

Le Monde Economie

Opinions et stratégies, acteurs et entreprises

Zone euro : comment éviter la catastrophe ?

■ La restructuration de la dette grecque interviendra tôt ou tard
■ Le problème est d'en éviter les effets systémiques pour les Etats et les banques
■ A court terme, seule la Banque centrale européenne a les moyens d'éteindre l'incendie



L'incapacité des ministres des finances européens, réunis samedi 17 septembre à Wrocław (Pologne), à se mettre d'accord sur la mise en œuvre du plan de secours à la Grèce décidé en principe le 21 juillet risque d'en-

Dossier

flammer de nouveau les marchés, alors que les grandes banques centrales de la planète s'étaient mobilisées, jeudi, de façon coordonnée pour fournir des liquidités aux établissements bancaires et apaiser momentanément la tempête.

La stratégie de l'Union européenne (UE), qui consistait à gagner du temps pour repousser la restructuration grecque et la mener à froid, est soumise à très rude épreuve. Tout l'été, les négociations séparées menées par la Finlande pour obtenir des garanties de la Grèce, la démission du membre allemand du directoire de la Banque centrale européenne (BCE), Jürgen Stark, et les déclarations de ministres néerlandais ou autrichiens évoquant un défaut grec avaient déjà encouragé la spéculation.

La crise de confiance a ainsi déclenché une dynamique autoréalisatrice de tensions sur les det-

tes souveraines, sur le marché du crédit interbancaire et sur les actions des banques. Si les seules pertes dues à un défaut sur la dette grecque peuvent être absorbées par les banques européennes, un effet de contagion aurait des conséquences néfastes sur tout le système financier.

« Le problème souverain et le problème bancaire sont intimement liés ; toute volonté de les séparer est vouée à l'échec. La restructuration de la dette grecque n'est pas lointaine. Le statu quo est condamné et risque d'amener à l'explosion de la zone euro », prévient Bruno Cavalier, directeur des études éco-

nomiques de la société de Bourse Oddo.

Quelle que soit la date de la restructuration, l'enjeu est désormais de limiter ses effets sur les autres Etats fragiles de la zone euro – Portugal, Irlande, Espagne et Italie – et sur le système financier qui détient leurs titres. Bref, d'éviter l'effet boule de neige et l'explosion systémique qui plongerait la zone euro dans la dépression et aurait des répercussions globales. Pour cela, les experts préconisent un virage politique, surtout de la part de la BCE, prêteur en dernier ressort.

Adrien de Tricornot
►►► Lire la suite page 4

Martin Wolf p. 2
Pour Berlin, l'heure est venue de faire un choix décisif

Chronique p. 3
« Mutuelles : une taxe injuste », par Thibault Gajdos

Stratégie page 6



L'hyperconsommation et la crise font le succès de Cash Converters, leader de l'achat-vente

Philippe Askenazy



Chômage : la leçon du plan Obama



En 2010, le Prix de la Banque de Suède en la mémoire d'Alfred Nobel récompensait les pères des « théories de l'appariement » sur le marché du travail. Selon cette approche, le chômage résulte principalement de difficultés pour assurer la rencontre entre un employeur et un demandeur d'emploi. Le comité Nobel notait ainsi que « plus les allocations chômage sont importantes, plus le taux de chômage est élevé et la durée de recherche est longue ».

Ces théories ont connu un large développement, car elles offraient une alternative à la vision marxienne du chômage comme « armée de réserve » du capitalisme, ou à la vision keynésienne d'un déséquilibre dû à une offre d'emplois insuffisante, et permettaient d'en déduire des prescriptions politiques. Celles-ci ont été particulièrement suivies en France, à travers une bonne partie des politiques de l'emploi qui y ont été déployées ces dernières années. Les propos, début septembre, du ministre du travail, Xavier Bertrand – « le vrai problème, c'est que notre système d'indemnisation n'encourage pas forcément le retour à l'emploi » –, en sont l'illustration.

