

# Des subprimes à la crise européenne, l'effet domino

En 2008, la chute de Lehman Brothers provoque une récession mondiale, qui menace l'existence même de l'Union monétaire. Depuis, la zone euro a en partie corrigé ses déséquilibres et renforcé ses institutions, mais il reste beaucoup à faire

**L**a chute de Lehman Brothers [le 15 septembre 2008]? *Ce n'est probablement rien à côté de la crise européenne qui nous attend.* Lorsque, fin 2009, ce dirigeant de la zone euro partage son intuition avec l'un de ses homologues, il ne mesure pas à quel point elle est prophétique. Ni que la crise en question durera de longues années, qui ébranleront l'existence même de l'union monétaire. *«L'étincelle américaine des subprimes [crédits immobiliers à risque] a déclenché la crise des dettes européennes, mais celle-ci aurait tout de même eu lieu un jour ou l'autre»,* résume Agnès Bénassy-Quéré, présidente déléguée du Conseil d'analyse économique. *«Nous avons brutalement découvert les failles de la zone euro, qui n'était pas équipée pour faire face à un tel choc»,* ajoute André Cartapanis, professeur d'économie à Sciences Po Aix.

Pour le comprendre, un petit retour en arrière s'impose. Après la chute de Lehman, puis la contagion de la panique aux places financières, le commerce mondial plonge de 20%. Quelque *«80 % des pays sont tombés en récession,* dit Daniel Cohen, directeur du département d'économie de l'École normale supérieure et membre du conseil de surveillance du

**«Après la chute de Lehman Brothers, 80% des pays sont tombés en récession»**

**DANIEL COHEN**  
directeur du département d'économie de l'École

normale supérieure

*Monde. Les gouvernements ont d'abord bien réagi, en adoptant des plans de relance coordonnés.* Au début, cela fonctionne : dès fin 2009, la conjoncture mondiale s'améliore. L'économie américaine repart. Mais, en Europe, le répit est de courte durée.

### Trois grandes faiblesses

Et pour cause : lorsqu'il arrive au pouvoir, en octobre 2009, le gouvernement socialiste grec de Georges Papandréou découvre que le déficit public n'est pas de 6 % du produit intérieur brut (PIB), comme son prédécesseur le prétendait, mais de 12,7 %. Les faiblesses de l'économie grecque éclatent au grand jour. Dès lors, une effroyable mécanique se met en place, dont les dirigeants européens ne mesurent pas tout de suite la gravité. Les marchés, eux, prennent alors conscience de trois grandes faiblesses de la zone euro.

La première est que certains pays, notamment au Sud, affichent des déficits extérieurs importants et des finances publiques en mauvais état, ne leur permettant pas de venir au secours de leurs banques en cas de besoin.

La deuxième est que la dette de ces Etats est majoritairement détenue par les banques européennes. *«Dès lors, les marchés ont fait le lien entre risque bancaire et risque souverain»,* précise Michala Marcussen, chef économiste Société générale CIB. Les investisseurs se délestent des dettes bancaires et souveraines qu'ils détiennent. La spéculation se met en place : après la Grèce, qui sera

le maillon faible? Les taux irlandais, espagnols, portugais, italiens montent en flèche.

S'opère, alors, une troisième prise de conscience, plus douloureuse encore : il n'existe aucun mécanisme de solidarité ou de pare-feu, en zone euro, pour stopper un tel cercle vicieux. *«Contrairement aux Etats-Unis, la Banque centrale européenne [BCE] n'avait pas le droit de jouer le rôle de "prêteur en dernier ressort", à savoir de*

*racheter les dettes d'un Etat lorsque plus personne ne veut le faire – ce qui a l'avantage de couper court à la spéculation»,* détaille Charles Wyplosz, économiste à l'Institut des hautes études internationales et du développement de Genève. Tout au long de 2010 et 2011, l'inquiétude s'amplifie sur les marchés, désormais obsédés par la possible explosion de la zone euro.

Pour rassurer ces derniers sur l'état des finances publiques, les gouvernements européens engagent des politiques d'austérité – en particulier dans le sud de la zone euro. Mais elles sont trop brutales. *«Elles ont sapé la demande interne, qui commençait à repartir, sans traiter les véritables problèmes»,*

résume Isabelle Job-Bazille, directrice des études économiques au Crédit agricole SA. Les sommets pour sauver la Grèce se multiplient. En mai 2010, Athènes entre sous la tutelle de la «troïka» (Fonds monétaire international, BCE, Commission européenne) : le pays reçoit 110 milliards d'euros d'aide, en échange d'un programme d'économie et de réformes. Deux autres plans de sauvetage suivront les années suivantes, tout comme une réduction de la dette publique. L'Irlande, affectée

par le sauvetage de ses banques, puis le Portugal entrent à leur tour sous assistance du FMI.

