d'euros.

De fait, compte tenu des aides accordées à l'Irlande et au Portugal, la capacité d'intervention du Fonds est désormais ramenée à environ 272 milliards d'euros.

En dépit de ses insuffisances et des imprécisions qui l'entourent, le Fonds modifié devrait être opérationnel dès le mois de décembre. Des doutes subsistent néanmoins quant à ce calendrier. La Cour constitutionnelle de Karlsruhe a en effet ordonné la suspension du sous-comité du Bundestag qui devait se prononcer sur les interventions du FESF. Cette suspension est liée au recours de deux députés contre le nombre de membres, 9, qui le composent, jugé par les requérants trop faible. C'est le Bundestag en formation plénière qui devra autoriser les rachats jusqu'à la décision de la Cour. Or ces opérations doivent rester confidentielles et le Bundestag ne peut se réunir à huis clos.

2. Conséquences éventuelles d'une aide des pays émergents

Les pays émergents réunis sous le sigle BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) ont manifesté à des degrés divers leur intérêt pour racheter de la dette souveraine européenne et contribuer de la sorte à une sortie de crise. Ces déclarations d'intention ne déboucheront pas, loin s'en faut, sur des actions opérationnelles de ces pays en tant qu'ensemble. L'Afrique du Sud a indiqué qu'elle ne disposait pas de réserves monétaires suffisantes lui

permettant d'intervenir. La Russie privilégie les achats de titres européens notés AAA, avec une préférence particulière pour les obligations allemandes. Elle a par ailleurs indiqué que la transformation du FESF décidée le 26 octobre lui apparaissait, faute de précisions, incompréhensible. Le Brésil a, quant à lui, indiqué sa disponibilité à participer à des opérations du Fonds monétaire international plutôt qu'à des achats de titres du FESF. Il estime, néanmoins, que la contrepartie à un éventuel apport financier consiste en un élargissement de ses quotas au sein du FMI.

L'appui des BRICS apparaît de fait plus politique qu'effectif et ne passera en tout état de cause que par le Fonds monétaire international.

Seule la Chine a, pour l'heure, agi concrètement, en entrant notamment dans le capital d'installations portuaires grecques. Elle détiendrait par ailleurs environ 500 milliards de dollars de dettes européennes. Une aide de 100 milliards de dollars est, en outre, évoquée. Les autorités chinoises rappellent régulièrement que l'Union européenne est leur premier partenaire commercial et qu'elles ont pleinement confiance en l'économie américaine. Il ne serait pas illogique que la Chine attende des contreparties d'un tel investissement à l'image de la reconnaissance du statut d'économie de marché voire de la levée de l'embargo militaire. Pékin considère que l'obtention du statut d'économie de marché avant 2016 lui éviterait des condamnations pour dumping. Un tel statut ne serait pas sans conséquence pour l'Union européenne qui verrait les dernières barrières douanières se lever.

Une intervention chinoise présenterait un autre risque, cette fois-ci monétaire. En effet, si la Chine achète de la dette en euro, la monnaie unique risque de se renchérir et fragiliser de la sorte la capacité exportatrice de la zone. Il conviendrait de fait que le FESF émette des obligations libellées en yuans. Cette solution devrait poser des difficultés à Pékin, dans la mesure où une émission de dettes en yuans par un tiers conduirait à une forme de perte de contrôle. Cela équivaudrait presque à une libéralisation des changes, ce à quoi s'est toujours opposée la Chine.

La dette européenne constitue, en tout état de cause, pour les autorités chinoises une alternative aux bons du Trésor américains et une occasion réelle de diversifier les placements des réserves de change chinoises, estimées à plus de 3 200 milliards de dollars. L'intervention chinoise ne serait pas exempte de conditions, Pékin appelant à l'adoption de politiques fiscales raisonnables et la mise en place d'une saine gestion de l'endettement. La Chine estime néanmoins que tous les problèmes européens n'ont pas encore été identifiés et qu'il est donc trop tôt pour investir.

La posture chinoise n'est pas sans conséquence sur l'attitude américaine à l'égard de l'Union européenne. La présence du secrétaire américain au trésor au sommet des ministres des finances de l'Union européenne de Wrocław en septembre dernier s'inscrit dans ce contexte. Le souhait qu'il a affiché à cette occasion de voir la capacité d'intervention du Fonds européen de stabilité financière démultipliée, en le transformant sur le modèle américain en émetteur de garanties, fait écho aux velléités chinoises d'investir dans la monnaie européenne. Ce choix se ferait indubitablement au détriment du dollar, au risque de compromettre la stabilité de celui-ci et donc du plan de relance de l'économie américaine.

Les doutes japonais

Le Japon, deuxième plus important détenteur de devises au monde, après la Chine, a indiqué récemment qu'il entendait poursuivre ses achats de bons émis par le FESF. Tokyo conditionne néanmoins cet engagement à la mise en place d'une « stratégie crédible » en Europe pour sortir de la crise des dettes. L'instabilité de la zone euro n'est pas sans conséquence pour l'économie nipponne, confrontée à une forte appréciation du yen, considérée comme une valeur refuge, affaiblissant de la sorte sa compétitivité-prix.

Lors du dernier appel au marché du Fonds début novembre, le pays s'est néanmoins porté acquéreur de deux fois moins de titres que lors des précédentes émissions. Le niveau de l'investissement, 300 millions d'euros soit 10 % de l'émission, prenait en compte l'état des liquidités nipponnes en euros, les conditions de l'émission et l'environnement du marché.

Tokyo avait jusque-là investi 20 % du montant total des trois premières émissions lancées par le FESF depuis le début de l'année, soit 2,7 milliards d'euros. Le pays avait ensuite investi 1,1 milliard dans l'émission à dix ans lancée en juin dernier par le FESF.

3. La recapitalisation bancaire

Rejetant jusqu'à début septembre l'hypothèse d'une recapitalisation des banques européennes, pourtant demandée par le Fonds monétaire international, la Commission a révisé sa position à la lumière de l'ajustement nécessaire du deuxième plan d'aide à la Grèce et l'implication plus importante que prévue du secteur bancaire. Dans un premier temps, la Commission a indiqué renoncer à son souhait de mettre fin en 2012 au régime spécial mis en place lors de la crise financière de 2008 pour autoriser les aides d'États aux banques. Une dégressivité des aides était envisagée depuis un an. Dix-neuf plans de restructurations demeuraient cependant en discussion. Ils concernent notamment les banques grecques et *Bank of Ireland*.

Le sommet du 26 octobre a conclu à la nécessité d'une recapitalisation de l'ensemble des banques, destinée notamment à faire face aux effets de la décote de 50 % de la dette grecque détenue par les établissements financiers mais aussi à porter leur ratio de fonds propres dus à 9 %, soit le taux retenu au sein de l'accord Bâle III, bientôt transposé par la directive CRD IV. Les banques étaient censées atteindre ce taux d'ici 2019. Le Conseil européen a finalement fixé cet objectif au 30 juin 2012.