Or, le « Nobel » 2010 a été paradoxalement décerné au moment où les faits ébranlaient cette théorie. Car si le chômage résultait principalement des mécaniques d'appariement, alors au pays du marché du travail le plus « flexible », les Etats-Unis, il n'aurait pas dû connaître une envolée durable. Une solution a été proposée pour réconcilier la théorie dominante et les faits : la crise des subprimes bloque le marché immobilier et empêche les travailleurs de vendre et d'acheter leur logement ; la moindre mobilité du travail détériore l'appariement.

Mais, un an après, cette dernière hypothèse se retrouve invalidée : des travaux récents d'économistes – par exemple *Locked in the House : Do Underwater Mortgages Reduce Labor Market Mobility ?*, de Colleen Donovan (Freddie Mac) et Calvin Schnure (National Association of Real Estate Investment Trusts) d'août 2011 –, montrent que la crise immobilière américaine n'affecte pas négativement la mobilité d'un bassin d'emploi à un autre. Parallèlement, d'autres travaux montrent que ce sont les pertes d'emplois causées directement par l'éclatement de la bulle immobilière qui ont affecté de manière durable l'économie américaine. La chute de l'immobilier touche la construction, mais également une pléthore de services – décorateurs, agents immobiliers... – ou d'industries non délocalisées – fenêtres, cuisines sur mesure...

►►► Lire la suite page 2

Annonces

Paroles d'experts Collectivités

territoriales Page 9 ■ Dirigeants ■ Finance, administration, juridique, RH ■ Conseil, audit ■ Banque assurance ■ Marketing, commercial, communication ■ Santé ■ Industries et technologies ■ Carrières internationales Multiposte ■ Collectivités territoriales Pages 7 à 10

Consultez notre site : www.lemonde.fr

LILLE METROPOLE

Communauté urbaine

Lille Métropole Communauté urbaine est un établissement public de coopération intercommunale rassemblant 85 communes et plus d'un million d'habitants. Son organisation administrative se décline en 8 pôles dont deux fonctionnels et un transversal.

Lille Métropole Communauté urbaine recrute :

- Un(e) Directeur / Directrice « Budget et gestion »
- Un(e) Directeur / Directrice « Stratégie des territoires et développement durable »

Retrouvez le détail de ces postes dans la rubrique Collectivités territoriales et sur le site lillemetropole.fr



Chômage : la leçon d'Obama

►►► Suite de la première page

Et malgré la flexibilité, il n'y a pas de réallocation des emplois vers d'autres secteurs. L'absence de chômage avant la crise résultait donc de l'existence d'un marché immobilier reposant sur une bulle, et non d'un fonctionnement idéal du marché du travail.

D'où le retour à un diagnostic simple : l'économie américaine manque, tout simplement, de « jobs ». Le plan Obama annoncé le 8 septembre, qui peut paraître baroque après les tergiversations de cet été sur le plafond la dette, tend à donner une réponse tout aussi simple : création directe d'emplois d'enseignants, de pompiers ou de policiers, partage du temps de travail, rénovation des écoles, construction d'infrastructures et augmentation du pouvoir d'achat. Sur ce dernier point, le choix de M. Obama est similaire à celui du président Reagan trente ans auparavant : une baisse majeure des prélèvements obligatoires, mais cette fois sur le travail.

Autant des petits gains de pouvoir d'achat risquent de se traduire par de la consommation de biens importés à bas coût, autant des gros gains laissent espérer une consommation de services et de produits américains, de la rénovation de la salle de bains aux soins dentaires. En 2012, une famille moyenne de deux salariés touchera ainsi 1 000 euros de plus, si le plan survit au Congrès.

Quelles leçons l'Europe peut-elle tirer du plan Obama ?

