

Crise de l'euro: sortir du déni

Jean Pisani-Ferry
December 2010

(A version of this article was originally published in Le Monde)

Le printemps avait été affreux, mais l'automne est pire. Le retour de fortes tensions à l'intérieur de la zone euro et la réaction du marché à l'annonce plan de soutien à l'Irlande ne permettent plus de repousser les questions difficiles. Pourquoi en est-on arrivé là ? Pourquoi les dernières décisions n'ont-elle pas convaincu ? La zone euro est-elle encore viable ? Et que peut-on faire aujourd'hui ?

L'année 2010 restera certainement comme un cas d'école. Dès janvier les problèmes – dérive budgétaire grecque, sinistre bancaire irlandais, érosion de la compétitivité espagnole – étaient pour l'essentiel connus. Mais la zone euro jouissait d'une forte crédibilité. Puis les marchés ont découvert à quel point les Européens étaient enclins à compromis de façade, et la confiance s'est dissipée. Les dernières décisions n'ont pas rassuré : le programme d'ajustement irlandais pressure les ménages et exempte les créanciers des banques ; il est, comme pour la Grèce, assorti d'un taux d'intérêt punitif ; quant à la réponse au cas par cas, elle désigne à chaque fois la cible suivante.

Dans ce contexte, la percée représentée par l'accord sur le mécanisme permanent de traitement des crises de dette souveraine conclu le 28 novembre n'a pas été reconnue. Pendant des mois pourtant, la dispute avait fait rage. Les Français voulaient éviter tout automatisme. Les Allemands voulaient une procédure de réduction ordonnée des dettes, afin de conjurer le risque de monétisation par la banque centrale. La question mettait en jeu l'interprétation d'une des dispositions fondamentales du traité de Maastricht, la clause dite de non-renflouement (*no bail-out*). Or l'accord rend possible, soit une assistance temporaire à un Etat solvable, soit une renégociation avec les créanciers en cas d'insolvabilité. En revisitant un compromis ancien, les Européens ont ainsi montré que la zone euro n'était pas vouée à appliquer aveuglement des tables de la loi négociées il y a vingt ans.

Si cet accord n'a pas dissipé le scepticisme c'est en partie à cause de l'incertitude sur la transition vers le nouveau régime, en partie aussi pour des motifs profonds : le doute s'est installé quant à la viabilité de l'euro. Les marchés, qui prennent facilement les Etats-Unis pour exemple, le voient comme une construction bancaire, parce que dépourvue d'un budget fédéral.

L'effet de ce doute est redoutable : comme les dettes publiques sont libellées en euro, l'introduction d'une nouvelle monnaie à un taux déprécié entraînerait mécaniquement un alourdissement insupportable de l'endettement, sauf à imposer une conversion forcée des titres, ce qui serait une



autre forme de défaillance. L'anticipation sur la fragilité de l'union monétaire nourrit donc, en un cercle vicieux, une anticipation de défaillance des Etats.

Les avocats du fédéralisme budgétaire oublient cependant qu'en Allemagne les transferts massifs ont échoué à revitaliser les nouveaux *Länder*, et que le maintien sous perfusion du *Mezzogiorno* n'est pas un exemple à suivre. Quand les Allemands rejettent « l'union des transferts » ils n'expriment pas seulement un certain égoïsme national, aussi une logique économique. Il y a mieux à faire que de placer l'Europe du Sud sous tente à oxygène.

Le vrai modèle pour l'Europe, c'est plutôt le fédéralisme assurantiel, c'est-à-dire un régime où les pays privés de l'accès au marché reçoivent une assistance temporaire, à un taux d'intérêt raisonnable, en contrepartie d'efforts de redressement, et quand il faut avec renégociation de la dette. C'est – au niveau du taux d'intérêt près – l'esprit de l'accord du 28 novembre et c'est pour cela que celui-ci constitue une bonne base.

Reste à remonter la pente, ce ne sera pas aisé. Pour y parvenir, il faut d'abord sortir du cas par cas et prendre le problème dans son ensemble: fixer qui relève des soins intensifs, réduire les dettes excessives avant que les créanciers privés aient fini de dénouer leurs engagements, réduire le taux d'intérêt sur les prêts, et faire obstacle à la spéculation auto-réalisatrice, y compris par des achats substantiels de titres par la banque centrale.

Ce premier volet ne suffira cependant pas. Le second doit être un programme de revitalisation économique pour produire de la croissance et résorber les écarts de compétitivité. Celui-ci devrait associer renforcement de l'intégration économique au sein de la zone euro, stimulation de la demande privée dans les pays en excédent, et soutiens à l'investissement en Europe du Sud. Qu'au moment même où on en aurait le plus besoin les fonds structurels européens demeurent largement inemployés par défaut de cofinancements nationaux, suggère que des ressources peuvent être mobilisées à cette fin. Il en va du redressement de la zone euro, et aussi de sa soutenabilité politique.

Jean Pisani-Ferry est économiste et directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe. Courriel: [chronique\[at\]pisani-ferry.net](mailto:chronique[at]pisani-ferry.net).