De son côté, la BCE met en place un premier programme de rachat

**«L'austérité a sapé la demande interne, qui repartait, sans traiter les vrais problèmes»**

**ISABELLE JOB-BAZILLE**  
directrice des études économiques au Crédit agricole

de dettes publiques, le «SMP». Il est violemment critiqué par une partie des dirigeants allemands, estimant que les PIGS («cochons», en anglais, pour Portugal, Italie, Grèce, Espagne) sont coupables d'avoir laissé filer leurs déficits. Il faudra l'intervention de Mario Draghi, arrivé à la présidence de la BCE en novembre 2011, pour éteindre la spéculation sur les dettes.

### «Convergence malsaine»

Le 26 juillet 2012, lors d'un discours qui a marqué les esprits, il déclare que son institution fera *«tout ce qu'il faut»* pour sauver l'euro. En septembre 2012, il instaure l'«OMT», un programme de rachat de dettes publiques plus ambitieux que le «SMP», qui ne sera jamais utilisé : sa simple mention suffit à rassurer. *«Ce jour-là, la BCE a fait comprendre qu'elle ne laissera pas un Etat faire faillite»,* résume M. Wyplosz.

Le gros de l'incendie est éteint. L'Irlande puis le Portugal sortent de la tutelle de la «troïka» en 2013 et en 2014. L'économie se redresse

douceur : la croissance revient peu à peu de bon en zone euro en 2015. «*Entre-temps, celle-ci a renforcé ses institutions, par exemple en bâtissant l'union bancaire : elle est plus forte qu'avant la crise*», estime M<sup>me</sup> Marcussen. Mais les plans d'austérité, doublés de l'envolée du chômage de masse, notamment chez les jeunes, ont alimenté l'euro-scepticisme et la déception de nombre d'Européens, qui se sont tournés vers le populisme. Beaucoup ont le sentiment que la monnaie unique ne leur a pas apporté la prospérité promise.

Ils n'ont pas complètement tort : le Portugal et l'Italie n'ont pas retrouvé leur niveau de PIB d'avant la crise. L'économie grecque, toujours sous assistance européenne, est ravagée depuis 2008 par des années de récession. «*La convergence des économies observées en-*

*tre 1999 et 2008 était en partie malsaine*, détaille Guntram Wolff, du think tank Bruegel, à Bruxelles. *Les taux bas ont alimenté un endettement non productif dans le sud de la zone euro, comme la bulle immobilière en Espagne, en partie financée par l'épargne des pays du Nord. Et, en parallèle, les salaires ont progressé à un rythme trop faible en Allemagne.*»

Si ces déséquilibres ont en partie été corrigés depuis, il reste encore beaucoup à faire pour limiter les dysfonctionnements de la zone euro et soutenir sa croissance. Nombre d'économistes suggèrent de renforcer les investissements dans la transition énergétique ou d'instaurer un filet d'assurance-chômage commun. Encore faudra-t-il convaincre les Allemands, toujours dubitatifs sur le sérieux budgétaire de leurs voisins... ■

MARIE CHARREL

Prochain épisode : Les certitudes économiques ébranlées par la crise

## LES CHIFFRES

- 4,4 %

C'est la récession enregistrée en 2009 par l'Union européenne, selon Eurostat. Dans le détail, le produit intérieur brut (PIB) allemand a reculé de 5,6%, le grec de 4,3%, le français de 2,9%. Le plongeon le plus violent avait été enregistré par la Lituanie (-14,8%), l'Estonie (-14,7%) et la Lettonie (-14,3%).

44,5 %

C'est le taux auquel le chômage des jeunes actifs de 25 à 30 ans a culminé en Grèce pendant la crise, en avril 2013, selon Eurostat. Aujourd'hui, il est de 33,6%. En Espagne, il a grimpé jusqu'à 32,8% (24,8% aujourd'hui), et en Italie, à 25% (23% aujourd'hui), contre 17,2% dans la zone euro (13,5% aujourd'hui).

+ 29,5 POINTS

C'est la hausse enregistrée par la dette publique de la zone euro entre 2007 et 2014, où elle est passée de 64,9% à 94,4% du PIB. En 2016, elle est redescendue à 91,3%.