Dans un pays comme l'Espagne, qui a aussi subi l'écroulement d'une bulle immobilière et la montée du chômage, la voie, dictée par les marchés, d'un resserrement de la dépense publique et de réformes « assouplissant » le marché du travail pourrait être sans issue. Et dans un pays comme la France, qui n'a jamais su sortir du chômage de masse, une préconisation simple – utiliser l'argent public pour créer de l'activité, plutôt que ressasser le lancinant discours sur les énièmes « nécessaires réformes structurelles » – n'est peut-être pas si ringarde. ■

Philippe Askenazy, directeur de recherche au CNRS, Ecole d'économie de Paris



Par Martin Wolf

Un jour, les historiens considéreront peut-être [le traité] de Maastricht comme une étape décisive vers l'émergence d'un pouvoir européen stable. Mais il existe une autre éventualité, plus sombre : (...) la tentative d'agréger les Etats pourrait conduire à une augmentation énorme des frictions entre eux. J'écrivais ces lignes dans le *Financial Times* il y a vingt ans. Mes craintes sont en train de devenir réalité.

La crise actuelle n'a pas seulement démontré que la conception de départ de la zone euro était défectueuse, comme le savaient à l'époque la plupart des analystes les plus éclairés ; elle a aussi révélé – et ce faisant exacerbé – un manque essentiel de confiance, sans même parler du défaut d'un sentiment d'identité commune, entre des peuples qui se trouvent enchaînés dans ce qui est devenu un mariage de « disconvenance ».

C'est une visite à Rome qui m'a fait prendre conscience de l'ampleur de l'échec. Voici ce que j'ai entendu de la bouche d'un haut responsable italien : « Nous avons renoncé aux soupapes de sécurité traditionnelles qu'étaient l'inflation et la dévaluation, en échange de faibles taux d'intérêt. Or, à présent, nous ne bénéficions plus de la faiblesse de [ces] taux. » Puis il a ajouté : « Il serait préférable de sortir [de l'Union monétaire] plutôt que d'endurer trente ans de souffrances. » Ces remarques traduisent une perte de confiance dans le projet et dans les partenaires.

Dans sa dernière conférence de presse, Jean-Claude Trichet, le président sortant de la Banque centra-

L'éclairage L'Allemagne doit opter pour une zone euro certes différente de celle qu'elle avait envisagée, ou bien... la laisser exploser

Le choix cornélien de Berlin

le européenne (BCE), a évoqué l'excellent bilan de l'institution en matière de lutte contre l'inflation. Mais cette modeste hausse des prix a masqué l'émergence de déséquilibres au sein de l'Union monétaire et le manque de moyens – ou de volonté – pour les résoudre.

Il en résulte que le défaut d'un Etat important ou un éclatement de la zone euro, voire les deux, sont désormais envisageables. La course à la sécurité que cela entraîne, et qui inclut des mesures pour protéger les expositions transfrontalières dans une Union monétaire théoriquement intégrée, fait courir le risque d'une implosion. Nous assistons à une interaction mortelle entre les craintes d'une insolvabilité souveraine, l'émergence d'une pénurie de liquidité souveraine, et les tensions financières.

La BCE devrait fournir des liquidités en quantité illimitée aux Etats et aux institutions financières solvables

Telle qu'elle fut conçue, il manquait à la zone euro certaines institutions essentielles, la plus importante étant une banque centrale capable et désireuse d'agir en tant que prêteur de dernier ressort sur tous les marchés importants, un fonds de sauvetage assez approvisionné pour assurer la liquidité sur les marchés obligataires souverains, et des méthodes efficaces pour gérer un tissu interconnecté d'insolvabilités souveraines et de crises bancaires. En l'absence d'institutions fortes, les attitudes et les politiques des pays du centre de la

zone sont devenues cruciales.

Comme tout le monde, j'admire la reconstruction politique et économique de l'Allemagne après la seconde guerre mondiale, puis après la réunification, son attachement à la stabilité économique et la haute qualité des produits manufacturés qu'elle exporte.