L'autorité bancaire européenne (EBA) sera chargée de coordonner cette recapitalisation. Les établissements financiers seront invités à aller au préalable se refinancer sur les marchés, avant de solliciter les États¹³ voire le Fonds européen de stabilité financière. La Commission européenne estime que les pays notés AAA et la plupart des pays de la zone euro seront en mesure de recapitaliser leurs établissements via les marchés ou avec leurs propres fonds. Avant même l'appel aux marchés, les besoins en fonds propres des banques pourraient être couverts par les banques elles-mêmes par l'intermédiaire d'une mise en réserve de résultats ou de la réduction de la taille des bilans et des dividendes. Les profits annuels représentent, à l'heure actuelle, environ 7,5 % de leurs fonds propres. Les banques ne seront pas, néanmoins, autorisées à réduire de façon excessive leur portefeuille pour se recapitaliser. Une attention particulière sera portée au maintien des prêts hypothécaires et des prêts aux entreprises. 70 établissements bancaires devraient être concernés.

Fonds propres et profits des banques de la zone euro (en milliards d'euros)

	31 décembre 2010	30 juin 2011
Fonds propres	747,6	766,2
Profits	51,53	27,30

Source : Natixis

La question du calibrage des besoins en capitaux n'était pas sans risque. L'actualisation de la valeur des portefeuilles de dettes souveraines pouvait ainsi prendre en compte tant les décotes que les plus-values latentes liées aux pays les plus solides, quand bien même le principe de prudence comptable exclut l'intégration des plus-values tant qu'elles ne sont pas réalisées.

¹³Le président de l'eurogroupe, Jean-Claude Juncker, milite pour que les États qui participeraient à une recapitalisation d'une ou plusieurs de leurs banques le fassent avec comme contrepartie leur implication dans les organes de décision de ces établissements, au sein du conseil de surveillance, du conseil d'administration ou de la direction. Les banques devraient également transférer une partie de leurs bénéfices au budget national.

Le Fonds monétaire international estime que les banques devront encore lever entre 200 et 300 milliards d'euros pour couvrir leur exposition aux établissements financiers et aux dettes des États membres de la zone euro en difficulté. Une étude de *Goldman Sachs* évoquait, quant à elle, le 14 octobre dernier un besoin en capital de 298 milliards d'euros pour 68 banques sur 91 qui n'atteindraient pas le ratio de fonds propres de 9 %. Ces estimations sont fondées sur la valeur des contrats d'assurance contre le défaut (CDS) des pays¹⁴. La Commission européenne avait, quant à elle, évoqué en juillet le chiffre de 430 milliards d'euros pour que l'ensemble du secteur bancaire se conforme au nouveau cadre Bâle III d'ici à 2019¹⁵.

Le chiffre de 105 milliards avancé par l'EBA lors du sommet du 26 octobre apparaît de fait en deçà des prévisions initiales. Il se fonde sur la valeur de marché de l'exposition des établissements bancaires aux risques souverains au 30 septembre 2011. La recapitalisation concernerait de fait 70 établissements d'importance systémique.

Besoin des 70 banques européennes (en milliards d'euros)

Pays	Montant
Grèce	30
Espagne	26
Italie	14,8
France	8,8
Portugal	7,8
Allemagne	5,2
Belgique	4,1
Chypre	3,6
Autriche	2,9
Suède	1,4
Slovénie	0,297

Source : Autorité bancaire européenne

¹⁴ Les prix des CDS ne reflètent pas pour autant un risque de défaut mais l'équilibre d'un marché spéculatif.

¹⁵ Les banques françaises se sont d'ores et déjà engagées à atteindre un ratio de fonds propres durs de 9 % en 2013.

De nouvelles garanties de financement interviendraient en complément du plan de recapitalisation. Les mécanismes de garanties mis en place à l'automne 2008 au plus fort de la crise financière, seraient ainsi réactivés au niveau national mais avec des améliorations communes.

Les banques allemandes comme françaises devraient pouvoir augmenter leurs capitaux sans recourir aux marchés. Le besoin de renforcement des fonds propres des banques françaises serait, quant à lui, inférieur à 10 milliards d'euros et donc supportable par les établissements eux-mêmes.

Concernant la définition des fonds propres, un consensus s'est dégagé pour intégrer en leur sein des titres hybrides et notamment les obligations convertibles contingentes, les *Coco's*, qui deviendront des actions en cas de nécessité ou resteront des obligations si le risque catastrophe ne se réalise pas ou si l'accumulation de profits des banques s'avère suffisante.

Les banques se montrent assez réservées sur cette recapitalisation. Une hausse des fonds propres pour l'ensemble des banques n'est pas considérée comme une mesure appropriée pour résorber la crise de la dette. Le débat sur la recapitalisation est considéré comme contre-productif puisqu'il suppose qu'une nouvelle décote de la dette grecque constitue l'hypothèse de travail la plus plausible. La recapitalisation pourrait en outre aggraver l'endettement des États membres dont les banques sont concernées. Enfin, l'interdiction de verser des dividendes et des bonus pourrait s'avérer contre-productive, dans la mesure où elle viendrait compliquer un peu plus les levées de capitaux privés.

L'augmentation immédiate des ratios de capital n'est pas forcément l'idée la plus opportune dans le contexte économique actuel. Elle pourrait induire une dilution des actionnaires et une nouvelle baisse des cours boursiers rendant délicate la levée de capital en Bourse. Elle pourrait freiner, dans le même temps, le crédit afin de réduire la consommation de fonds propres. La Commission européenne a admis, à cet égard, qu'elle aurait un impact sur la croissance.

La question du respect des ratios de ressources stables de Bâle III n'est pas sans incidence dès lors qu'elle interagit avec celle de l'exposition des banques à la dette souveraine. Elle implique, à moyen et long terme, un vrai risque de rationnement du crédit au sein de la zone euro, notamment en France et en Italie. Ces deux pays se caractérisent en effet par des coûts élevés de financement des banques et un taux d'autofinancement des entreprises inférieur à 100 %, à la différence de l'Allemagne ou de l'Espagne. Or, la seule composante dynamique de la croissance au sein de la zone euro tient à

la capacité des entreprises d'investir en vue d'exporter, alors que la demande intérieure stagne ou faiblit.

Le rythme initial prévu pour la mise en place des ratios Bâle III (montée progressive jusqu'en 2019) semble, de fait, plus adapté aux objectifs de relance de l'activité qu'une recapitalisation accélérée.

Une étude de *Natixis* évalue à 44 milliards d'euros le coût, pour les banques de la zone euro, d'une décote de 50 % de la dette grecque (5 milliards d'euros pour les banques françaises) et 180 milliards d'euros le coût, pour ces mêmes établissements, d'une décote de 30 % des dettes italienne, portugaise et espagnole (22 milliards d'euros pour les seules banques françaises). A cette menace sur les portefeuilles de dette, s'ajoute un risque de hausse des défauts des ménages et des entreprises induits par la faible croissance : *Natixis* évalue celui-ci à 34 milliards d'euros. Le cumul défaut des États et défaut privés conduirait à une réduction de 33 % des fonds propres des banques de la zone euro. De fait, les banques de la zone euro ne manqueraient probablement aujourd'hui de capital qu'en cas de défaut, très peu probable, de l'Italie.

