



SORTIE DE CRISE : QUE PEUVENT FAIRE L'ÉTAT ET L'UNION EUROPÉENNE ?*

CONFÉRENCE ASSOCIATION DROIT ET COMMERCE
TRIBUNAL DE COMMERCE DE PARIS - 14 MARS 2011

PAR PHILIPPE MARINI**

M'adressant à un public de juristes, je me concentrerai sur ce qui, je le suppose, vous intéresse le plus, c'est-à-dire le droit. Cependant, à titre liminaire, pour **comprendre en quoi le droit peut aider les États et l'Union européenne à sortir de la crise**, il me paraît nécessaire de présenter brièvement la **nature** de la crise à laquelle nous sommes confrontés.

Il pourrait presque sembler paradoxal de parler de crise, alors que les **prévisions** de croissance, si nous écartons le cas des États « périphériques » de la zone euro, sont redevenues tout à fait normales.

En 2009, la France a connu une croissance de - 2,6 %, la zone euro de - 4,1 %. Cependant les prévisions du consensus des conjoncturistes⁽¹⁾ pour 2011 et 2012 sont de respectivement 1,6 % et 1,8 % pour la France, et quasiment autant pour la zone euro. C'est certes un peu en dessous de la croissance habituellement observée, de l'ordre de 2 %, mais c'est un taux de croissance que l'on peut qualifier de **banal**. La faillite de Lehman Brothers à l'automne 2008 a provoqué une crise bancaire qui a plongé l'économie mondiale dans une profonde récession, mais cet épisode est derrière nous.

En fait, quand on parle aujourd'hui de la crise, il s'agit de son acte II, c'est-à-dire **la crise de la dette souveraine**, autrement dit des menaces que l'endettement des États, et ses interactions avec la situation des banques, font peser sur les scénarios rassurants que je viens d'évoquer.

* Conférence de l'Association droit et commerce donnée le 14 mars 2011. Le style oral a été conservé.

** Philippe Marini est sénateur, rapporteur général de la Commission des finances.

Une crise paradoxale

Et ici, pour bien comprendre la nature de la crise, il faut être conscient de ce fait paradoxal que la crise de la dette souveraine frappe actuellement, parmi les États développés, la seule zone euro. C'est un fait paradoxal parce que :

- si l'on compare la situation des finances publiques de la zone euro, considérée de manière globale, et celle, par exemple, des États-Unis et du Japon, on voit que celle de la zone euro est moins dégradée ;

- et, de manière plus surprenante, la situation des finances publiques des quatre États « périphériques » n'est pas nécessairement plus dégradée que celle des États-Unis et du Japon. Le Japon a un taux d'endettement public plus élevé que celui de n'importe quel État de la zone euro. L'Espagne devrait avoir en 2012 un ratio d'endettement public inférieur à celui de l'Allemagne et, *a fortiori*, de la France. La dette et le déficit publics du Portugal ne sont quant à eux pas très différents de ceux de la France.

Pourtant, on évoque le risque de défaut de la Grèce, considéré comme certain par de nombreux économistes, de l'Irlande, voire du Portugal, de l'Espagne. La hiérarchie des taux d'intérêt montre que les marchés ont identifié les prochains sur la liste : la Belgique et l'Italie dont la dette publique est très élevée. La France, elle-même, ne serait alors plus très loin...

Une crise de l'euro en tant que tel

Il faut donc admettre ce fait, qui relève du constat, et non du jugement politique, que la crise de la dette souveraine est fondamentalement une crise de la monnaie unique en tant que telle. Pourquoi ?

1. Tout d'abord, parmi les quatre États « périphériques », tous, sauf l'Irlande, ont comme caractéristique d'avoir des déficits extérieurs courants très élevés, de l'ordre de dix points de PIB, ce qui n'existe presque nulle part ailleurs dans le monde, et compte tenu de leurs perspectives de croissance n'est pas soutenable sur le long terme. Cette situation s'explique par le fait que ces pays ont profité de l'absence de risque de change et des bas taux d'intérêts résultant de l'euro pour financer leur croissance à crédit.

2. Ensuite, au-delà du cas particulier des États périphériques, il faut prendre en compte trois phénomènes, dont on parle assez peu en dehors des cercles économiques, mais qui sont tout à fait fondamentaux. Il faut en fait retenir trois notions : celle de « fuite vers la qualité », celle de « zone monétaire optimale » et celle d'« anticipations autoréalisatrices ».

a) La « fuite vers la qualité », c'est qu'en faisant disparaître le risque de change, l'euro rend rationnel d'accorder une importance prépondérante au risque de défaut, aussi faible soit-il *a priori*. Cela implique que si les marchés considèrent qu'un État a un risque légèrement plus élevé que les autres de faire défaut, ils peuvent lui faire payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés.

b) La « zone monétaire optimale », c'est ce que n'est pas la zone euro. En schématisant, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, si un État de la zone euro a des problèmes, les autres ne volent pas à son secours en lui donnant de l'argent.

- c) Les « anticipations autoréalisatrices », c'est :
- tout d'abord que si les marchés anticipent le défaut d'un État, celui-ci fera défaut, parce qu'il ne pourra pas supporter les taux d'intérêt qu'ils lui imposeront ;
 - ensuite, les anticipations autoréalisatrices, c'est aussi qu'un cercle vicieux peut s'instaurer entre le pessimisme des marchés au sujet de certains États et leur pessimisme au sujet du système bancaire des États concernés. On observe ainsi que dans le cas de l'Italie, de l'Espagne et de la Belgique, la perception négative de la dette souveraine se répercute sur l'appréciation de la santé des banques par les marchés.

