

LE COMMENTAIRE

de David Thesmar
et Augustin Landier

La grande fatigue de la solidarité européenne

La crise de l'euro, comme une mauvaise série télé, contient à la fois beaucoup de rebondissements et peu de surprises. La nouvelle saison contient les ingrédients des précédentes : un pays pris dans la spirale du surendettement. La seule solution serait que l'Europe accepte de réduire sa créance, mais la chose semble impossible tant est grande la méfiance du cœur de l'euro à l'égard d'une périphérie soupçonnée d'être impécunieuse, voire malhonnête.

La crise chypriote est une nouvelle version des épisodes espagnol et irlandais. Déjà endetté, l'Etat n'est pas en mesure d'éponger par lui-même les pertes d'un système bancaire sévèrement éprouvé par la restructuration grecque (l'équivalent de 25 points de PIB), les contrecoups de la crise de l'euro et une fuite des dépôts entamée il y a près de deux ans. Les solutions envisagées le 16 mars sont moins illogiques qu'il n'y paraît. Car l'arithmétique de la crise bancaire et souveraine est implacable : la part de l'ardoise que le contribuable européen n'efface pas doit être payée, soit par une restructuration de la dette publique, soit par les créanciers des banques. La restructuration souveraine a été exclue : la moitié de la dette publique chypriote est détenue par les banques du pays, et un quart par l'Europe et la Russie, pour qui il est impensable d'accorder une remise de dette. Le quart restant d'investisseurs étrangers ne pèse pas assez lourd pour payer l'addition, sans compter les difficultés juridiques liées à une renégociation en droit étranger. Restent donc les

créanciers des banques, qui à Chypre, se composent de la BCE et des déposants. La taille des prêts de la BCE est difficile à connaître, mais elle dépasse les 10 milliards d'euros, soit 50 % du PIB chypriote. La BCE refuse, bien sûr, de restructurer cette dette, par crainte de créer un précédent dans la monétisation de dette publique. Le fardeau de l'ajustement retombe donc mécaniquement sur les seuls déposants des banques chypriotes, qui à eux tous, détiennent 600 % du PIB sous forme de dépôts. Si l'on accepte le principe que les prêts du « secteur officiel » sont intouchables, il n'y a pas d'autre solution que de faire payer les déposants.

Une mesure d'exception affecte moins les comportements qu'une hausse des taxes.

La mise à contribution des déposants a plongé la majorité des commentateurs dans l'effroi. Pourtant, les alternatives au plan proposé ne sont pas évidentes quand on y regarde de plus près. Selon le point de vue le plus répandu, la taxation des dépôts risque de créer une course aux guichets dans les banques d'autres pays de la zone périphérique, et constitue une reculade par rapport aux avancées qui avaient été faites vers l'union bancaire. On saura vite si c'est le cas, mais on peut en douter : les actions des grandes banques espagnoles n'ont d'ailleurs pas dévié. Le cas de Chypre est parti-

culier ; le refus de l'Europe et de la BCE de subventionner une industrie financière fondée sur l'arbitrage fiscal est compréhensible et ne s'étend pas aux autres pays. Par ailleurs, la technique fiscale adoptée est aussi peu source de distorsions économiques que possible. Quand la situation est exceptionnelle, le caractère d'exception d'un impôt « one shot » est plus crédible et affecte moins les comportements futurs qu'une hausse permanente des taxes. Le principal risque est de ne pas ponctionner assez, créant la crainte qu'un deuxième tour soit nécessaire... Certes, les choses ne sont pas finies : pour éviter l'explosion des banques chypriotes, des contrôles sur les retraits des dépôts seront sans doute nécessaires afin de ralentir une fuite des dépôts étrangers.

Les déposants chypriotes doivent payer en vertu du principe que la dette du secteur officiel est non négociable. Car la solidarité européenne est plus que jamais fatiguée : le souci de punir les situations scabreuses et le sentiment d'une irréconciliable hétérogénéité des préférences collectives dominent. Pendant ce temps, le gouvernement letton demande à adopter l'euro, malgré 70 % d'opinions défavorables dans sa population. Espérons que c'est avec l'ambition de rejoindre le cœur de l'euro, et non sa périphérie.

Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics

David Thesmar est professeur à HEC