Exposition des banques aux dettes souveraines (en milliards d'euros)

Banques Dette	Autriche	Belgique	Chypre	Estonie	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande
Autriche	14,59	0,44	0,02	0	0,12	0,4	1,44	0,46	0,05
Belgique	2,22	29,6	0,04	0	0,25	3,76	13,72	3,91	0,27
Chypre	0,33	0,04	1,44	0	0	0	0	5,81	0,36
Estonie	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlande	0	0,15	0	0	0,41	0,19	0,18	0	0,04
France	4,86	33,04	0,22	0	2,34	118,26	45,59	10,07	2,11
Allemagne	11,28	6,49	0,22	0,02	0,8	13,57	315,31	7,93	1,01
Grèce	0,02	0	0,31	0	0	0,16	0,41	54,45	0,02
Irlande	0,48	0,21	0	0	0,04	1,2	0,6	0,04	12,47
Italie	3,27	0,39	0,04	0	0,11	0,82	20,41	1,41	0,17
Luxembourg	0,11	0,16	0,01	0	0,01	0,03	0	0,08	0
Malte	0	0	0,01	0	0	0,02	0,01	0,01	0,01
Pays-Bas	2,39	12,25	0,03	0	1,03	23,6	26,39	1,17	0,44
Portugal	0,01	0,01	0	0	0	0,57	0,01	1,41	0,52
Slovaquie	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Slovénie	0,18	0,25	0	0	0,03	0,32	0,11	0,02	0,02
Espagne	0,13	0,72	0	0	0,5	3,82	2,17	0,45	0,08
TOTAL	39,86	83,73	2,33	0,02	5,64	166,72	426,37	87,23	17,55

Source : Natixis

Exposition des banques aux dettes souveraines (en milliards d'euros)

Banques Dette	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie	Espagne
Autriche	1,2	0,03	0,06	0,12	0,14	6,08	0,36	0,21
Belgique	21,4	0,18	0	0,36	2,09	2,52	0,29	2,87
Chypre	0,04	0	0,1	0	0	0	0,01	0,06
Estonie	0	0	0	0	0	0	0	0
Finlande	0	0	0	0	0	0	0	0
France	53	0,78	0	13,66	4,75	0,6	1,16	14,63
Allemagne	36,82	1,74	0,08	4,39	3,58	0,85	0,55	18,61
Grèce	0,1	0	0	0	0	0	0	0
Irlande	0,85	0	0	0,52	0,24	0	0	0,33
Italie	164,01	0,51	0	0,17	0,37	3,83	0,32	3,23
Luxembourg	2,39	2,91	0	0,03	0,18	0,01	0	0,17
Malte	0	0	0,73	0	0	0	0	0
Pays-Bas	10,18	0,21	0,03	45,22	0,84	0,19	0,11	2,28
Portugal	1,02	0	0	0,01	19,57	0,07	0	0,25
Slovaquie	0	0	0	0	0	0	0	0
Slovénie	0,1	0,01	0	0,21	0,02	0,02	1,46	0,03
Espagne	7,2	0	0	0,34	4,85	0	0	222,82
TOTAL	298,31	6,37	1	65,03	36,62	14,18	4,27	265,50

Source : Natixis

4. Les *eurobonds* : les termes du débat

La mutualisation de la dette européenne est souvent avancée comme une des réponses à apporter à la crise financière actuelle. Sans remettre en cause le bien-fondé d'une telle option, il convient de rappeler qu'elles ne peuvent pas représenter une solution à court terme, car elles induisent des questions ayant trait aux transferts de souveraineté, qui nécessiteront au sein de chacun des pays concernés un long débat.

La question se pose notamment en Allemagne, au regard des conclusions de l'arrêt de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe du 7 septembre dernier. La mutualisation de tout ou partie de la dette de la totalité ou de certains États membres de la zone euro pourrait, en effet, apparaître contraire à cet arrêt en ce qui concerne le respect de la responsabilité budgétaire du Bundestag :

- les différents projets d'euro-obligations ont tous pour dénominateur commun le passage au fédéralisme budgétaire ;
- même limitée, par exemple à 40 % du PIB des États concernés, la mutualisation de la dette suppose que l'Allemagne soit amenée à assumer les choix budgétaires de ses partenaires.

En effet, aux termes de l'arrêt, le Bundestag ne peut autoriser de mécanisme permanent dans le cadre d'accords internationaux qui conduirait l'Allemagne à assumer une responsabilité financière pour les conséquences de décisions prises par d'autres États, et ce d'autant plus qu'il serait difficile d'en mesurer l'impact.

Les *eurobonds* doivent, de fait, être l'aboutissement du processus d'intégration économique et monétaire et non constituer un préalable. Leur introduction ne peut se faire qu'en complément d'une surveillance budgétaire et d'une coordination politique renforcées. Les pays dits vertueux n'accepteront d'ailleurs l'euro-obligation qu'à la condition d'avoir confiance dans les stratégies budgétaires et économiques de leurs partenaires. La mutualisation des risques passe ainsi, au préalable, par une révision du mode de contrôle des déficits. Les pays ne devraient dès lors plus pouvoir déterminer leur déficit public.

Alors que le Conseil européen demeure divisé sur la création d'*eurobonds*, la Commission entend présenter avant fin 2011 un livre vert sur la question, présentant les différentes options en jeu.

Les euro-obligations telles que conçues par leurs promoteurs sont censées ramener le coût de financement de la zone euro à celui des États-Unis ou du Royaume-Uni dans la mesure où les ratios de déficit et de dette s'avèrent comparables. L'amélioration du coût de financement suppose néanmoins que la note de crédit des obligations communes soit suffisamment bonne. Elles doivent donc reposer sur un système de garantie solidaire sous peine d'être notées comme le plus faible des émetteurs de la zone euro. La mise en place d'un système de bonus/malus destiné à éviter les comportements de certains États s'avère également nécessaire.

Avant même la création d'euro-obligations, le think tank *Coe-Rexecode* préconise la création d'*eurobunds*, qui fusionnerait les dettes de sept pays : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la France, le Luxembourg et les Pays-Bas. Un vaste réservoir de titres de placement – environ 5 000 milliards d'euros – serait ainsi créé avec un niveau d'attractivité élevé. Il constituerait de la sorte une base solide de prêts aux pays en difficulté.

C. UNE GOUVERNANCE DE LA ZONE EURO EN PLEINE ÉVOLUTION

1. Un renforcement indispensable

a) La réforme, enfin adoptée, du Pacte de stabilité et de croissance

Le Parlement européen a adopté, le 28 septembre 2011, le paquet de six textes sur la gouvernance économique proposé par la Commission européenne un an plus tôt. Le Conseil a confirmé le 4 octobre 2011 son accord sur ce compromis trouvé avec le Parlement européen.

Ce « paquet législatif » de cinq règlements (d'application directe) et d'une directive (*six pack*) modifie les volets préventif et correctif du pacte de stabilité et de croissance, adopté en 1997. Il s'intègre dans une stratégie d'ensemble qui prévoit notamment l'approfondissement du marché intérieur, la promotion des relations commerciales internationales, l'amélioration de la compétitivité et une surveillance renforcée des marchés financiers.