Une situation instable nécessitant d'agir sur tous les leviers à la fois

Autrement dit, la situation est très instable. En juillet 2008, il n'était pas possible de prévoir que la banque Lehman Brothers ferait faillite. Pourtant, cet événement a eu des conséquences en chaîne. **Le risque pour la zone euro, c'est que la crise grecque se propage aux conditions de financement des autres États de la zone euro.** Depuis que les marchés ont pris conscience qu'un État développé peut faire défaut, « le ver est dans le fruit ».

Les commentateurs mettent généralement l'accent sur tel ou tel aspect de la situation, et tendent à minorer l'importance des autres. Par exemple, l'Allemagne tend à insister sur l'importance de la discipline économique et budgétaire. D'autres font remarquer que l'Espagne et l'Irlande étaient présentés comme des modèles de vertu budgétaire avant la crise, et considèrent que l'essentiel est de mettre en place divers mécanismes de solidarité.

En fait, ce qu'il faut bien comprendre, c'est **qu'on ne s'en sortira pas si l'on n'agit pas sur tous ces leviers à la fois.** Il est évident que la zone euro a une fragilité intrinsèque qu'il convient de corriger. Mais si en même temps les États ayant un déficit ou une dette élevés donnent l'impression aux marchés qu'ils ne veulent pas vraiment assainir leurs finances publiques, les marchés ne croiront pas que le reste de la zone euro se portera éternellement à leur secours.

L'intitulé choisi par les organisateurs de la conférence est donc on ne peut plus pertinent. Ce sont bien, à la fois, l'État et l'Union européenne, qui doivent agir pour favoriser la sortie de crise.

Plan

Mon plan ne sera donc pas très original.

- Dans une première partie, j'examinerai ce qu'il est possible de faire au niveau européen (communautaire ou intergouvernemental).
- Cependant, il ne faut pas se leurrer : notre avenir est en grande partie entre nos mains, et l'échéance de 2012 sera déterminante.
- Enfin, je compléterai mon intervention par quelques considérations d'ordre financier et juridique (réputation des marchés).

I - Le rôle de l'Union européenne dans la sortie de crise

Je rappelle les principales échéances :

- le 11 mars s'est tenu le sommet extraordinaire de l'Eurogroupe, lors duquel un « **pacte pour l'euro** » a été adopté, et certaines décisions prises au sujet de la réforme du fonds actuel (le FESF) et du fonds futur (le MES);
- le Conseil européen des 24-25 mars doit confirmer ces décisions ;
- la discussion des six propositions de textes législatifs de la Commission relatives à la gouvernance économique de la zone euro doit aboutir en juin.

A – Les mécanismes de solidarité

Divers mécanismes de solidarité ont progressivement été mis en place.

1 - Le dispositif actuel

a - Les contraintes du droit communautaire

D'un point de vue juridique, ces dispositifs ont été en partie contraints par les limitations posées par le droit communautaire.

Certes, l'article 122 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) permet l'octroi d'une assistance financière de l'Union européenne. C'est cet article qui est la base juridique du volet purement communautaire du dispositif. Par ailleurs, l'article 136 du TFUE – l'une des principales avancées du traité de Lisbonne – permet à l'Eurogroupe d'adopter des mesures concernant les États de la zone euro.

Cependant, le TFUE comprend également un article 125, qui est la fameuse « *clause de no-bail out* », qui interdit à l'UE et aux États membres de répondre des engagements de certains États membres. En outre, **la BCE n'a pas le droit d'acheter directement la dette publique d'un État membre** (article 123 du TFUE). Elle peut toutefois intervenir sur le marché secondaire.

b - Le dispositif propre à la Grèce

Dans le cas de la Grèce, le dispositif repose sur un **accord intergouvernemental** entre les États de la zone euro, qui permet des prêts bilatéraux de 80 milliards d'euros à la Grèce, auxquels s'ajoutent 30 milliards d'euros du FMI, ce qui correspond à 110 milliards d'euros au total.

En France, la LFR du 7 mai 2010 a ouvert 16,8 milliards d'euros d'autorisations d'engagement et 3,9 milliards d'euros de crédits de paiement. Le montant de 16,8 milliards d'euros d'autorisations d'engagement a été calculé en fonction de celle de la souscription de la Banque de France dans le capital de la BCE.

c - Le mécanisme européen de stabilisation (MESF et FESF)

Le Conseil Ecofin des 9 et 10 mai 2010 a décidé de la mise en place d'un **mécanisme européen de stabilisation (MES)**, doté en principe de 500 milliards

d'euros (majorés de 50% par le FMI, ce qui porterait donc le total à 750 milliards d'euros).

Ce nom de « mécanisme européen de stabilisation », figurant dans de rares documents communautaires, de nature non juridique, n'a été quasiment jamais utilisé, pour une raison très simple, qui est qu'il existe deux dispositifs de nature totalement différente.

Le MESF

Il existe tout d'abord le **mécanisme européen de stabilisation financière** (MESF), doté de 60 milliards d'euros.

Ce dispositif est de nature **communautaire**. Il repose en effet sur l'article 122 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). C'est la Commission européenne qui emprunte les 60 milliards d'euros.

L'attribution d'un prêt du MESF exige simplement une décision du Conseil à la majorité qualifiée.