Mais cela ne suffit pas. Les dirigeants allemands s'obstinent à voir le monde à travers les lentilles d'une économie de taille plutôt modeste, ouverte et très compétitive. Or la zone euro n'est pas une petite économie ouverte ; c'est une grande économie relativement fermée. Le pays moteur d'une telle union doit procurer un marché dynamique à ses partenaires moins solvables lorsque ceux-ci ne sont plus en mesure de financer leurs déficits, ou les financer directement.

Et si le secteur privé refuse de procéder à ce nécessaire financement, c'est au secteur public de le faire. Si celui-ci n'agit pas, il s'ensuivra une vague de défauts dans les secteurs privé et public qui, à leur tour, affecteront le secteur financier et les exportations du pays moteur lui-même.

L'incapacité des dirigeants allemands à expliquer ces réalités à leur population rend impossible la résolution de la crise actuelle. Ils entretiennent au contraire l'illusion que n'importe qui peut se transformer en prêteur. De petites

économies ouvertes comme celles de la Lettonie ou de l'Irlande peuvent sans doute renouer avec la compétitivité et la croissance par la déflation, mais, pour un grand pays comme l'Italie, la solution est trop douloureuse pour être crédible. Le ministre allemand des finances, Wolfgang Schäuble, peut bien appeler à une telle austérité : elle ne se réalisera pas.

Aujourd'hui, il faut d'abord éteindre les feux les plus violents. Ce n'est qu'ensuite que l'on pourra bâtir une zone euro ignifugée.

La moins mauvaise des options serait que la BCE fournisse des liquidités en quantité illimitée aux gouvernements et aux institutions financières solvables. Il ne devrait pas être difficile intellectuellement de montrer qu'acheter des obligations n'est pas incompatible avec le maintien de la stabilité monétaire, puisque la masse monétaire au sens large n'a augmenté que de 2 % par an.

En revanche, ce sera politiquement délicat. Notamment pour l'Italien Mario Draghi qui prend ses fonctions de président de la BCE le 1^{er} novembre. C'est cependant la seule politique possible au vu de la taille insuffisante du Fonds européen de stabilité financière (FESF) au cas où il devrait être mobilisé pour porter secours à de grands pays en difficulté. Ce sera alors aux politiciens d'oser soutenir une telle initiative.

Que se passerait-il si Berlin refusait d'appuyer une mesure aussi audacieuse ? La BCE devrait quand même aller de l'avant plutôt que de laisser se produire une succession d'effondrements. Il reviendrait alors à l'Allemagne de décider si elle veut sortir de l'Union moné-

taire, avec éventuellement l'Autriche, les Pays-Bas et la Finlande. Mais les Allemands devraient avoir conscience que cela entraînerait une hausse brutale du taux de change, une baisse massive de la rentabilité des exportations de leur pays, un énorme choc financier et une forte chute du PIB. Sans compter que cela signifierait l'échec de deux générations d'efforts pour édifier un cadre européen solide.

L'Allemagne a bien un droit de veto sur d'éventuelles mesures d'élargissement du soutien budgétaire public, mais elle est en train de « perdre le contrôle » de la BCE.

Car face à une crise aussi dangereuse pour l'Europe et pour l'ensemble du monde, la seule institution européenne ayant la capacité d'agir à l'échelle requise devrait s'engager dans cette voie ; le coût de l'inaction pourrait en effet s'avérer dévastateur. Cette décision provoquerait sans doute une crise politique, mais qui serait moins grave que la crise financière qui éclaterait au cas où elle ne l'oserait pas.

