

LE POINT DE VUE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Un euro sans fédéralisme, c'est possible

La crise de l'euro ravive le fantasme fédéraliste. Pourtant, la mise en place d'eurobonds impliquerait des transferts financiers entre Etats et une centralisation de la politique économique à Bruxelles qui paraissent peu crédibles. Même après les ajustements brutaux de ces dernières années, les pays du sud de l'Europe doivent encore recevoir annuellement une centaine de milliards d'euros pour couvrir leurs déficits commerciaux. Pour s'engager à réduire ces déficits sans la contrainte de devoir individuellement viabiliser leur dette, les Etats membres devraient céder à une instance supranationale le contrôle de leur politique budgétaire. Or ce schéma est fortement rejeté par les peuples : chaque élection européenne se fait avec une abstention record; chaque nouveau référendum se fait sous haute tension; et la Commission manque de légitimité démocratique. Heureusement, le fédéralisme n'est pas la seule façon de sortir de la crise.

Entre implosion de l'euro et fédéralisme introuvable, on voit se dessiner un plan en deux volets. Dans le court terme, il s'agit de réduire les excès de dettes qui se sont accumulés au sein de la zone. Le surendettement de certains Etats et banques bloque la reprise, même si la zone euro dans son ensemble n'est que modérément endettée. Il ne s'agit pas de « faire faillite » formellement, mais de rééchelonner les remboursements et de réduire les taux. Au final, les créanciers doivent accepter de perdre une fraction de leur mise pour relancer l'économie. Ces restructurations créeront mécaniquement des transferts du coeur de l'euro vers sa périphérie : les épargnants allemands abandonneront une partie de leurs créances vis-à-vis des banques espagnoles. Les plus grosses banques seront recapitalisées. Les dettes publiques seront renégociées. Ces restructurations doivent être programmées de manière à ne pas trop fragiliser le système bancaire (allongement de maturité, monétisation de la dette), tout en maintenant sur la périphérie une pression suffisante pour que les politiques d'ajustement structurel (baisses des salaires et des dépenses) se poursuivent.

Deuxième volet : la mise en place, dès maintenant, d'un nouveau système où banques et Etats pourront restructurer leurs dettes futures sans imposer trop de transfert aux autres Etats. Pour prévenir et gérer les faillites bancaires, il y aura un régulateur et un fonds européens : c'est l'union bancaire. Leur dette - hors dépôts - pourra être transformée en capitaux propres sur décision du régulateur. Un processus de restructuration standard de la dette souveraine - le Mécanisme européen de stabilité - sera mis en place, avec transfert temporaire d'une partie de la souveraineté à un liquidateur européen en cas de défaut.

Dans ce nouveau système, la dette des Etats et des grandes banques ne sera plus un actif sans risque. Ce n'est pas un problème en soi. Tous les actifs sont risqués et les investisseurs sérieux le savent. La dette publique elle-même - même avec un Etat crédible - est vulnérable aux variations de taux d'intérêt et d'inflation. Mais, surtout, il est essentiel que les investisseurs soient exposés au risque réel de leurs investissements. C'est parce qu'ils espéraient être remboursés par les Etats solvables qu'ils ont prêté, sans aucun discernement, aux banques et aux souverains surendettés. Il faut rompre avec ces mauvaises habitudes, et non recréer le monde d'hier comme le proposent les partisans des eurobonds.

Il faut reconstruire l'euro en assumant la contrainte que les abandons de souveraineté et les transferts entre Etats ne peuvent qu'être modestes. Il y a bien une voie médiane, celle d'une Europe minimale qui suppose qu'on explicite ce que les financiers ont toujours su : la dette est un investissement risqué et sa renégociation est possible et parfois souhaitable.

Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics. David Thesmar est professeur à HEC