Le FESF

Il existe ensuite le **fonds européen de stabilité financière** (FESF), doté de 440 milliards d'euros et qui disparaîtra à la mi-2013.

Ce dispositif, le plus important, est contrairement au précédent de nature **intergouvernementale**. Il s'agit en effet d'une société anonyme implantée au Luxembourg, régie par un « accord-cadre » en date du 7 juin 2010, conclu entre elle-même et les seize États membres de la zone euro.

L'octroi d'un prêt du FESF est subordonné à l'accord **unanime** des États participants.

Le FESF bénéficie de **garanties** des États participants, réparties en fonction de leur part dans le capital de la Banque centrale européenne.

Ainsi, en France, la **LFR du 7 juin 2010** a autorisé le ministre chargé de l'économie à accorder la garantie de l'État au FESF, dans la limite d'un plafond de **111 milliards d'euros**, jusqu'au 30 juin 2013.

L'Irlande

L'Irlande a décidé fin 2010 de faire appel au mécanisme.

Contrairement à ce qui est souvent indiqué, le montant total des prêts ne pourra pas aller jusqu'à 85 milliards d'euros, mais seulement jusqu'à **67,5 milliards d'euros⁽²⁾**.

Lors de la première émission du FESF, en janvier 2011, la France a accordé sa garantie, ce dont, conformément à la LFR, les commissions des finances des deux assemblées ont été informées.

La réforme du FESF

Le FESF doit être réformé lors du **Conseil européen des 24 et 25 mars 2011**.

Lors de leur réunion du **11 mars 2011**, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro sont convenus de « *revoir à la baisse la fixation des taux d'intérêt du FESF* » (de 5,8 % dans le cas de l'Irlande), et de réduire le taux des prêts accordés à la **Grèce** (actuellement de 5,2 %) de cent points de base (ainsi que de repousser leur échéance de 4,5 à 7,5 années, comme c'est le cas pour le FMI). Les taux accordés à **l'Irlande** n'ont cependant pas été revus à la baisse, certains États

– dont la France – estimant que cela ne serait pas approprié, compte tenu de son absence de coopération dans le domaine fiscal.

Cette réunion autorise le MESF et le FESF à **intervenir sur le marché primaire de la dette**. En revanche, du fait notamment de l'opposition de l'Allemagne, le FESF ne pourra toujours pas acheter des titres sur le marché secondaire (comme le fait actuellement la BCE).

2 - Le futur « mécanisme européen de stabilité »

A moyen terme, le FESF et le MESF, qui disparaîtront en juin 2013, doivent être remplacés par un dispositif **perenne**. Le « mécanisme européen de stabilisation financière » sera quant à lui supprimé.

Pour que tout soit simple, le Conseil européen des 16 et 17 décembre 2010 a décidé d'appeler ce nouveau fonds « **mécanisme européen de stabilité** » (MES). C'est un quasi-homonyme de la dénomination utilisée par certains documents communautaires pour désigner aujourd'hui l'ensemble MESF+FESF, celle de « mécanisme européen de stabilisation ».

Sur le plan juridique, il est **nécessaire de modifier l'article 136 du TFUE**, ce qui doit être réalisé dans le cadre de la procédure de révision simplifiée prévue à l'article 48 du TUE. Le Conseil européen prévoit « *l'accomplissement des procédures nationales d'approbation d'ici la fin de 2012 et l'entrée en vigueur du traité modifié le 1^{er} janvier 2013* ».

Comme le fonds actuel, le futur mécanisme sera régi par un accord **intergouvernemental**. Par rapport au fonds actuel, les règles seront adaptées afin de **permettre une participation au cas par cas des créanciers du secteur privé** (« *haircut* »).

3 - Des capacités de prêt qui ne paraissent pas à la hauteur des enjeux

Le principal problème du dispositif actuel est que pour maintenir sa notation « triple A », le FESF doit limiter ses emprunts à la participation des États notés « triple A ». Ainsi, **sa capacité de prêt effective n'est que de 255 milliards d'euros**. Si on y ajoute les 60 milliards d'euros du MESF, on parvient à 315 milliards d'euros, ce qui, majoré de 50% pour le FMI, porte le total à 473 milliards d'euros.

A titre de comparaison, les trois États « périphériques » hors Grèce ont un besoin de financement d'environ 600 milliards d'euros d'ici la mi-2013. Par ailleurs, les ordres de grandeur changeraient en cas d'extension de la crise à de nouveaux États, puisque les besoins de financement en 2011-2013 sont de l'ordre de 200 milliards d'euros pour la Belgique et 800 milliards d'euros pour l'Italie.

Citigroup (dans une étude datant de janvier 2011 et souvent citée) évoque ainsi un montant de 2 000 milliards d'euros, financés en tout ou partie par des achats de dette souveraine par la Banque centrale européenne (BCE), afin d'aider, le cas échéant, « l'Italie, la Belgique et la France ».

Ce dernier point semble cependant exclu. Ainsi, le sommet des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro du 11 mars 2011 prévoit seulement que « *la capacité de financement convenue de 440 milliards d'euros du FESF sera rendue pleinement opérationnelle* ». De même, lors de la réunion du Conseil Ecofin du 14 février 2011, il a été décidé que le futur MES aurait une capacité effective de prêt de 500 milliards d'euros. Ces mesures exigeront des dispositions législatives *ad hoc* en France, peut-être dès la prochaine LFR.