Au bout du compte, l'Allemagne doit choisir entre une zone euro assurément différente de la « grande Allemagne » qu'elle escomptait, et... pas de zone euro du tout. Je comprends que ses dirigeants et son peuple détestent s'être laissé enfermer dans une posture aussi cornélienne. Mais il faut assumer. La chancelière Angela Merkel doit à présent, et de manière claire et nette, avoir le courage de faire ce choix. ■

Cette chronique de Martin Wolf, éditorialiste économique, est publiée en partenariat exclusif avec le *Financial Times* © « FT » (traduit de l'anglais par Gilles Berton)

Le livre

Pour un Etat rénové

Améliorer la croissance du produit intérieur brut (PIB), c'est ce que s'efforcent de faire les gouvernements européens depuis 2008, sans grand succès... Ce pari pourrait être gagné, estime Philippe Aghion et Alexandra Roulet, respectivement professeur d'économie et doctorante à l'université Harvard. Mais, dans une économie mondialisée, un changement de cap s'impose.

Les coauteurs de cet ouvrage proposent de sortir de la dichotomie « plus d'Etat ou moins d'Etat » afin de « penser l'Etat autrement ».

Le keynésianisme ni néolibéralisme, affirment-ils, pour dire que l'Etat doit investir sur l'offre plus que sur la demande et cibler ses investissements « dans les secteurs où la concurrence et l'innovation jouent un rôle-clé ». A partir de comparaisons internationales, ils tentent d'identifier l'impact sur la croissance des dépenses publiques de santé et d'éducation, de l'investissement dans la recherche mais aussi de la liberté de la presse ou du contrôle de la corruption.

Dans l'éducation, par exemple, une année de scolarité supplémentaire n'aura pas d'effet sur la crois-

sance, constatent-ils, contrairement à l'amélioration des compétences transmises par l'école (mesurées par l'enquête PISA – Programme international pour le suivi des acquis des élèves).

Dans le secteur de la santé, « les pays affichant une espérance de vie élevée dépensent davantage en infirmières, en scanners et en IRM, et relativement moins en salaires de médecins spécialistes que les pays ayant une espérance de vie plus faible », notent-ils. Or « le PIB par habitant augmente plus rapidement dans un pays où l'espérance de vie est plus longue », assurent-ils. Les auteurs établissent aussi des corrélations entre fiscalité redistributive, innovation et croissance de la productivité.

Ils confirment ce que d'autres chercheurs, comme Bruno Palier (CNRS-Sciences Po), prônent de longue date, à savoir quel investissement dans la santé, l'éducation ou l'innovation sont les meilleurs leviers pour retrouver une croissance durable. Mais l'intérêt de ce livre réside surtout dans l'analyse détaillée de la façon dont l'Etat devrait investir. ■

Anne Rodier

Les acteurs de l'économie Jacques-Marie Vaslin
Le rêve d'Icare des frères Caudron

Les pionniers de l'aviation furent souvent des ingénieurs, à l'image de Louis Blériot, Marcel Bloch (Dassault), Pierre-Georges Latécoère ou Henri Potez pour les plus connus. Leurs connaissances scientifiques permettaient de déjouer la loi de la gravitation. Mais d'autres étaient de purs autodidactes, mus par le seul rêve d'Icare. Les frères Caudron, Gaston (1882-1915) et René (1884-1959), sont de ces passionnés.

Fils d'un riche agriculteur de la baie de Somme, ils se consacrent à leur passion pour les engins volants. Avec l'aide d'un charbonnier, d'un menuisier et d'un maréchal-ferrant, les frères Caudron construisent leur premier prototype en 1908. Ils commandent un moteur à l'entreprise Buchet, mais celui-ci ne sera jamais livré.

Par dépit, ils se tournent alors vers un motoriste atypique, Alessandro Anzani. Ce champion du monde de motocyclette, qui est aussi un ingénieur mécanicien, se lance par la suite dans la production de moteurs pour engins à deux roues. Puis, il propose un moteur de 25 chevaux à trois cylin-

dres pour l'aviation naissante. C'est ce même moteur qui permet à Louis Blériot de traverser la Manche le 25 juillet 1909.