## Les banques centrales, « pompiers » de l'économie mondiale

«**SI VOUS M'AVEZ COMPRIS**, c'est que je me suis mal exprimé», avait coutume de dire Alan Greenspan, président de la Réserve fédérale (Fed) entre 1987 et 2006. A l'époque, les instituts monétaires prévenaient à peine lorsqu'ils relevaient leurs taux. Et peu de monde se souciait de leurs réunions. Rien à voir avec aujourd'hui : pas une semaine ne passe sans que les marchés ne guettent fiévreusement les déclarations des grands banquiers centraux, tant le monde économique est devenu «*accro*» à leurs largesses. «*Cela illustre la place de premier plan qu'ils ont pris pendant la crise, en grande partie pour compenser les manquements des gouvernements*», résume Charles Wyplosz, économiste à l'Institut de hautes études internationales et du développement de Genève. Dans la foulée du choc de 2007, les banques centrales ont en effet déployé une gamme d'outils inédits pour voler au secours du secteur financier, puis de l'activité.

Dès l'été 2007, la Banque centrale européenne (BCE) réagit ainsi dès les premiers signes de troubles sur les marchés en fournissant des liquidités aux banques. Après la chute de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, la Fed prend le relais. Grand spécialiste de la crise des années 1930, son président de l'époque, Ben Bernanke, multiplie les instruments permettant de fournir plus de liquidités aux instituts financiers. En parallèle, les banques centrales des principaux pays industrialisés baissent leurs taux directeurs (le loyer de l'argent) de concert et surtout, se mettent à communiquer très en amont sur leurs actions. Une première.

La deuxième phase de la crise, où il s'agit désormais de contrer la récession, est plus délicate. Comment en faire plus, alors que les taux sont déjà au plus bas ? La Fed innove. Début 2009, elle lance un premier plan d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, en anglais, ou QE), suivi par deux autres : il s'agit, pour l'essentiel, de racheter des dettes publiques et des créan-

ces hypothécaires. De quoi soulager le secteur financier et donner de l'air au crédit. La Banque d'Angleterre ne tarde pas à l'imiter, comme la Banque du Japon.

### « Gueule de bois »

De son côté, la BCE s'empêtre dans la crise européenne. Et tarde à agir. En juillet 2012, son président, Mario Draghi, parvient à éteindre la spéculation sur les dettes publiques, en promettant de faire «*tout ce qu'il faudra*» pour sauver l'euro. «*Il a vaincu les résistances allemandes : dès lors, la BCE prendra les mesures adaptées*», juge Daniel Cohen, économiste à l'École normale supérieure

et membre du conseil de surveillance du Monde. L'Institut de Francfort lance à son tour le QE en mars 2015, après avoir baissé son taux directeur à zéro et instauré un taux de dépôt négatif.

Grâce à ces mesures, les banquiers centraux sont parvenus à contrer la menace déflationniste et à relancer l'activité. «*Mais, après dix ans d'activisme, ils ont un peu la gueule de bois*, résume prosaïquement M. Wyplosz. *Ils redoutent de ne pas réussir à relever leurs taux suffisamment vite avant la prochaine crise et de ne pas s'être reconstitué assez de marges de manœuvre pour y faire face.*» En outre, certaines de leurs mesures sont vivement critiquées, comme le QE. Elles sont suspectées de faciliter la création de bulles spéculatives et de favoriser indûment certains secteurs.

Surtout, les grands argentiers s'inquiètent : une fois qu'ils auront retiré leurs soutiens à la croissance, quels moteurs prendront le relais ? «*Le risque est que les gouvernements ne prennent pas leurs responsabilités*», conclut Jean-Claude Trichet, gouverneur de la BCE entre 2003 et 2011. Notamment en matière de soutien à l'investissement et de lutte contre les inégalités, indispensables à une croissance future plus solide. ■

M. C.

# La tragédie grecque au cœur des maux du Vieux Continent

Les dirigeants européens ont multiplié les erreurs tout au long de la gestion du dossier hellène

**N**ous sommes le 16 octobre 2009. Le socialiste Georges Papandréou, à la tête du gouvernement grec depuis peu, entame son discours de politique générale. « *La situation de notre économie est explosive, confie-t-il, le visage sombre. Nous sommes confrontés à un déraillement fiscal sans précédent.* » Il vient de découvrir que le déficit public dépasse les 12 % du produit intérieur brut (PIB). Soit deux fois plus qu'annoncé par son prédécesseur.