B - La réforme de la gouvernance économique de la zone euro

1 - Les six textes de la Commission, prévoyant des sanctions quasi automatiques

La Commission européenne a rendu publiques le 29 septembre 2010 cinq propositions de règlements et une proposition de directive, qu'elle présente comme « *le plus important renforcement de la gouvernance économique de l'UE et de la zone euro depuis le lancement de l'union économique et monétaire* ».

Ces textes sont compatibles avec les traités européens.

La réforme du pacte de stabilité

La réforme du pacte de stabilité serait réalisée par **trois règlements**, qui reviendraient à **instaurer un véritable fédéralisme** en matière de politique budgétaire pour les États de la zone euro. En effet, s'appuyant sur l'article 136 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui permet aux États de la zone euro de « *renforcer la coordination et la surveillance de leur discipline budgétaire* », ils prévoient notamment l'**obligation de constituer un dépôt égal à 0,2 % du PIB, selon une procédure dite de « vote inversé »** : le dépôt deviendrait exigible sur proposition de la Commission, à moins que le Conseil, statuant à la majorité qualifiée, ne décide du contraire dans les dix jours. La Commission n'aurait elle-même pas compétence liée, mais disposerait d'une importante faculté d'appréciation.

Cette procédure de dépôt et de vote inversé s'appliquerait **non seulement pour le volet répressif, mais aussi pour le volet préventif**. D'autres sanctions seraient également possibles. En particulier, le dépôt pourrait être transformé en **amende**.

Le principal renforcement des règles serait la réforme du volet répressif. En effet, le seuil de déficit de trois points de PIB ne serait plus le seul à faire l'objet de sanctions, mais tel serait également le cas du seuil de dette de 60 points de PIB. Plus précisément, serait prise en compte l'évolution du **ratio dette/PIB, qui devrait diminuer chaque année d'1/20^e de la différence avec le seuil de 60 %**, la diminution prise en compte étant celle des trois dernières années.

La correction des déséquilibres macroéconomiques

Deux autres propositions de règlement iraient au-delà de la politique de finances publiques pour instaurer une forme de fédéralisme économique dans le domaine de la correction des déséquilibres macroéconomiques.

Comme dans le cas de la politique budgétaire, les États membres de la zone euro seraient passibles d'une amende selon la procédure de « vote inversé ».

Au-delà de la situation actuelle des quatre États « périphériques », on peut s'interroger sur ce que sera dans dix ou vingt ans celle d'autres États qui se désindustrialisent, dont la France. Le solde courant de la France est ainsi passé de + 3,1 % du PIB en 1999 à 1,9 % en 2008 et - 2 % en 2009. Si cette tendance se prolongeait, la France serait dans vingt ans dans une situation analogue à celle de la Grèce et du Portugal (qui ont un déficit de l'ordre de dix points de PIB).

Les cadres budgétaires des États membres

Enfin, la Commission a rendu publique une proposition de directive (qui a pour base juridique l'article 126 du TFUE) qui fixe un certain nombre d'exigences minimales applicables aux cadres budgétaires des États membres (pluriannualité...).

2 - Des propositions qui risquent d'être mal accueillies par les États

La France et l'Allemagne semblent vouloir vider ces propositions d'une grande part de leur contenu.

Le sommet de Deauville

Ainsi, la déclaration franco-allemande publiée le 18 octobre 2010 à l'occasion de la rencontre tripartite Allemagne-France-Russie semble nettement en retrait par rapport aux propositions de la Commission.

Certes, contrairement à la Commission européenne, la France et l'Allemagne proposent, de manière très volontariste (et peut-être peu réaliste), une révision du traité avant 2013, afin, « dans le cas d'une violation grave des principes de base de l'Union économique et monétaire », de permettre « la suspension des droits de vote de l'État concerné ». Cependant, il n'est plus question de majorité inversée.

Le Conseil européen d'octobre 2010

Le Conseil européen d'octobre 2010 a « fait sien le rapport du groupe de travail sur la gouvernance économique » présidé par M. Herman Van Rompuy. Ce rapport reprend les grandes lignes des propositions de la Commission, et en particulier chacun des éléments indiqués ci avant.

Cependant, ce rapport propose diverses modifications qui reviendraient à faire perdre à la règle de « majorité inversée » une partie de son impact (par exemple, alors que la Commission prévoit qu'une proposition de sanction est adoptée sauf opposition à la majorité inversée dans un délai de dix jours, ce rapport ne précise pas ce délai).

C - Le « pacte pour l'euro », révélateur d'une crise institutionnelle

Lors de leur sommet exceptionnel du 11 mars 2011, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro ont adopté un « pacte pour l'euro », qui sera soumis au Conseil européen des 24 et 25 mars 2011.

1 - Un dispositif qui n'apporte pas de contraintes juridiques supplémentaires par rapport aux textes actuels ou ceux proposés par la Commission

Selon les conclusions de la réunion précitée, « les États membres de la zone euro s'engagent à prendre toutes les mesures nécessaires pour poursuivre les objectifs suivants : favoriser la compétitivité ; favoriser l'emploi ; mieux contribuer à la viabilité des finances publiques ; renforcer la stabilité financière »⁽³⁾.

Ce « pacte pour l'euro » n'impose pas de contraintes juridiques supplémentaires par rapport aux textes actuels ou ceux proposés par la Commission.