Trois changements essentiels sont apportés : un encadrement plus strict des budgets nationaux, une coordination plus étroite des politiques économiques et une surveillance plus crédible des déséquilibres budgétaires mais aussi macroéconomiques.

(1) L'encadrement des budgets nationaux

La directive impose que les comptes nationaux couvrent toutes les agences et entreprises publiques. Leur publication doit être mensuelle, les comptes locaux devant eux être publiés chaque trimestre. Les limites chiffrées de dette et de déficit devront être inscrites dans la loi (sauf au Royaume-Uni) et la planification budgétaire couvrir au moins trois années et s'appuyer sur des prévisions réalistes. Enfin, les comptes publics seront soumis au contrôle d'un vérificateur indépendant.

Les États membres doivent mettre en vigueur les dispositions nécessaires pour se conformer à cette directive avant la fin de l'année 2013.

(2) L'amélioration de la coordination des politiques économiques

Le « paquet » codifie dans un premier temps la procédure du semestre européen, dont l'objet est d'évaluer le budget national annuel pour assurer une meilleure coordination des politiques économiques des États membres et une convergence des performances économiques.

Cette procédure organise un dialogue au premier semestre entre la Commission et les États membres. Il concerne les programmes nationaux de stabilité et de réforme, avant l'adoption nationale du projet de loi de finances à l'automne. Ce dialogue doit impliquer les Parlements nationaux, afin de conférer une légitimité démocratique à cette procédure de coordination.

Un dialogue économique est par ailleurs ouvert entre les institutions de l'Union : la commission compétente du Parlement européen peut ainsi inviter le président du Conseil, la Commission européenne, le président du Conseil européen ou celui de l'eurogroupe à échanger sur la surveillance des positions budgétaires et des politiques économiques. Elle peut aussi convier à un échange de vues l'État membre faisant l'objet d'une recommandation du Conseil.

Il est en outre prévu que, dans le cadre de ce dialogue, le Conseil justifie publiquement un éventuel refus de suivre une recommandation ou proposition de la Commission relative au pacte de stabilité.

(3) Un renforcement de la surveillance des déséquilibres budgétaires et macroéconomiques

En ce qui concerne le volet préventif du pacte, la procédure de surveillance a été révisée afin d'éviter les négociations au sein du Conseil. De fait, si un État membre s'écarte de son objectif de moyen terme, en raison d'une croissance annuelle de ses dépenses supérieure à son taux de croissance

potentielle à moyen terme, la Commission lui adresse un avertissement. Dans le mois qui suit, le Conseil peut adopter une recommandation enjoignant l'État concerné de prendre des mesures dans les 5 mois (voire 3 mois pour les cas jugés graves par la Commission). Si l'État concerné n'agit pas de manière appropriée dans le délai imparti, la Commission recommande au Conseil d'adopter, à la majorité qualifiée, une décision établissant l'inefficacité de l'action de l'État visé. Si le Conseil n'adopte pas cette décision, la Commission renouvelle sa recommandation un mois plus tard et c'est alors que la décision est réputée adoptée par le Conseil, sauf s'il la rejette à la majorité simple dans les dix jours suivant l'adoption de la recommandation par la Commission. Il s'agit là du principe de majorité inversée.

Si le Conseil a adopté une telle décision, la Commission recommande alors au Conseil, dans les 20 jours, d'imposer la constitution d'un dépôt portant intérêt (0,2 % du PIB). Cette recommandation est réputée adoptée par le Conseil sauf s'il s'y oppose à la majorité qualifiée dans les 10 jours. Le dépôt et les intérêts sont restitués à l'État concerné dès qu'il a rétabli la situation.

Le renforcement des sanctions permet également de renforcer la crédibilité de la procédure. Si la Commission estime qu'un État membre présente (ou risque de présenter) un déficit excessif, elle adresse un avis à l'État concerné et en informe le Conseil. Ce dernier, sur proposition de la Commission et compte tenu des observations de l'État visé, décide s'il y a ou non déficit excessif. Si la réponse est positive, il adopte des recommandations à l'État concerné afin qu'il mette un terme à cette situation dans un délai de 6 mois (voire 3 mois si la situation est jugée grave) et améliore chaque année d'au moins 0,5 % du PIB son solde budgétaire structurel. En outre, la Commission recommande au Conseil, dans les 20 jours suivant sa décision constatant un déficit excessif, d'imposer à l'État concerné un dépôt ne portant pas intérêt (0,2 % du PIB). Cette recommandation est réputée adoptée par le Conseil sauf s'il s'y oppose à la majorité qualifiée dans les 10 jours.

Au terme de ce délai, s'il constate qu'aucune action efficace n'a été prise pour corriger le déficit excessif, le Conseil peut rendre publiques ces recommandations et informe le Conseil européen. Si, dans les deux mois, l'État concerné persiste à ne pas donner suite aux recommandations du Conseil, ce dernier peut le mettre en demeure de prendre les mesures nécessaires.

Si le Conseil décide que l'État membre ne donne toujours pas suite, la Commission recommande au Conseil, dans les 20 jours suivant cette décision, d'imposer une amende d'au moins 0,2 % du PIB, affectée au Fonds européen de stabilité financière. Là encore, cette recommandation est réputée adoptée par le Conseil sauf s'il s'y oppose à la majorité qualifiée dans les 10 jours.

Ces dispositions ne seront applicables que dans trois ans aux pays faisant déjà l'objet d'une procédure pour déficit excessif (23 à l'heure actuelle).

En outre, la surveillance est étendue à l'ensemble des déséquilibres macroéconomiques afin de réduire les écarts de compétitivité. Seront dorénavant surveillés, dans un tableau de bord, des indicateurs économiques mais aussi sociaux : l'endettement public et privé, l'évolution des marchés financiers et des prix immobiliers, le chômage, les retraites, la balance courante, les taux de change réels, la compétitivité... Le suivi de ces indicateurs permet la mise en place d'un mécanisme d'alerte destiné à détecter les déséquilibres macroéconomiques. Si la Commission considère qu'un État membre peut être touché par un déséquilibre, elle procède à un bilan approfondi de la situation spécifique de cet État. Elle peut soumettre, le cas échéant, une recommandation au Conseil qui peut alors décider que ces déséquilibres sont excessifs et recommander une action corrective.

L'État concerné présente publiquement un plan de mesures correctives assorti d'un calendrier de mise en œuvre, que le Conseil, sur la base d'une recommandation de la Commission, peut approuver dans les deux mois ou juger insuffisant. En ce dernier cas, l'État concerné doit présenter un nouveau plan dans les deux mois. Il s'expose sinon à une amende. Le suivi du plan est assuré par des rapports d'avancement présentés par l'État concerné et, le cas échéant, par des missions de surveillance de la Commission pouvant associer les partenaires sociaux.