Les chiffres ont été truqués. Ce n'est pas une première dans le pays. Mais, cette fois, les investisseurs se détournent de sa dette, dégradée par les agences de notation. Les taux d'intérêt flambent, acculant Athènes au bord du défaut de paiement. C'est le début d'une interminable crise, où, pendant plus de sept ans, sommets européens, plans d'aide et mesures d'austérité vont se succéder sans parvenir à soulager l'économie grecque.

## Dette restructurée, peu et tard

Car, à l'été 2017, rien n'est vraiment réglé. Le doute plane toujours sur la soutenabilité de la dette hellène, qui, en dépit de trois plans d'aide et autant de prêts colossaux (110 milliards d'euros en mai 2010, 130 milliards en février 2012 et 86 milliards en août 2015), frôle toujours les 180 % du PIB. La richesse par habitant a reculé de 25 % depuis 2008. Le tissu industriel s'est réduit comme peau de chagrin. Les hôpitaux tombent en

ruine. Face à un chômage culminant à plus de 20 %, les jeunes émigrent en masse.

Que s'est-il passé ? Pourquoi les difficultés de ce petit pays, dont le PIB pèse tout juste 8 % de celui de la France, ont-elles à ce point ébranlé l'Europe ? « *L'union monétaire ne disposait d'aucun mécanisme pour aider un Etat confronté à de telles difficultés* », résume André Cartapanis, économiste à Sciences Po Aix. Las, alors qu'ils peinaient à s'entendre, les dirigeants européens ont multiplié les erreurs tout au long de la gestion du drame grec.

« *La première d'entre elles est d'avoir trop attendu pour restructurer la dette publique* », estime Guntram Wolff, du think tank européen Bruegel. En mai 2010, lorsque Athènes entre sous la tutelle de la « troïka » (Fonds monétaire international – FMI –, Commission européenne, Banque centrale européenne – BCE), le FMI est déjà persuadé que l'endettement, qui dépasse 130 % du PIB, n'est pas soutenable. « *Mais la BCE et les autres gouvernements de la zone euro s'opposent à une restructuration, redoutant que cela déclenche une contagion* », raconte Eric Dor, économiste à l'Ideseg.

Malgré le premier plan d'aide, les marchés restent convaincus que la Grèce risque la faillite. La spéculation s'étend rapidement aux obligations portugaises, italiennes, espagnoles et irlandaises, dont les taux s'envolent. Face à cet emballement, la dette grecque sera finalement restructurée

en 2012 – trop peu et trop tard. « *Au reste, si la BCE avait annoncé dès 2010 qu'elle était prête à racheter massivement des obligations souveraines, comme elle finira par le faire en septembre 2012, la flambée spéculative aurait également pu être évitée* », ajoute M. Dor.

## Cafouillages et jeu de dupes

Seconde erreur : les plans de rigueur imposés par la « troïka » à Athènes ont été trop brutaux. Ils ont laminé la consommation, la croissance et les rentrées fiscales, tout en déclenchant une spirale déflationniste. Ce qui a fait gonfler un peu plus encore l'endettement public au lieu de le réduire... « *Même si le secteur public dysfonctionnait et que les dépenses publiques étaient inefficaces, il aurait mieux valu réduire ces dernières plus lentement, le temps que les réformes structurelles fassent effet* », détaille M. Dor. En particulier celles qui permettent d'améliorer le fonctionnement de l'administration et de restaurer la compétitivité du pays.

Mais une série de cafouillages politiques, le jeu de dupes entre Grecs et Allemands, auxquels s'est ajoutée la sous-estimation de l'incidence récessive des mesures d'austérité, ont compliqué la situation jusqu'à la rendre inextricable. Après les élections fédérales allemandes de septembre, les dirigeants européens devront en effet entamer une nouvelle discussion sur l'allègement du fardeau grec. Encore... ■

M. C.

# Menacée, la zone euro contrainte de se réformer

La crise a obligé l'eurozone à sécuriser sa stabilité financière.  
Reste le chantier de sa démocratisation et de son intégration politique

BRUXELLES – bureau européen

La crise des subprimes (crédits immobiliers à risque), partie des Etats-Unis, a agi comme un révélateur des faiblesses de la zone euro. Quand cette vague dévastatrice touche le continent, entre l'été 2007 et l'été 2008, et se mue en crise des dettes publiques dans certains Etats membres, elle ébranle une construction politique et économique largement imparfaite.