Certes, l'Union européenne est compétente dans le domaine macroéconomique. Ainsi, selon l'article 121 du TFUE, « les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil ». De même, son article 145 prévoit que « les États membres et l'Union s'attachent (...) à élaborer une stratégie coordonnée pour l'emploi (...) »⁽⁴⁾. Dans les deux cas, les orientations sont fixées par le Conseil européen et évaluées par le Conseil sur la base de rapports de la Commission. De même, selon son article 136, « le Conseil adopte (...) des mesures concernant les États membres dont la monnaie est l'euro pour (...) élaborer, pour ce qui les concerne, les orientations de politique économique (...) ».

Cependant, cela ne signifie pas que l'Union peut imposer ses décisions aux États dans n'importe quel domaine économique. Actuellement, il découle du TFUE que les grandes orientations de politique économique (GOPE) et les lignes directrices pour les politiques de l'emploi ne sont accompagnées d'**aucune possibilité de sanction** (le Conseil pouvant juste adresser des recommandations aux États concernés). Certes, dans le cas des États de la zone euro, les deux textes de la Commission relatifs au nouveau cadre de surveillance macroéconomique prévoient l'éventualité d'une amende selon la procédure de « vote inversé ».

Cependant, comme le soulignent les conclusions de la réunion du 11 mars 2011, « ce pacte met surtout l'accent sur des domaines qui relèvent de la compétence nationale ».

Le « pacte pour l'euro » risque donc de connaître le même sort que les actuelles « lignes directrices intégrées ». Il sera d'ailleurs mis en œuvre dans le même cadre que celles-ci. En effet, selon les conclusions de la réunion du 11 mars 2011, « chaque année, des engagements nationaux concrets seront pris par chacun des chefs d'État ou de gouvernement. (...) La mise en œuvre des engagements et les progrès accomplis en matière de réalisation des objectifs politiques communs feront l'objet d'un suivi annuel au niveau politique par les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des pays participants, sur la base d'un rapport de la Commission. (...) Ces nouveaux engagements seront (...) intégrés aux programmes nationaux de réforme et de stabilité et relèveront du cadre de surveillance régulier, la Commission tenant un rôle central important dans le suivi de la mise en œuvre des engagements (...) ».

2 - La crise institutionnelle de l'Union européenne

Ce « pacte pour l'euro » est peut-être plus intéressant pour les juristes que vous êtes par ce qu'il révèle de la **crise actuelle des institutions** de la zone euro.

Il est issu du « pacte de compétitivité » proposé par la France et l'Allemagne lors du Conseil européen du 4 février 2010. Ce « pacte de compétitivité » (dont le document n'a jamais été rendu public) correspond à une **initiative de l'Allemagne**, qui conditionnait à son adoption son accord relatif au MESF et au futur MES.

L'initiative franco-allemande était de nature **intergouvernementale**, et a été perçue comme telle. Il n'était pas prévu que la Commission européenne contrôle la mise en œuvre du pacte. Certains des domaines abordés ne relevaient d'ailleurs pas des compétences de l'Union européenne.

Le président Barroso a déclaré le 8 mars 2011 devant le Parlement européen : *« J'ai été (...) quelque peu surpris d'avoir dû rappeler au dernier Conseil européen, le 4 février, que toute initiative spécifique pour la compétitivité et pour la zone euro devait, bien évidemment, s'inscrire dans le respect du traité. (...) Et j'ai été très satisfait de voir finalement ajoutée [aux conclusions du Conseil européen] une référence explicite à la nécessité que ces avancées complémentaires se fassent "conformément au traité". On pouvait penser que cela va sans le dire, mais c'est mieux en le disant. »*

L'articulation de ce processus avec l'examen des six propositions de textes législatifs de la Commission (en particulier celles relatives à la correction des déséquilibres macroéconomiques), avec lesquelles il est en partie redondant, ne va pas de soi.

Le Conseil européen du 4 février a donné mandat au président du Conseil européen de mener, en coopération avec le président de la Commission européenne, des consultations auprès des États membres de la zone euro, afin de définir « *les moyens concrets permettant d'aller de l'avant, conformément au traité* ». C'est de ces consultations qu'est issu le « pacte pour l'euro ».

Il est à noter que les contradictions opposant certains États d'une part, et les institutions communautaires d'autre part, se manifestent également au niveau du Parlement européen (qui doit rendre un avis non contraignant), au sujet de la mise en place du futur mécanisme européen de stabilité.

II - Le rôle de la France dans sa propre sortie de crise

Les perspectives à moyen terme des finances publiques françaises sont préoccupantes. Ainsi, la **Commission européenne prévoit pour 2012 un déficit de 5,8 points de PIB** (contre 4,6 points selon le Gouvernement). Le déficit de la France serait alors supérieur non seulement à celui de la zone euro (de 3,9 points de PIB), mais aussi à celui des autres grands États : Allemagne (1,8 point de PIB), Italie (3,5 points de PIB), Espagne (5,5 points de PIB).

Dans ces conditions, le risque que la France se retrouve classée par les marchés parmi les « mauvais élèves » de la zone euro ne peut être écarté *a priori*. Il convient

de trouver un juste milieu entre une rigueur excessive qui casserait la croissance et ne serait pas crédible, et le laxisme auquel notre pays est habitué. L'année 2012 constituera, à n'en pas douter, un rendez-vous décisif.