Au terme du délai qu'il a fixé dans ses recommandations, le Conseil évalue l'action corrective et, s'il estime qu'elle n'a pas été engagée, le Conseil adopte, sur recommandation de la Commission, une décision faisant état du non-respect du plan et fixant de nouveaux délais. Cette décision est réputée adoptée par le Conseil, sauf s'il la rejette à la majorité qualifiée dans les dix jours suivant son adoption par la Commission. Si un État membre de la zone euro, visé par une procédure pour déséquilibres excessifs, ne respecte pas les recommandations, il devra effectuer un dépôt porteur d'intérêts. S'il persiste à ne pas corriger ces déséquilibres à l'issue de six mois et de deux avertissements, il peut se voir imposer une amende de 0,1 % du PIB. Ces sanctions sont réputées adoptées, sauf si une majorité qualifiée s'y oppose au Conseil.

Dans le cadre de cette procédure pour déséquilibres excessifs, il est prévu que le rôle des Parlements nationaux et des partenaires sociaux soit respecté, ainsi que les différences entre les systèmes économiques nationaux, par exemple les politiques de fixation des salaires.

Afin d'assurer la crédibilité de cette surveillance multilatérale, un principe d'indépendance statistique est désormais prévu dans les textes. Des amendes, ne pouvant dépasser 0,2 % du PIB, sont prévues en cas de non – respect de ce principe.

L'amélioration de la régulation financière : le cas des CDS souverains à nu

L'achat des CDS souverains à des fins uniquement spéculatives seront progressivement interdits d'ici novembre 2012 aux termes d'un accord conclu le 18 octobre entre le Conseil et le Parlement européen. Un investisseur ne pourra plus détenir de CDS sur un pays sans détenir d'obligation de l'État concerné.

Une autorité nationale pourra cependant lever cette interdiction dès lors qu'elle affecte la liquidité des marchés de la dette souveraine. Le taux d'intérêt élevé, l'augmentation du *spread* ou l'écart de prix croissant entre CDS souverains peuvent justifier une telle dérogation. Cette autorisation sera soumise à un avis de l'Autorité européenne de supervision des marchés de valeurs mobilières (ESMA).

b) Les conclusions du sommet du 26 octobre

Le sommet de la zone euro du 26 octobre a été, quant à lui, l'occasion de renforcer la structure de gouvernance de la zone euro, dans une double optique : assurer une intégration plus étroite et affronter plus efficacement le défi de la crise de la dette souveraine. Ce faisant, les dirigeants de la zone euro tentent de mettre en place des instruments susceptibles d'anticiper ce type de crise et éviter de se trouver contraints à seulement réagir aux constats des marchés financiers.

Dans ce cadre, les sommets de la zone euro seront à l'avenir pérennisés, avec un rythme biennuel. Ils devraient servir de cadre à la définition d'orientations stratégiques concernant les politiques économiques et budgétaires des États membres de la zone. La nomination du président du Conseil européen se fera, par ailleurs, au même moment que celui du sommet de la zone euro et pour un mandat de la même durée. Herman van Rompuy assume d'ores et déjà les deux fonctions.

L'eurogroupe devrait, en outre, bénéficier d'une structure renforcée, afin notamment de jouer un rôle central dans la mise en œuvre du semestre européen par les États membres de la zone. Une réflexion est lancée sur la présidence de ce groupe qui pourrait évoluer à l'expiration du mandat de l'actuel président, Jean-Claude Juncker. L'hypothèse d'un président à plein temps est notamment envisagée.

Les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont par ailleurs décidé d'aller plus loin que les mesures prévues dans le cadre de la réforme du pacte de stabilité et de croissance. Les budgets nationaux des États membres de la zone devront ainsi désormais être fondés sur des prévisions de croissance indépendantes.

Par ailleurs, les États membres de la zone devront consulter la Commission et leurs partenaires avant l'adoption de tout programme important de réforme de la politique budgétaire ou économique, susceptible d'avoir des conséquences sur la zone euro elle-même.

Un État membre de la zone faisant l'objet d'une procédure pour déficit excessif pourra voir son projet de budget examiné par la Commission et le Conseil, qui rendront un avis sur ce texte, avant son adoption par le parlement national concerné. La Commission sera chargée de l'exécution du suivi de ce budget et pourrait, le cas échéant, proposer des modifications en cours d'exercice. Par ailleurs, en cas de dérapage d'un programme d'ajustement, une coordination et un suivi plus étroit de sa mise en œuvre seront assurés.

Enfin, chaque État membre de la zone euro devra adopter une règle d'or relative à l'équilibre structurel de ses finances publiques d'ici à la fin 2012.

Déficit et dette publics au sein de la zone euro en 2010 (en % du PIB)

	Déficit public	Dette publique
Allemagne	- 4,3	83,2
Autriche	- 4,4	71,8
Belgique	- 4,1	96,2
Chypre	- 5,3	61,5
Espagne	- 9,3	61
Estonie	+ 0,2	6,7
Finlande	- 2,5	48,3
France	- 7,1	82,3
Grèce	- 10,6	144,9
Irlande	- 31,3	94,9
Italie	- 4,6	118,4
Malte	- 3,6	69
Luxembourg	- 1,1	19,1
Pays-Bas	- 5,1	62,9
Portugal	- 9,8	93,3
Slovaquie	- 7,7	41
Slovénie	- 5,8	38,8
<i>Moyenne zone euro</i>	6,2 (6,4 en 2009) ¹⁶	85,4 (79,8 en 2009)

Source : Eurostat

Ces mesures devraient être détaillées par la Commission le 23 novembre. Des modifications limitées pourraient en outre être apportées au traité, les premières orientations sur ce point devant être dévoilées en décembre prochain avant que des mesures ne soient arrêtées au mois de mars suivant.

2. Une redistribution des rôles ?

La crise de la dette souveraine a conduit l'Union européenne à se concentrer sur l'Union économique et monétaire, au risque de délaisser les dix États non membres de la zone euro. Le renforcement de l'intégration

¹⁶ Le déficit public pour l'ensemble de l'Union européenne a atteint 6,9 % du PIB contre 6,6 % l'année précédente. La dette publique 80,2 % contre 74,7 %.

européenne passe désormais presque exclusivement par la zone euro, comme en témoignent les avancées en matière de gouvernance économique, le pacte Euro + ou la volonté franco-allemande de nommer le président du Conseil européen à la tête d'un conseil spécial de la zone euro, dans la foulée des annonces du 21 juillet.

Dans le même temps, le rôle de chacune des institutions a été révisé par les faits, au détriment, pour l'instant, de la Commission européenne, peu audible depuis le déclenchement de la crise.

a) L'affirmation de la méthode intergouvernementale

Si les pays les plus importants ont, aux origines de l'Union économique et monétaire, tenté de s'opposer à une perte d'autonomie nationale, la nécessité de rendre concrète une véritable gouvernance économique de la zone face à la crise de la dette souveraine a conduit ces États à relativiser leur position. Il convient de rappeler, par ailleurs, que dans le cadre de la gestion de cette crise, les mécanismes financiers sont alimentés en premier lieu par les budgets des États membres et non le budget communautaire. Les parlements nationaux ont, à ce titre, leur mot à dire. Un tel constat légitime, de fait, l'affirmation d'une gestion certes supranationale de la zone euro mais sur une base intergouvernementale et non plus communautaire.