Dans l'attente de leur commandement, les frères Caudron testent avec impatience leur premier aéroplane en mars 1909. Luciole, la jument de la ferme, tire l'avion au triple galop. René est aux commandes. Le modèle décolle devant les yeux ébahis des badauds. Trois mois plus tard, le moteur Anzani, enfin sorti des usines de Courbevoie, permet à l'avion d'effectuer une série de sauts de puce. L'aventure Caudron peut commencer.

Courses et défis

Les frères comprennent vite que le marché est restreint faute de pilotes. Dès 1910, ils fondent au Crotoy la première école d'aviation. Au fil des ans, elle accueillera de nombreux élèves, en particulier des femmes. Les futures aviatrices sortiront avec une licence de pilote en poche, sésame indispensable pour réaliser leur rêve. Les plus célèbres sont Adrienne Bolland, qui franchit la cordillère des Andes en 1921, et l'Américaine Bes-

sie Coleman, première femme noire à voler, brevetée en 1921.

Le modèle emblématique des frères Caudron est le G.III. Ce petit biplan gagne de nombreux prix qui lui offrent une renommée mondiale. Le modèle économique repose sur l'école de pilotage, les courses, mais aussi les défis. Comme celui d'atterrir sur le sommet du mont Blanc ou sur le toit des Nouvelles Galeries, à Paris. Sorti en 1914, le G.III se révéla aussi performant au combat.

Pendant la première guerre mondiale, l'usine de Courbevoie déménage à Lyon. C'est là que Gaston trouve la mort, le 10 décembre 1915, en essayant un prototype. René Caudron dirige alors seul l'entreprise. La guerre dope la production : les avions Caudron équiperont 56 escadrilles.

La paix venue, Caudron se spécialise dans l'aviation légère. En treize ans, vingt-huit modèles sortent des usines. Mais l'entre-deux-guerres porte un coup au leadership de l'industrie aéronautique française. Faute d'innovation et de stratégie industrielle, le secteur, morcelé en une multitude de sociétés de taille moyenne, est

vite dépassé. La crise de 1929 assènera le coup de grâce à Caudron. Le 1^{er} octobre 1933, Renault rachète la société au bord de l'asphyxie. L'aventure s'achève. Elle aura produit plus de 10 000 avions au cours de son existence. ■

Jacques-Marie Vaslin, maître de conférences à l'IAE d'Amiens

Le Monde

Siège social : 80, bd Auguste-Blanqui
75707 PARIS CEDEX 13
Tél. : +33 (0)1-57-28-20-00
Fax. : +33 (0)1-57-28-21-21
Téléc. : 206 806 F
Edité par la Société éditrice du « Monde » SA,
Président du directoire,
directeur de la publication :
Louis Dreyfus
Directeur du « Monde »,
membre du directoire :
Erik Izraelewicz

La reproduction de tout article est interdite sans l'accord de l'administration. Commission paritaire des journaux et publications n° 0712 C 81975.
ISSN : 0395-2037
Pré-presses Le Monde
Impression Le Monde
12, rue M.-Gunsbourg
94852 Ivry Cedex
Printed in France

720



Le point de vue des chroniqueurs de l'agence économique

Reuters Breakingviews

Crise de l'Union européenne : à Berlin, le ton a changé

Du chaos naît l'ordre. Depuis quelques semaines, les dirigeants allemands paraissent plus optimistes en évoquant d'éventuelles solutions durables à la crise monétaire qui frappe l'Union européenne. Pour l'heure, Berlin ne cesse d'insister sur la nécessité d'un redressement budgétaire rapide dans les pays surendettés de la périphérie. Quant à l'avenir, Angela Merkel et consorts laissent clairement entendre qu'ils sont prêts à discuter sans tabous. Les partenaires de l'Allemagne devraient tout faire pour encourager cette attitude, ô combien rafraîchissante.