A - Une longue tradition de programmations non respectées

Au total, hors lois de programmation des finances publiques, il y a eu **vingt-et-une programmations depuis la fin des années 1990, qui ont eu un effet à peu près nul** :

- les douze programmes de stabilité adressés à la Commission européenne depuis la fin des années 1990, sur la base de l'article 121 du TFUE ;
- les neuf programmations pluriannuelles annexées aux projets de lois de finances depuis le projet de loi de finances pour 2003 en application de l'article 50 de la LOLF

B - Une volonté affichée de rupture avec un passé de « double langage »

1 - Deux lois de programmation des finances publiques

La France a successivement adopté **deux lois de programmation** des finances publiques : la loi du 9 février 2009 de programmation des finances publiques pour les années 2009 à 2012 ; et la loi du 28 décembre 2010 de programmation des finances publiques pour les années 2011 à 2014.

Ces lois ont pour base juridique l'**avant-dernier alinéa de l'article 34 de la Constitution**, qui dispose, depuis la loi constitutionnelle du 23 juillet 2008 : « *Les orientations pluriannuelles des finances publiques sont définies par des lois de programmation. Elles s'inscrivent dans l'objectif d'équilibre des comptes des administrations publiques* ». Si elles peuvent comprendre des éléments contraignants, elles ne s'imposent pas aux lois de finances.

La première de ces lois de programmation a été vidée d'une grande partie de son sens par la crise de fin 2008-début 2009. Ainsi, lors de son adoption définitive sa trajectoire de solde n'était déjà plus d'actualité.

La seconde de ces lois de programmation a été **profondément modifiée par le Sénat** lors de la discussion : expression des objectifs de dépenses en montants en milliards d'euros définis année par année ; obligation du Gouvernement de rendre des comptes précis sur l'exécution des lois de programmation et des programmes de stabilité ; disposition, insérée au rapport annexé, selon laquelle si la croissance était de 2 % par an au lieu de 2,5 %, cela impliquerait un effort supplémentaire de 4 à 6 milliards d'euros par an au moins, qui reposerait sur « *des mesures d'économies supplémentaires sur les dépenses et les niches fiscales ou sociales* ».

2 - Le premier « semestre européen »

a - Une décision pour l'instant non contraignante

Jusqu'à récemment, le code de conduite sur le format et le contenu des programmes de stabilité prévoyait que les États membres devaient présenter leurs programmes de stabilité avant le 1^{er} décembre de chaque année. Le Conseil Ecofin du 7 septembre 2010 a modifié le code de conduite de manière à ce que les programmes de stabilité soient transmis à la Commission européenne en amont de la discussion budgétaire, dès le mois d'avril. Le code de conduite n'a toutefois pas de valeur contraignante. Pour contraindre les États, il faudrait modifier le règlement (CE) n° 1466/97.

b - Le « semestre européen » en France

En France, le Parlement s'exprimera une première fois, en application de l'article 14 de la LPFP 2011-2014, qui prévoit qu'« à compter de 2011, le **Gouvernement adresse au Parlement, au moins deux semaines avant sa transmission à la Commission européenne (...), le projet de programme de stabilité. Le Parlement débat de ce projet et se prononce par un vote** ».

Autour de la première quinzaine de juin, la Commission européenne rendra un avis sur les programmes de stabilité rendus publics, et le Sénat pourrait alors s'exprimer, une seconde fois, par une résolution prise sur le fondement de l'article 88-4 de la Constitution.

3 - La future révision de la Constitution

La Constitution doit être révisée d'ici l'été 2011 pour rendre contraignantes les lois de programmation des finances publiques, rebaptisées « lois-cadres de programmation des finances publiques ».

On rappelle que le 28 janvier 2010, lors de la **conférence sur le déficit**, le Président de la République a annoncé son souhait que notre pays se dote d'une règle d'équilibre des finances publiques. Le 4 mars 2010 a été installé un groupe de travail, animé par M. Michel Camdessus, chargé d'étudier la définition d'une telle règle. L'objectif d'une révision constitutionnelle, qui « *permettrait de soumettre au vote du Parlement les engagements du pays en matière de finances publiques vis-à-vis de ses partenaires européens* », a été confirmé lors de la deuxième conférence sur le déficit tenue le 20 mai. Le « rapport Camdessus » a été remis le 25 juin au **Premier ministre**. Dans les deux assemblées, la déclaration du Gouvernement à l'occasion du débat d'orientation des finances publiques du début du mois de juillet 2010, à l'occasion de laquelle il a présenté les orientations de sa programmation pluriannuelle, a fait l'objet d'un vote, en application de l'article 50-1 de la Constitution.

Très grossièrement, le rapport Camdessus préconise de **rendre la trajectoire pluriannuelle notifiée à Bruxelles opposable**, par le truchement de « lois cadres de programmation des finances publiques », aux lois financières annuelles (LFI et LFSS), sous le contrôle du juge constitutionnel. Lorsqu'il examinera le projet de loi constitutionnelle, le Parlement devra être sensible à un **point très important**,

jusqu'ici traité dans les rapports du Sénat, mais éludé par la Commission Camdessus : l'organisation concrète du contrôle de constitutionnalité qui rendrait les nouvelles règles réellement contraignantes, en prévision comme en exécution.

III - Considérations d'ordre plus strictement financier

Sur un plan plus strictement financier, la crise a naturellement suscité nombre de questionnements et un mouvement inédit de réforme à l'échelle mondiale.