La crise a été gérée par le biais intergouvernemental, pour ne pas dire franco-allemand, reléguant la Commission à un simple support technique. Ce sont les gouvernements qui semblent désormais enclins à accélérer la mise en place d'un véritable fédéralisme financier, comme en témoignent, notamment, les conclusions du sommet du 26 octobre dernier, au terme desquelles les chefs d'État et de gouvernement ont indiqué « *leur intention de réfléchir aux moyens de renforcer davantage la convergence économique au sein de la zone euro, d'améliorer la discipline budgétaire et d'approfondir l'union économique, y compris en envisageant la possibilité d'apporter des modifications limitées au traité* ». Il en va ainsi des réflexions allemandes sur une réforme des traités visant notamment à dépasser la règle de l'unanimité au sein de la zone euro, afin d'accélérer la convergence des politiques fiscales ou de rendre plus aisé le recours au futur Mécanisme européen de stabilité.

La création d'un poste de commissaire à l'euro relève également d'une initiative des États, en l'occurrence l'Allemagne et les Pays-Bas. Ce commissaire à l'euro serait notamment chargé de faire respecter le Pacte de stabilité et de croissance. Il serait doté d'un droit d'intervention, à l'image de celui dont dispose le commissaire à la concurrence pour sanctionner les entreprises en situation de monopole ou qui ne respectent pas les règles de la concurrence. Ce pouvoir serait progressif et échelonné, allant de

l'obligation de se conformer, dans le cadre des prévisions budgétaires, aux estimations de croissance de la Commission européenne jusqu'à la solution extrême de la sortie de l'euro, en passant par des retenues sur le versement de fonds de cohésion ou l'obligation d'obtenir l'accord de Bruxelles avant qu'un État fasse voter un budget. La promotion de l'actuel commissaire aux affaires économiques à la vice-présidence de la Commission et l'attribution du titre d'Analyste économique en chef de la Commission comme l'extension de ses pouvoirs ne répondent que partiellement à cette ambition.

Il s'agit de fait de dépasser les mesures de renforcement de l'eurogroupe que peuvent représenter les mesures de gouvernance économique récemment adoptées. L'Allemagne s'interroge également sur l'octroi de nouvelles compétences à la Cour de Justice de l'Union européenne pour lui permettre d'intervenir directement dans les affaires budgétaires des États membres. La France et l'Allemagne militent, par ailleurs, pour la création d'un véritable « gouvernement économique » de la zone euro au niveau le plus élevé.

La difficile gestation des décisions du 26 octobre soulignent cependant les limites de la méthode intergouvernementale dès lors que des dissensions apparaissent entre l'Allemagne et la France ou avec des pays tiers. Les contraintes politiques nationales peuvent, en outre, venir fragiliser les négociations et ralentir la prise de décision, renforçant un peu plus le décalage entre le temps de l'Union européenne et celui des marchés. Le contrôle étroit du Bundestag sur le gouvernement allemand a ainsi été critiqué par le président de l'eurogroupe, Jean-Claude Juncker.

Il convient au-delà de s'interroger sur les conséquences de la crise sur le fonctionnement même de l'Union européenne, où les préoccupations des États membres de la zone euro ne semblent pas toujours en phase avec celles de ceux qui n'en sont pas membres. Il en va ainsi du Royaume-Uni qui conteste, notamment, la pertinence d'un projet franco-allemand : la taxe sur les transactions financières. Londres estime en outre que les 17 membres de la zone euro se détachent de plus en plus de leurs partenaires au risque de fragiliser le renforcement du marché unique. Le gouvernement britannique juge également dangereux que les 17 puissent prendre des mesures qui puissent affecter les 27. C'est à ce titre qu'il a demandé la réunion d'un sommet des 27 dans la foulée immédiate de celui de la zone euro prévu le 26 octobre dernier. De telles réserves ne peuvent être ignorées dans le cadre d'une révision même limitée des traités. La Commission européenne, comme la Finlande et les Pays-Bas, considère elle aussi qu'il ne peut y avoir de séparation entre la zone euro et le reste de l'Union européenne.

b) Quel rôle pour la Commission européenne ?

Face à ces projets, le président de la Commission a proposé une « feuille de route pour la stabilité et la croissance » réunissant des éléments à appliquer totalement et immédiatement, selon ses termes, afin d'apporter une réponse complète à la crise actuelle. Cette stratégie repose sur cinq axes : la définition d'une réponse décisive au problème grec, l'optimisation du Fonds européen de stabilisation financière, la recapitalisation du secteur bancaire, la stimulation de la croissance et le renforcement de la gouvernance économique. La Commission a, dans ce domaine, décidé d'aller plus loin en préconisant le renforcement de la surveillance des pays placés sous assistance financière ou en déficit excessif afin de les inciter à modifier leurs projets de budgets. Un processus menant à une représentation externe de la zone euro plus unifiée sera également mis en œuvre.

Cette intervention de la Commission vise avant tout à défendre la méthode communautaire, face à la fusion présidence du Conseil européen - présidence du conseil spécial de la zone euro. La Commission estime qu'il n'y a pas lieu de créer davantage d'institutions alors qu'elle est censée d'ores et déjà incarner le gouvernement économique de l'Union. Le président Barroso plaidait, à cet égard, pour que la présidence de l'eurogroupe revienne à un commissaire européen. La méthode intergouvernementale n'est, à ses yeux, pas suffisante et pourrait même fragiliser à terme l'Union européenne. Le lancement d'une étude sur l'émission d'euro-obligations, alors que les États membres sont divisés sur cette question, s'inscrit dans cet axe.

c) Le nouveau rôle de la Banque centrale

La Banque centrale européenne, contestée dans le passé pour son absence de sens politique, a vu quant à elle son rôle renforcé, au point d'apparaître comme l'une des principales armes en vue de desserrer l'étreinte des marchés sur cinq pays de la zone euro. À côté de la stabilité des prix, la stabilité financière s'est ainsi imposée comme le deuxième pilier de la Banque centrale, consacrant une évolution entreprise depuis 2007 et la crise des *subprimes*.

La Banque centrale a ainsi élargi ses propres opérations de refinancement aux établissements bancaires, offrant à ceux-ci la possibilité d'emprunter sur des maturités plus longues, ses prêts pouvant ainsi aller jusqu'à un an. Le système des enchères qui consistait à prêter au mieux-disant a, de son côté, été suspendu : les établissements de crédits empruntent désormais à un taux fixe et relativement faible et ont l'assurance d'obtenir toute la liquidité souhaitée. La gamme d'actifs pouvant être apportés en garantie a été, dans le même temps, élargie. La BCE a de surcroît aboli le critère de la note de crédit pour les trois pays sous assistance financière,

s'émancipant ainsi du jugement des agences de notation. La Banque centrale européenne n'accepte en théorie que les obligations bien cotées comme garantie pour les financements qu'elle accorde au secteur bancaire dans la zone euro. Dans le cas des créances négociables émises ou garanties par le gouvernement portugais, elle a, ainsi, décidé, de suspendre le 7 juillet et jusqu'à nouvel ordre, l'application du seuil de notation de crédit dans le cadre des exigences d'éligibilité pour les opérations de crédit du système euro. De telles dispositions avaient déjà été prises en mai 2010 à l'égard des obligations grecques et en novembre dernier à l'endroit des titres irlandais. Les titres devaient jusque lors être au moins notés A -.

