

Pourquoi l'Irlande doit faire défaut

LE COMMENTAIRE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Cette semaine, les décideurs européens ont accepté de refinancer près de 70 milliards d'euros de dette irlandaise. En souscrivant à cette aide, l'Irlande s'interdit de faire défaut sur sa dette. Les citoyens irlandais paieront donc les pertes des banques de leur pays, car ce sont elles et non les dépenses directes de leur Etat qui ont mis le feu aux poudres.

En prétendant éviter un défaut au citoyen ordinaire, on ne lui rend pas service. Au lendemain d'une longue période d'excès, une économie qui cherche à rembourser toutes ses dettes s'expose à une longue gueule de bois. Pour dégager l'argent nécessaire, elle est contrainte de comprimer sa demande intérieure, de rogner sur l'éducation et les investissements de long terme, plongeant le pays dans le chômage et la stagnation pour des années. Souvent, la solution la plus efficace est de renégocier avec les créanciers un rééchelonnement de la dette ou une annulation partielle (ce qui revient, dans les deux cas, à réduire la valeur de leurs créances). Les prêteurs imprudents sont punis, ce qui les encourage à faire plus attention dans le futur. Parfois, les prêteurs préfèrent eux-mêmes cette option, calculant qu'un Etat qui garde des marges de manœuvre budgétaires et politiques sera plus enclin à rembourser.

On peut vite se remettre d'un défaut souverain. Les Islandais, par exemple, ont choisi de ne pas rembourser une partie des créances étrangères contractées par leurs banques. On prédisait alors à ce pays un bannissement durable des marchés financiers. Il emprunte aujourd'hui à environ 5%, soit à peu près au même taux que l'Espagne, et deux fois moins cher que l'Irlande. Et sa performance économique est bien meilleure.

Mais en Europe, malgré les timides avancées de ce week-end, le défaut souverain reste un tabou. Première justification : le défaut irlandais affaiblirait les banques européennes qui ont prêté à l'Irlande. Faute de données transparen-

tes, ce risque de contagion est difficile à estimer, notamment pour ce qui est des banques allemandes, qui ont abordé la crise avec peu de réserves. Mais quelle qu'en soit l'ampleur, si ce risque est la raison du sauvetage, les invocations à la solidarité européenne sont hypocrites : peut-on vraiment faire payer aux citoyens irlandais l'insouciance des prêteurs allemands ? Si la stabilité financière allemande est un vrai problème, il doit être réglé à sa source par des recapitalisations bancaires, pas par la déflation des économies grecques et irlandaises. Ce sera plus efficace et plus légitime.

La seconde mauvaise justification au tabou du défaut, c'est le risque qu'une défaillance souveraine vienne entacher le prestige de l'euro. Ici, c'est le symbole de la monnaie unique qui semble être l'enjeu. Il est vrai qu'une faillite souveraine en zone euro ferait baisser la monnaie unique. Pour ceux qui estiment l'euro surévalué, ce réajustement est souhaitable. Et les investisseurs internationaux ne sont pas stupides : ils continueront de prêter aux Etats solvables. A contrario, en acceptant, crise après crise, de se faire incondition-

Les banques ont tiré parti de la mythologie de l'euro pour obtenir la transformation automatique de leurs créances en dettes souveraines.

nnellement l'éponge des excès bancaires, l'Union européenne creuse la tombe de sa crédibilité et encourage la spéculation débridée.

L'Europe est à la croisée des chemins. Soit elle cède, à nouveau, à la phobie allemande de la faillite souveraine et aux menaces des lobbies bancaires. Dans ce cas, elle contraindra les Etats les plus faibles de l'Union à rembourser leurs dettes, dans le sang et les larmes. Soit l'Europe donne aux Etats surendettés un « fresh start » à l'islandaise, tout en mettant sous tutelle les grandes banques continentales trop fragilisées. L'Europe s'est longtemps contentée d'adorer le totem de l'euro, substitué à un projet politique véritable. Les banques ont tiré parti de cette mythologie pour obtenir la transformation automatique de leurs créances en dettes souveraines. Le recours aux symboles et aux sacrifices expiatoires est une hypocrisie qui a assez duré. L'heure du pragmatisme est arrivée.

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