Le premier temps fut celui des **réponses en urgence**, telles que les mesures diversifiées de soutien aux banques et le traitement comptable des instruments financiers en normes IFRS. Le deuxième temps fut celui de la détermination de **nouveaux principes de réforme des marchés financiers** sous l'égide du G20, appelés à être déclinés en normes juridiques dans chaque État. La Commission européenne a ainsi initié une démarche normative de grande ampleur, comparable au plan d'action pour les services financiers de 1999-2005. Les premiers jalons ont été posés avec le règlement du 16 septembre 2009 sur les agences de notation, la directive AIFM de novembre 2010, le « *paquet supervision* » ou les directives « CRD » sur la solvabilité et la maîtrise des risques des banques.

Avec la sortie de crise, nous accédons aujourd'hui à une **troisième étape**, qui n'est assurément pas la moins difficile et dans laquelle je distingue **trois axes** :

1) **L'approfondissement de la réforme des acteurs et marchés financiers** en respectant l'objectif selon lequel aucun produit ou acteur ne doit échapper à une forme de surveillance, d'intensité variable. Mais le **parcours est semé d'embûches**. Il faut résister à l'illusion d'encadrer tous les flux et comportements dans un « jardin normatif à la française » et ne pas brider l'innovation financière, mais promouvoir des produits plus simples et qui servent le financement de l'économie plutôt que la captation des profits par les intermédiaires. En outre, un nouvel enjeu crucial, en partie lié aux marchés financiers, remonte dans l'agenda international : **l'encadrement des marchés de matières premières**. Nous entrons probablement dans une ère de renchérissement à long terme de l'énergie et des produits agricoles, et nous ne sommes qu'aux prémices de leur supervision, ce qui n'est pas sans susciter des inquiétudes.

2) Deuxième axe, **la mise en place de nouveaux outils pour faciliter le financement et le redressement des entreprises**. Dans tous les grands pays européens, les structures publiques consolident leur fonction de guichet de financement, notamment la France avec Oséo et les nombreux fonds affiliés à la Caisse des dépôts et consignations. Mais la sphère publique ne doit que pallier les défaillances éventuelles du financement privé. La partie se joue donc aussi sur le terrain juridique, plus particulièrement celui des procédures collectives et de la titrisation, comme le récent arrêt de la Cour de cassation dans le dossier « Cœur Défense » vient de le rappeler.

3) Troisième axe, la **problématique de la résolution des défaillances des banques et de la recomposition de leur bilan**. Indépendamment d'un éventuel traitement spécifique des établissements à caractère systémique, la crise ravive le besoin d'une meilleure harmonisation des procédures collectives applicables aux banques et de nouveaux pouvoirs pour les régulateurs. Outre qu'il s'agit d'un domaine très complexe, le compromis est délicat à trouver entre des intérêts divergents : ceux des contribuables, des actionnaires, de créanciers senior et de la gamme toujours plus étoffée des créanciers junior et porteurs de titres hybrides.

Dans ce nouveau contexte, **reconnaissons que la France fait preuve d'une certaine exemplarité**. Elle a en effet mené à bien la refonte de son architecture de supervision financière. Elle a adopté une loi de régulation bancaire et financière dont le contenu s'est notablement enrichi au fil des débats parlementaires. Et elle est en pointe sur des thèmes d'intérêt européen ou mondial, tels que la révision de la directive « Marchés d'instruments financiers », les dérivés sur matières premières ou la taxation des transactions financières.

De larges pans de notre droit financier sont depuis longtemps déterminés par les normes communautaires, mais **cela ne nous dispense pas de les devancer ou de tenter de les influencer**. C'est la démarche que le Parlement, et plus particulièrement le Sénat, a défendue lors de l'examen de la loi de régulation bancaire et financière, sur des questions telles que le régime des quotas de CO₂, la transparence des prêts-emprunts de titres ou la règle de localisation et de livraison des titres qui ont fait l'objet d'une vente à découvert.

Je reviens brièvement sur les trois axes que je viens d'exposer pour dessiner les priorités qui me semblent devoir être suivies.

En matière de régulation financière, les principes d'action demeurent le renforcement de la **transparence**, une **information** exhaustive sur les flux et acteurs, et la **responsabilité** du risque. Il s'agit de restaurer les fonctions premières des instruments financiers : financement et adéquation du risque au rendement. La résurgence actuelle du « *shadow banking* » nous montre cependant qu'il y a encore du chemin à faire...

De même, les réformes sont structurellement en retard sur les pratiques et tendent à « traiter la crise d'hier ». Il faut trouver des solutions transversales et qui soient le plus neutres possibles au regard de la technologie et de l'innovation. À titre d'exemple, le *trading* haute fréquence et les « *crossing networks* » ont rapidement affaibli la portée des principes traduits dans la directive MIF. La révision de celle-ci doit donc anticiper d'autres évolutions technologiques.

Les praticiens aspirent légitimement à la sécurité et la prévisibilité juridiques. Pour autant, **elles ne peuvent être absolues**. On ne peut se résigner à ce que le régulateur soit lié par des règles toujours plus précises, raffinées et illisibles. Au risque de troubler certains d'entre vous, je crois que l'on serait fondé à réfléchir à une **nouvelle notion d'abus de droit boursier**, pendant de celle d'abus de droit

en fiscalité. La récente décision de la commission des sanctions de l'AMF sur l'affaire Wendel/Saint-Gobain présente certes matière à critiques, mais elle ouvre la voie à ce principe plus transversal.