Cet arsenal de mesures dites non-conventionnelles a été complété par l'intervention directe sur les marchés obligataires. La BCE est devenue dans un premier temps un acheteur d'obligations dites sécurisées sur le marché de la dette privée, par l'intermédiaire du *Covered Bond Purchase Programme* (59,2 milliards d'euros de titres achetés au 14 octobre 2011). Ces titres permettent le refinancement à long terme des banques. Elle a complété cette action par des achats d'obligations publiques via le programme SMP (*Securities Markets Programme*). Elle a ainsi acquis 183,019 milliards d'euros de titres grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens, dont plus de 110 milliards au cours de ces trois derniers mois.

***Encours de dettes publiques de la zone euro détenus par la Banque centrale en 2011
(en milliards d'euros)***

07/01	12/08	19/08	26/08	02/09	09/09	16/09	04/11
74,14	95,96	110,25	115,58	128,83	142,86	152,66	183,02

Source : Banque centrale européenne

Alors que ses statuts lui interdisent de financer les États, la Banque centrale justifie son action en indiquant qu'elle achète ces titres non auprès des États mais auprès des investisseurs. Elle soutient de la sorte les établissements financiers et limite dans le même temps la dépréciation de ces titres. Ces achats sont compensés par une diminution relative des prêts aux banques (stérilisation des achats). En cas de récession doublée de déflation, la BCE pourrait être tentée de renoncer à cette compensation. La Banque adopterait alors la politique d'« assouplissement quantitatif » pratiquée par la réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon.

Ce comportement de la BCE, présenté comme un moyen de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire, constitue également une action en faveur de la restauration de la solvabilité budgétaire de certains pays. Une telle option n'est pas incompatible avec l'objectif de stabilité des prix, aucun signe annonciateur d'inflation n'étant présent au sein de la zone euro. La crainte tient plus à ce que de tels achats aient un effet incitatif et poussent les États à ne pas réduire leurs déficits, financés de la sorte par la Banque centrale européenne.

Ces choix ne se sont pas faits sans heurts au sein de l'institution comme en témoignent le départ de la Banque centrale européenne de son économie en chef, Jürgen Stark, et du président de la Bundesbank, Axel Weber. L'Allemagne s'est par ailleurs montrée extrêmement réservée sur le programme SMP et sur la volonté de son gouverneur de limiter l'implication du secteur privé dans le nouveau plan d'aide à la Grèce. Le sommet du 26 octobre a été l'occasion pour le gouvernement allemand de manifester son attachement à l'indépendance de la Banque centrale européenne.

La Banque centrale est, en effet, devenue un interlocuteur incontournable dans le débat sur la réforme de la gouvernance économique de la zone euro mais aussi dans la négociation des plan d'aide aux pays concernés. La lettre adressée au gouvernement italien début août l'enjoignant de mener à bien de vastes réformes structurelles est venue renforcer l'impression que la Banque centrale constitue à l'heure actuelle la voix de l'euro. Son intervention sur le marché secondaire est à l'heure actuelle essentielle en vue de tempérer les attaques spéculatives, même si le cas italien souligne que cette action est désormais insuffisante. Le nouveau gouverneur de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, a, en tout état de cause, indiqué son souhait de maintenir le programme SMP.

Alors que l'Allemagne s'est opposée à reconnaître dans les conclusions du sommet du 26 octobre un soutien de la zone euro aux mesures non conventionnelles de la Banque centrale européenne, la relative faiblesse du Fonds européen de stabilité financière, même modifié, face à l'enjeu italien pourrait cependant reposer à court terme la question de la mise en place d'un véritable partenariat entre la Banque et le FESF.

CONCLUSION

La crise italienne constitue un précédent dans le sens où les marchés ne stigmatisent plus les failles d'un modèle économique, comme en Irlande, au Portugal, en Espagne ou en Grèce, mais condamnent l'absence de crédibilité des politiques de rigueur et de relance adoptées par un gouvernement et un parlement. Une telle pression a débouché sur l'annonce de la démission du président du Conseil, sans que celle-ci ne suffisse *in fine* à tempérer les inquiétudes des investisseurs.

Cette démission intervient après celle du Premier ministre grec et l'organisation d'élections anticipées en Irlande, au Portugal et en Espagne qui ont débouché sur un renversement de la majorité en place. La crise de la dette souveraine a conduit, de fait, à une crise politique au sein de chacun des pays confrontés à des problèmes de refinancement sur les marchés. Ces événements traduisent un écart croissant entre les populations et les gouvernements obligés de répondre à la crise par des politiques de rigueur. Par delà, c'est l'ensemble du projet monétaire européen qui semble affecté par une crise de confiance, l'euro étant désormais synonyme de moins-disant social et d'austérité.

La crise italienne vient par ailleurs une nouvelle fois illustrer le décalage entre le temps politique et celui des marchés. La zone euro ne gagnera la bataille de la crédibilité qu'en anticipant les réactions des marchés, c'est-à-dire en se dotant des instruments capables de prévenir une dérive des comptes ou de la dette dans un des États membres mais aussi en repensant les règles en matière de solidarité financière entre les pays de manière à assurer à la zone une stabilité durable. Faute d'une telle évolution, le débat artificiel sur son éclatement continuera à prospérer.

EXAMEN EN COMMISSION

La commission s'est réunie le mardi 16 novembre 2011 pour l'examen du présent rapport.

M. Simon Sutour, président :

Alors qu'il y a un an la crise de la dette souveraine ne concernait que la Grèce et l'Irlande, la situation prend désormais une autre ampleur avec les menaces qui pèsent aujourd'hui sur l'Italie, dont le poids économique au sein de la zone euro est énorme.

M. Aymeri de Montesquiou :

Je souhaitais m'attarder sur l'importance des entreprises exportatrices italiennes. Le nombre de PME exportatrices dans la péninsule est en effet deux fois supérieur à celui de l'Allemagne et trois fois à celui de la France. Au Kazakhstan, le champ pétrolifère du Kashagan a été concédé au géant italien *ENI* pour 130 milliards d'euros. Cette société a souhaité sous-traiter 60 % de l'exploitation de ce terrain à des PME italiennes. Celles-ci arrivent à capter un certain nombre de parts de marchés parce qu'elles savent s'associer, à l'image du consortium *Finmeccanica*. Elles chassent en meute ! Le rapporteur indique pourtant dans son propos qu'il existe des freins à l'internationalisation des PME italiennes, quels sont-ils ?

M. Jean-François Humbert :

Si le succès à l'export des entreprises italiennes est patent, notamment dans le secteur textile, je souhaitais néanmoins souligner que l'État n'a pas encouragé une telle internationalisation et qu'il restait un certain nombre d'obstacles à l'utilisation optimale des capacités exportatrices de l'industrie italienne. Je pense à l'absence d'aide à la recherche et développement ou aux difficultés à accéder aux marchés financiers. La frilosité des banques locales mais aussi la gestion familiale de certaines de ces entreprises peuvent également apparaître comme des obstacles.