Sa gouvernance (l'Eurogroupe) restait informelle et totalement opaque, la coordination des politiques économiques entre pays membres balbutiante. Pis : les traités interdisaient à l'Union européenne (UE) ou à un de ses membres de prendre en charge les engagements d'un des leurs (il s'agit de la clause de non-renflouement, l'article 125 du traité sur le fonctionnement de l'UE, le TFUE).

**L'union bancaire mise sur les rails**  
Pour sauver la monnaie unique, menacée par les faillites de la Grèce, du Portugal, de Chypre ou de l'Irlande, des décisions ont dû être prises dans l'urgence. Incomplètes, mais représentant tout de même un saut considérable dans ce qu'à Bruxelles on appelle « l'intégration européenne ».

La priorité a d'abord été de contourner cette interdiction du « renflouement » des Etats par des innovations institutionnelles. En mai 2010, les Européens créent un Fonds européen de stabilisation financière (FESF), complété, début 2011, par un Mécanisme européen de stabilité financière (MESF). Ces deux dispositifs se fondent sur l'article 122 du TFUE, permettant au Conseil (la réunion des Etats membres) de décider, « dans un esprit de solidarité, des mesures appropriées à la situation économique, en particulier si de graves difficultés survien-

nent dans l'approvisionnement de certains produits ».

Ces instruments peu orthodoxes, mais indispensables, viennent en aide au Portugal et à l'Irlande. A partir de 2012, conçus comme temporaires, ils sont remplacés par un nouvel instrument de stabilité financière, le Mécanisme européen de stabilité (MES), une structure intergouvernementale dotée d'un capital de 80 milliards d'euros apportés par les Etats membres et d'une capacité de prêts de 700 milliards d'euros. Principal bailleur de la Grèce, le MES pourrait devenir un futur FMI (Fonds monétaire international) européen. C'est ce que plaide une partie de son management, mais aussi Jeroen Dijsselbloem, l'actuel président de l'Eurogroupe.

Autre réforme majeure de ces années chahutées : la mise sur les rails de l'union bancaire, un mécanisme de surveillance et de résolution des établissements européens, représentant un abandon important de souveraineté de la part des Etats membres. L'idée était d'éviter qu'à l'avenir ce soient eux, donc les contribuables, qui soient sollicités pour renflouer une banque en perdition. Laborieux, l'accouchement de cette union a donné lieu à d'interminables négociations. En mars 2013, les membres de l'eurozone s'accordent enfin sur le mécanisme de surveillance unique. En 2014, ils valident celui de la « résolution unique ».

## Discussions au point mort

Reste, aujourd'hui, à achever le troisième étage de la fusée : une garantie européenne des dépôts. Les discussions sont au point mort depuis dix-huit mois. Les Allemands et les Néerlandais exigent des pays aux systèmes bancaires fragilisés (Italie, Grèce)

qu'ils réduisent d'abord les risques inhérents à ces secteurs. Même incomplète, l'union bancaire a déjà été mise à l'épreuve ces derniers mois (avec les sauvetages de l'espagnole Banco Popular et des établissements italiens Popolare di Vicenza et Veneto Banca) sans révéler trop de failles.

Les dirigeants de l'eurozone ont aussi complété le pacte de stabilité et de croissance (avec sa fameuse règle d'un plafond de déficit public à 3 % du produit intérieur brut) et doté la Commission de nouveaux pouvoirs de contrôle. L'objectif était de mieux coordonner les politiques économiques et budgétaires de l'Union.

Le « semestre européen » oblige désormais à un dialogue continu entre Bruxelles et les gouvernements, tout au long de l'élaboration du budget. La procédure dite du Six Pack autorise la Commission à exiger des modifications dans les projets de budget des Etats membres, et celle du Two Pack requiert que ces projets soient soumis, au plus tard, le 15 octobre de chaque année (pour les budgets de l'année suivante). Mais ces réformes tardent à prouver leur efficacité. Et elles sont si complexes que rares, même à Bruxelles, sont ceux qui en maîtrisent tous les arcanes...

La crise a obligé l'eurozone à sécuriser sa stabilité financière. Reste le chantier de sa démocratisation et de son intégration politique, auquel semble vouloir s'atteler le président français, Emmanuel Macron, qui avait promis, durant sa campagne, un budget, un « super » ministre des finances et un Parlement de la zone euro. A Bruxelles, les partenaires de l'Hexagone s'attendent à des propositions de réformes franco-allemandes en octobre, juste après les élections fédérales. ■

CÉCILE DUCOURTIEUX