Au niveau européen, l'action doit de gré à gré porter sur **trois thèmes structurants** : réduire le champ de l'OTC par la standardisation et la compensation des dérivés, dont ceux portant sur les matières premières ; consolider le post-marché dans sa fonction de limitation des risques systémiques ; et harmoniser les conditions de commercialisation auprès de la clientèle de détail. Ces trois thèmes font aujourd'hui l'objet d'initiatives de la Commission européenne, à des stades plus ou moins avancés. **Deux écueils** doivent cependant être évités :

- **manquer d'ambition dans l'harmonisation**, car ce serait rééditer des erreurs passées : des sujets « politiques » examinés dans des enceintes « techniques », et la multiplication des options dans les directives, source d'hétérogénéité ;

- **éluder la coordination avec l'approche américaine et ne pas se préoccuper de la réglementation en Asie**, en particulier sur les places de Singapour et Hong-Kong, que l'on a un peu trop tendance à oublier et qui pourraient devenir un futur centre de gravité « moins-disant ». Une réglementation mondiale paraît certes assez utopique. Pour limiter l'arbitrage réglementaire, il est donc impératif de renforcer la coopération, la convergence et, à défaut, la reconnaissance mutuelle. Il importe également d'avancer autant que possible selon le même tempo. Cette démarche vaut par exemple pour la comptabilisation des produits dérivés dans les bilans bancaires, les possibles limites d'exposition aux dérivés sur matières premières ou l'agrément des agences de notation.

L'enjeu du financement des entreprises peut être traité à un niveau plus national. Trois mesures importantes ont ainsi été introduites dans la loi de régulation bancaire et financière, dont deux à mon initiative, conjointement avec Jean-Jacques Hyest : la procédure de **sauvegarde financière accélérée (SFA)**, la possibilité d'accepter une conversion des créances en titres de capital, et un régime d'obligations sécurisées.

La SFA, dont le décret d'application a été publié le 3 mars, vient incontestablement combler un manque. Elle permet de faciliter le rebond de certaines entreprises, notamment celles soumises à un montage LBO « tendu », et de neutraliser des situations de jeu non coopératif. Dans la mesure où la procédure de sauvegarde est devenue la pierre angulaire de notre droit des procédures collectives, on peut encore œuvrer à son amélioration. Je songe en particulier au **fonctionnement des comités de créanciers et à une importation éventuelle du « cram down »**, soit la faculté d'imposer un plan par voie judiciaire, sous réserve du respect de l'équité entre créanciers.

Les obligations de financement de l'habitat répondent aussi à un besoin et sont appelées à connaître un vif succès dans le nouveau contexte de refinancement des banques. Pour autant, **il convient d'éviter que les « covered bonds » et la titrisation n'entrent en concurrence trop frontale ou ne se contaminent**. Certains fonds de

titrisation peuvent ainsi se révéler plus simples que des obligations sécurisées adossées à des RMBS. La qualité de refinancement des banques est bien tributaire de la complémentarité des outils, selon des profils de risque bien différenciés.

Enfin, la mise en place d'un cadre des défaillances bancaires constitue un exercice périlleux et d'autant plus complexe qu'il est lié aux normes de fonds propres. L'objectif principal est bien de **neutraliser l'aléa moral**, donc de solliciter les actionnaires et créanciers avant les contribuables, mais en des termes équitables. Les propositions de la Commission européenne sont à cet égard ambitieuses mais pertinentes. Le sort des créanciers senior et l'éligibilité des instruments de capital contingent sont évidemment au cœur des préoccupations, et je ne crois pas que l'on puisse écarter d'un revers de main la conversion des créanciers senior en dernier recours, pour autant qu'elle soit strictement encadrée.

Il est en tout cas clair que nous assisterons à un renchérissement du coût du capital pour les banques, ce qui rend d'autant plus nécessaire un **changement de modèle économique**. En clair, la pression sur les marges opérationnelles va s'accroître et les investisseurs devront réviser à la baisse leurs normes tacites de rendement du secteur. Sinon, ce sera le retour aux anciennes pratiques occultes et la promesse d'une nouvelle implosion.

Notes :

1- Consensus Forecasts, février 2011.

2- En effet, le montant de 85 milliards d'euros comprend 17,5 milliards d'euros fournis par l'Irlande elle-même.

3- Les développements relatifs à ces rubriques indiquent certains des indicateurs qui seront utilisés, comme le coût unitaire de la main-d'œuvre dans le cas de la compétitivité. Dans ce domaine, le pacte propose de « réexaminer les dispositifs de fixation des salaires et, le cas échéant, le degré de centralisation du processus de négociation, ainsi que les mécanismes d'indexation, l'autonomie des partenaires sociaux dans le cadre du processus de négociation collective devant être préservée ». Dans le cas des finances publiques, il s'agit notamment d'assurer la « viabilité des retraites, des soins de santé et des prestations sociales ». Par ailleurs, « les États membres de la zone euro s'engagent à traduire dans leur législation nationale les règles budgétaires de l'UE figurant dans le pacte de stabilité et de croissance ».

4- C'est sur la base de ces deux articles que sont adoptées les « grandes orientations de politique économique » (GOPE) et les « lignes directrices pour les politiques de l'emploi », réunies au sein de ce que l'on appelle les « lignes directrices intégrées », qui correspondent actuellement au projet dit « Europe 2020 » (ex-« stratégie de Lisbonne »), au sujet duquel les États transmettent annuellement leurs « programmes nationaux de réforme ».