A la veille de la rencontre des ministres des finances de la zone euro, Angela Merkel n'avait pas manqué de rappeler, à raison, l'opposition de son gouvernement aux « euro-obligations », trop souvent considérées comme la panacée de tous les maux qui accablent la zone euro. La chancelière allemande sait bien que la mutualisation de la dette européenne ne sera envisageable qu'à partir du moment où les pays de la zone se seront mis d'accord pour respecter une discipline budgétaire très stricte et embrasser une certaine forme d'intégration budgétaire. Un tel aboutissement ne peut être que le couronnement d'années et d'années d'efforts. Des euro-obligations ficelées à la va-vite ne seraient d'aucun secours dans la crise actuelle.

Pourtant, il suffit de prêter l'oreille pour s'apercevoir que, à Berlin, le ton a changé. A noter, en particulier, que les responsables politiques d'outre-Rhin font désormais allusion à la zone euro d'après la crise. Ce n'est pas encore l'harmonie : le ministre des finances et europhile Wolfgang Schäuble et Ursula von der Leyen, ministre du travail et étoile montante des chrétiens-démocrates,

ne parlent pas encore d'une même voix.

Mais la chancelière Merkel elle-même évoque ouvertement la révision du traité de Lisbonne, afin d'améliorer la gouvernance de la zone euro. Sans compter que les opposants les plus enragés à la contribution de l'Allemagne aux plans de sauvetage – les libéraux du FDP, partenaires d'Angela Merkel au sein de la coalition au pouvoir – ont été systématiquement écrasés lors des élections. De leur côté, les partis d'opposition, favorables aux plans d'aide – les démocrates sociaux et les Verts – gagnent du terrain, même si leurs bons résultats n'ont sans doute pas grand-chose à voir avec leur position sur l'euro.

Prendre les commandes

A court terme, les objectifs de la politique allemande sont clairs : mettre la Grèce en quarantaine par tous les moyens et soutenir Athènes, au moins jusqu'à ce qu'une faillite ordonnée soit possible. Ce qui, de l'avis d'Angela Merkel, ne sera sans doute pas envisageable avant 2013, lorsque le mécanisme européen de stabilité remplacera le Fonds européen de stabilité financière pour venir en aide aux Etats de la zone euro touchés par des difficultés financières.

Mais, alors qu'une nouvelle récession menace, la chancelière allemande doit reconnaître que la croissance aussi est essentielle, en Grèce comme ailleurs. Si, confortant les espoirs naissants, l'Allemagne confirme qu'elle est prête à prendre les commandes en Europe, elle devra consentir à assouplir l'austérité imposée dans la périphérie de la zone, ou adopter des mesures de relance sur son territoire. ■

Pierre Briançon

(Traduction de Béatrice Laroche)

Doper le fonds de sauvetage de la zone euro : mission impossible ?

Le fonds de sauvetage de la zone euro a désespérément besoin d'une injection de stéroïdes. Elargir les compétences du Fonds européen de stabilité financière (FESF) lui permettrait d'acheter plus énergiquement de la dette espagnole et italienne, ce qui contribuerait à apaiser les marchés. Mais pour que le plan fonctionne, il faudrait que la Banque centrale européenne (BCE) et le Bundestag coopèrent.

De toute évidence, le FESF a besoin d'une plus grande puissance de feu. L'idée, actuellement, est de porter sa capacité d'emprunt à 440 milliards d'euros et il sera bientôt autorisé à acheter de la dette souveraine sur le marché. Pourtant, le fonds ne semble pas être à la hauteur de la tâche.

Si l'on tient compte des sommes qu'il s'est déjà engagé à prêter à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce, il reste au FESF 300 milliards d'euros. Bien que cela puisse permettre de financer un sauvetage espagnol, c'est loin d'être suffisant pour aider l'Italie. L'achat d'obligations épuiserait le fonds encore plus vite. La Banque centrale européenne a dépensé environ 70 milliards d'euros depuis qu'elle a commencé à acheter de la dette souveraine de la zone euro en août. Si le FESF achetait au même rythme, il n'aurait plus un sou en cinq mois.

Une solution, encouragée par le secrétaire américain au Trésor, