

# Crise de la zone euro : l'heure des choix

JEAN-JACQUES ET STEVE OHANA

**Pour les auteurs, respectivement président du cabinet de conseil Riskelia et professeur de finance à l'ESCP Europe, la transparence vis-à-vis des investisseurs est indispensable au retour de la confiance et de la croissance.**

La décision de la Banque Centrale Européenne (BCE) d'intervenir sur le marché secondaire de la dette, même si elle réussissait à calmer provisoirement les tensions sur les dettes espagnole et italienne, ne doit pas nous faire oublier l'impasse politique et économique dans laquelle la zone euro se trouve piégée.

Après le dernier plan de sauvetage de la Grèce, les responsables politiques et banquiers centraux de la zone euro nous avaient assurés que ce plan serait suffisant pour stopper la contagion. Constatons toutefois qu'après le cinquième accord européen et un an et demi de crise de la dette européenne, la situation ne fait que s'aggraver.

Les écarts de taux entre les pays du cœur de la zone euro sont à des niveaux difficilement soutenables pour une zone monétaire. L'Italie paie 3,10 % de plus que l'Allemagne pour refinancer sa dette alors que la France se finance avec un écart de près de 0,7 %, augmentant semaine après semaine. Tant que les politiques laissent le choix entre des dettes sûres (notamment celles de l'Allemagne, des Pays-Bas et de la Finlande) et des dettes risquées (celles de l'Espagne, de l'Italie et demain de la France), ces disparités vont inévitablement accroître les déficits des pays les plus endettés et creuser les écarts de croissance entre les pays créditeurs et débiteurs de la zone. Contrairement à ce que semblent penser les politiques, banquiers et assureurs, le temps n'a jamais joué en faveur de la zone euro. Plus il passe, plus la croissance s'affaïsse et plus l'endettement s'accroît en proportion du PIB.

Les dirigeants européens considèrent comme un problème de liquidité ce qui est en réalité une crise de solvabilité. Ils ont fait le pari qu'en garantissant les dettes de la Grèce, ils allaient stopper le processus de contagion. Après tout, ce pari avait fonctionné pendant la crise financière de 2008 : les 25 milliards d'euros prêtés aux banques françaises en 2009 avaient été remboursés rubis sur l'ongle par ces dernières en 2010. Sauf que dans le cas des dettes souveraines, les pays ainsi « sauvés » ne sont pas solvables. La Grèce ne remboursera pas l'intégralité de sa dette, le Portugal et l'Irlande probablement pas. La France a déjà engagé 55 milliards d'euros dans les deux plans de sauvetage de la Grèce et dans ceux de l'Irlande et du Portugal. L'octroi de garanties aux pays les moins sûrs de la zone reporte la crise de défiance sur les pays du cœur de la zone. De plus, les investisseurs savent bien que la zone euro peut théoriquement garantir les dettes du Portugal et de l'Irlande, mais pas celles de l'Espagne et l'Italie qui représentent 125 % du PIB de la France. Enfin, les plans d'austérité imposés par les pays encore solvables aux États les plus fragiles en échange de la provision de liquidités ne font qu'aggraver le problème d'insolvabilité des États périphériques et accroître le fossé entre le citoyen européen et les technocrates de Bruxelles.

A peine une semaine après le sommet européen du 21 juillet, Wolfgang Schäuble déclarait que Berlin se refuserait à « *signer un chèque en blanc* » pour le rachat par le fonds de stabilité financière européen (FESF) d'obligations de pays en difficulté. Les acheteurs de dettes souveraines de la zone euro ne connaissent pas le risque qu'ils prennent : risque de défaut, risque de

devise liée au démembrement de la zone, garantie ou non de l'Allemagne, monétisation ou non de la dette par la BCE... L'intervention de la BCE sur les marchés de la dette espagnole et italienne n'est pas de nature à dissiper ces incertitudes : la BCE a-t-elle l'intention de « stériliser » ces achats d'obligations en augmentant les réserves obligatoires des banques ? Y-a-t-il un plan de recapitalisation de la BCE si les dettes présentes à son actif sont finalement restructurées ? Le FESF est-il supposé prendre le relais de la BCE pour l'achat des dettes des pays en difficulté ? Ses capacités d'intervention seront-elles augmentées ? Que se passerait-il si la dette française était à son tour frappée par une crise de défiance ? Comment les banques et assureurs européens seraient-ils recapitalisés ou liquidés si un pays décidait de faire défaut ? Autant de questions que les investisseurs se posent et qui restent pour le moment sans réponse.

Aux cours actuels de marché, il apparaît qu'environ 800 milliards de dette des pays périphériques de la zone euro ne sera pas honorée. Plus le temps passe, plus la facture risque de s'alourdir. Pour apporter une solution à la crise, il appartient aux dirigeants européens de faire savoir le plus tôt possible aux investisseurs et aux citoyens européens comment ils comptent répartir ces pertes de 800 milliards d'euros entre les créanciers et les contribuables. Toute solution crédible pour dégager cette somme serait salutaire : taxe bancaire ou Tobin pan-européenne, imposition de pertes aux créanciers privés, appel à des fonds d'investissement pour recapitaliser les banques et assureurs européens, impôt européen, monétisation des dettes publiques par la BCE...

Un plan de résolution exhaustif de la crise, dosant pertinemment ces différentes solutions et présenté de manière transparente aux investisseurs, permettrait de sauver la zone euro de l'éclatement.

**Paru dans le Figaro du 9 Août 2011**