M. Aymeri de Montesquiou :

Les atouts industriels du nord du pays devraient tempérer les craintes concernant les investissements des banques françaises en Italie. Pourtant,

certains comparent l'exposition des banques françaises à la dette italienne à leur exposition à la dette grecque. Qu'en est-il réellement ?

M. Jean-François Humbert :

Une telle comparaison peut apparaître hasardeuse tant, je le répète, les fondamentaux économiques ne sont pas les mêmes. Je relèverai simplement que les montants sont plus importants en Italie : 24 milliards d'euros pour la *BNP Paribas* en Italie contre 5 en Grèce par exemple.

M. Jean-Paul Emorine :

La présentation de la situation italienne par le rapporteur peut quelque peu nous rassurer. Nous sommes effectivement loin d'une situation à la grecque. Certes, la dette publique rapportée au PIB atteint un niveau alarmant mais il convient de prendre en compte le faible endettement des ménages et des entreprises. Ce dernier est en effet moins important que dans nombre de pays qui ne disposent pas des mêmes atouts industriels.

On sent bien que la crise italienne est avant tout une crise de confiance à l'égard des autorités. Le nouveau président du Conseil, Mario Monti, que j'ai pu rencontrer en juillet dernier, devrait permettre assez vite de tourner la page et appliquer une politique adaptée. Qu'il s'attaque notamment à l'économie informelle qui représente 17 % du PIB, soit 260 milliards d'euros !

Jean Monnet disait que l'important, ce n'est ni d'être optimiste, ni d'être pessimiste mais d'être déterminé. Si l'Italie est déterminée elle dépassera rapidement ses difficultés.

M. Richard Yung :

Je ne suis pas non plus pessimiste pour l'Italie, qui dispose d'atouts économiques indéniables. En économie comme en sport, il y a toujours un Italien sur le podium ! En Algérie, leurs entreprises du BTP viennent ainsi d'emporter de très nombreux marchés, au détriment des sociétés françaises d'ailleurs. Les PME italiennes chassent en meute avec succès, sans besoin réel d'aides d'État.

Le rapporteur s'est attardé sur la solidité du secteur bancaire local. Satisfait-elle au fameux ratio de fonds propres de 9 % ?

M. Jean-François Humbert :

L'Autorité européenne des Banques a récemment indiqué qu'il manquait 14,8 milliards d'euros aux établissements italiens dits systémiques pour atteindre ce ratio.

M. Simon Sutour, président :

Notre récent déplacement en Croatie corrobore les propos de nos collègues Montesquiou et Yung, les entreprises italiennes connaissent beaucoup de succès à l'international.

M. Jean Bizet :

Je souhaitais souligner le fait que, face à ce type de crise, la solution fédérale était de plus en plus admise par un certain nombre d'États membres. Nous avons trop mésestimé l'importance d'une gouvernance économique de la zone lorsque nous avons lancé le projet de monnaie unique dans les années quatre-vingts. Elle prend aujourd'hui tout son sens.

Il convient également de réfléchir, au sein du couple franco-allemand mais pas seulement, au rôle que sera amené à jouer la Banque centrale européenne. Son cahier des charges limite son rôle à la lutte contre l'inflation. Or, le Fonds européen de stabilité financière, même doté d'un véhicule spécial destiné à accueillir les fonds des pays émergents, ne peut faire face à une crise de liquidités en Italie. Il faut donc songer à impliquer un peu plus la BCE dans la gestion de la dette de l'ensemble de la zone euro, à l'image de ce que fait la Fed ou la Banque d'Angleterre. Rappelons que celle-ci détient 322 milliards de titres britanniques alors que la BCE n'a acquis 187 milliards de titres de pays de la zone euro.

M. Michel Delebarre :

Contrairement à la Grèce, l'Italie dispose en effet de fondamentaux solides. On peut de fait regretter que la crise politique ait par trop duré et ait conduit à une telle panique sur les marchés financiers.

Mme Bernadette Bourzai :

Au delà de la crise économique, le rapporteur a bien souligné le décalage profond existant entre le nord et le sud du pays. Cette différence économique criante peut susciter des inquiétudes quand au maintien à terme de la cohésion nationale.

M. Éric Bocquet :

La situation italienne n'est pas sans nous laisser songeur quant à notre propre situation ! Je suis frappé de voir depuis quelques jours que la réponse à la crise de la dette consiste en la mise en place de gouvernements dits techniques. C'est le cas notamment en Italie. Ces gouvernements d'experts dépasseraient de fait les clivages politiques. Mais il me semble pourtant que gouverner, c'est choisir et qu'aucun programme n'est totalement neutre. Je ne suis pas convaincu que la solution à la crise soit le fait d'experts, au regard notamment d'un passé récent. Que l'on songe à la banque *Goldmann Sachs* par exemple !

*

A l'issue du débat, la commission des affaires européennes a autorisé la publication du rapport d'information.

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES À ROME

- MM. Daniele Franco, directeur central, et Stefano Siviero, responsable de la division Modèles et Prévisions, Banque d'Italie ;
- M. Lorenzo Codogno, responsable de la direction Analyse économique et financière, Ministère du Trésor ;
- MM. Giovanni Sabatini, directeur général, Vincenzo Chiorazzo, chef du bureau de l'analyse économique, et Francesco Masala, bureau de l'analyse économique, Association des banques italiennes ;
- MM. Luca Paolazzi, directeur du centre d'études, et Alessandro Fontana, *Confindustria* ;
- M. Luigi Lusi, sénateur (Parti démocratique), vice-président de la commission de la programmation économique et des comptes publics ;
- M. Massimo Gaiani, conseiller diplomatique de la ministre des affaires européennes et coordinateur du département des politiques européennes / CIACE ;
- M. Roberto Monducci, directeur central des statistiques sur les entreprises, l'agriculture, le commerce extérieur et les prix à la consommation, ISTAT ;
- Mme Francesca Traciò, directrice de la fondation Rosselli ;
- Mme Fiorina Capozzi, journaliste, *Il Mondo* ;
- M. Andrea Pancani, journaliste, rédacteur en chef de l'émission "Omnibus", *la7* ;
- M. Umberto Filotto, professeur d'économie spécialisé sur le crédit, Université Tor Vergata de Rome ;
- Mme Stefania Multari, directrice pour les relations institutionnelles, et M. Enrico Quintavalle, responsable du bureau des études, *Confartigianato* ;

- M. Giovanni Ferri, professeur d'économie, président du département des sciences économiques, Université de Bari ;
- Mme Laura Chiodini, bureau des études sur les collectivités locales et les systèmes territoriaux, Fondation IFEL (Institut pour la Finance et l'économie locale) ;
- S.E M. Jean-Marc de La Sablière, ambassadeur de France en Italie, MM. Marc Maupas-Oudinot, ministre conseiller pour les affaires économiques, chef du service économique régional Europe du Sud-Est, et Cédric Manuel, deuxième conseiller, Mme Béatrice di Piazza, responsable d'études au service économique régional Europe du Sud-Est.