LE POINT DE VUE DE FRANÇOIS-XAVIER CHAUCHAT

Les marchés obligataires sont les sauveurs de l'union monétaire

Pourquoi les marchés financiers s'enprennent-ils donc à la zone euro ? Les déficits budgétaires ne sont-ils pas plus abyssaux encore aux Etats-Unis, au Japon et en Angleterre ? La quasi-faillite de la Californie ne pose-t-elle pas de risques plus importants que les problèmes de la petite économie grecque ? Quel complot les « hedge funds » sont-ils en train de fomenter ?

Faut-il alors accélérer les programmes de régulation des marchés financiers, comme s'y emploient certains ministres ? Cette agitation ne mènera pas loin. Finançant chaque jour leurs énormes besoins grâce au bon vouloir des investisseurs, les administrations publiques des pays développés ont choisi depuis longtemps d'être entièrement dépendantes des marchés obligataires. La rhétorique antimarché semble bien déplacée.

Les messages des marchés financiers sont simples et cohérents. Si la pression se con-

pas le cas du dollar, du yen ni de la livre sterling. La zone euro est la seule au monde à s'être dotée d'une constitution budgétaire aux règles strictes – les fameux critères de Maastricht (3 % du PIB pour les déficits, 60 % pour la dette publique) – règles pérennisées par le Pacte de stabilité et de croissance signé en 1997. Les pères fondateurs de l'euro ont voulu prévenir tout scénario de fuite en avant par recours illimité à l'endettement public – un scénario de déclin auquel sont aujourd'hui confrontés le Japon et l'Argentine. Et ils étaient déterminés à empêcher qu'un Etat puisse se soustraire aux règles de saine gestion, pour la simple raison que les autres membres de la zone euro en seraient inéluctablement affectés. Le moins que l'on puisse dire est que l'histoire leur a donné raison.

Les politiques européens – y compris les Allemands – n'ont jusqu'à récemment pas cru bon d'appliquer véritablement ce Pacte

distance qui sépare chaque Etat des objectifs de réduction de déficit et de dette exigés par le Pacte de stabilité. Accuser les marchés reviendrait à oublier que la pression originelle provient non des marchés financiers mais des règles que se sont imposées à eux-mêmes les pays de la zone euro. Le mot « obligation » retrouve enfin tout son sens. Faut-il vraiment s'en plaindre ?

Les gardiens du temple de l'euro ont donc désormais un allié de poids, bien plus efficace que la Commission européenne et doté, lui, d'un véritable pouvoir de sanction : le marché obligataire, qui, palliant l'inconséquence de nos gouvernements, a pris de facto le contrôle de la politique budgétaire. Ceux qui voulaient interpréter la crise financière comme sonnante le grand retour de l'Etat et l'affaiblissement des marchés financiers devront réviser leur position. Si les Etats continuent de ne pas appliquer leurs propres plans de retour à l'équilibre, pour douloureux que ceux-ci puissent être pour la population – et ils le seront –, la possibilité de financer les déficits à un coût raisonnable appartiendra à l'histoire ancienne. Les tensions internes à la zone euro ne cesseraient alors d'augmenter, et la probabilité d'un cataclysme politique et financier deviendrait chaque jour plus significative.

Car il faut le répéter : de par sa constitution spécifique, l'euro ne tiendra pas, dans sa forme actuelle, sans un programme crédible de stabilisation de l'endettement public. Certains investisseurs, pour l'instant peu nombreux mais non sans arguments, travaillent déjà sur le scénario d'une fin de la zone euro. La seule solution pour se prémunir de ce risque incommensurable, et de sortir patiemment de la crise par le haut, c'est bien d'entendre le message rationnel des marchés financiers plutôt que de – vainement – le combattre.

François-Xavier Chauchat est économiste à Gavekal.

Les gardiens du temple de l'euro ont désormais un allié de poids, bien plus efficace que la Commission européenne, et doté, lui, d'un véritable pouvoir de sanction : le marché obligataire.

centre sur la zone euro, c'est d'abord parce qu'il existe un risque de défaut de paiement d'un Etat souverain, la Grèce, qui se trouve être membre de l'union monétaire. Ce pays qui a contourné les règles d'une manière grossière ne peut ni imprimer sa propre monnaie ni dévaluer pour éponger sa dette. Tout cela est désormais bien compris.

Mais il existe une autre cause à la nervosité des marchés financiers, une cause bien plus fondamentale qui semble aujourd'hui échapper à beaucoup d'observateurs. L'existence même de l'euro est constitutionnellement ancrée sur la santé des finances publiques dans la région, ce qui n'est absolument

de stabilité, au grand dam de la Banque centrale européenne et de la commission de Bruxelles. Jusqu'en 2008, les marchés financiers s'étaient eux aussi peu émus de cette coupable inaction. Mais, après des années de complaisance à l'égard de toutes sortes de périls, les investisseurs, accompagnés en cela par les agences de notation, sont en train de réexaminer la question des risques sous un jour nettement plus réaliste.

Et c'est une bonne nouvelle, car les marchés envoient désormais les bons signaux. Une hiérarchie des taux d'intérêt à long terme s'est ainsi mise en place dans la zone euro, hiérarchie qui reflète très fidèlement la