

## Europe : les derniers tabous sont-ils vraiment tombés ?

Churchill disait que l'on peut faire confiance aux Etats-Unis pour toujours finir par faire le choix qui s'impose, mais seulement après avoir épuisé toutes les alternatives. Depuis dix-huit mois, cette remarque ironique sert de feuille de route à l'Europe : celle-ci finit par s'accorder sur les décisions nécessaires, mais toujours en dernière extrémité.

Une fois encore, le 21 juillet, les dirigeants de la zone euro ont proclamé que ce qu'ils avaient affirmé impensable était en fait indispensable. Ils ont cessé de prétendre que la Grèce était solvable ; consenti à lui prêter plus et pour plus longtemps ; admis que des taux d'intérêt excessifs ne pouvaient qu'aggraver le mal ; demandé que les créanciers privés obissent à l'allègement du fardeau ; promis d'assurer la continuité du financement des banques grecques ; reconnu la nécessité d'un appui à la croissance ; et étendu les usages possibles de la facilité financière européenne, pour en faire un outil d'intervention flexible.

**Pour l'Allemagne, la France, la Banque centrale européenne (BCE),** et les autres acteurs du jeu européen, ces volte-face sont coûteuses en réputation, en capital politique ou en marges de manœuvre juridiques. Le paquet a beau être suffisamment divers pour que chacun y trouve de quoi crier victoire, il va falloir expliquer pourquoi les lignes rouges ont été franchies. Tous argueront sans doute que c'est la dernière fois.

Est-ce vrai ? Les derniers tabous sont-ils vraiment tombés ? Ou faudra-t-il bientôt un nouveau sommet de crise, avec à la clef de nouveaux reniements et de nouvelles audaces ? S'agissant de la Grèce, l'aggiornamento est réel. Une équation sans solu-

### Analyse

**Jean Pisani-Ferry**

Economiste ; directeur de Bruegel, centre de recherche et de débat sur les politiques économiques en Europe

tion, les dirigeants européens ont substitué une nouvelle, qui ne paraît plus impossible. En décidant de prêter pour moins cher et en convenant d'une réduction des dettes existantes, ils ont engagé un allègement du fardeau – sans doute insuffisant, pour ce qui est des créanciers privés, mais incontestable.

**Une réduction de la dette publique** ne rendra pas leur compétitivité aux entreprises ni leur emploi aux chômeurs – même si elle y aidera. Certains en concluent que, pour que le pays se redresse, il faut faire tomber le tabou de l'euro, et réintroduire une monnaie nationale. A coup sûr, cette monnaie se déprécierait, bien au-delà du rétablissement de la compétitivité.

Lorsque l'Argentine, en 2002, a rompu avec le dollar, le peso a perdu les quatre cinquièmes de sa valeur. Or toutes les dettes et les créances sont libellées en euros. Il faudrait opérer leur conversion forcée. Cela détruirait l'essentiel de la valeur de l'épargne et induirait des faillites en chaîne, en Grèce ou dans le reste de la zone euro, selon la géométrie exacte de la conversion.

Avant même ce choc, les épargnants s'empressaient par anticipation de sortir leurs avoirs du pays, provoquant l'effondrement des banques. Loin d'être renforcé, enfin, le reste de la zone euro serait fragilisé, car la spéculation s'engagerait sur les différences entre euro allemand, français ou

portugais. Pour cela, l'option de l'ajustement au sein de l'euro demeure préférable, malgré toutes ses difficultés.

S'agissant de la zone euro, les mesures de consolidation annoncées ne vont pas dissiper l'inquiétude quant aux autres pays – Espagne et Italie, notamment. Parmi les vulnérabilités révélées par les secousses de ces derniers mois, l'une des plus frappantes est la corrélation entre crises bancaires et crises souveraines.

En Grèce, l'état des finances publiques est une menace pour les banques, dont le portefeuille de titres publics est deux fois plus élevé que leur capital. La même crainte est apparue en Italie. En Irlande, c'est la dérive des banques qui a mis l'Etat à genoux. En Espagne, il est fragilisé pour les mêmes raisons. Le cercle vicieux s'enclenche d'un côté ou de l'autre, mais ensuite la logique est la même : un Etat en difficulté fragilise les banques par la dépréciation des titres publics ; des banques en difficulté fragilisent l'Etat du fait du coût anticipé de leur renflouement.

**Ce cercle vicieux dévastateur** provient du refus de diversifier et de mutualiser les risques. L'Europe n'est pas un Etat fédéral, mais la fragilité de la zone euro serait fortement diminuée si l'assurance des dépôts était mutualisée – ce qui implique un mouvement parallèle sur la supervision des banques –, et si les banques diversifiaient leur portefeuille en détenant des obligations représentatives de l'ensemble de la zone (les fameux eurobonds). L'Europe a discrètement commencé à s'engager dans cette voie en élargissant le mandat de sa facilité financière. Mais la mutualisation des risques reste un tabou. Il n'est pas certain qu'il tienne jusqu'au bout de cette crise. ■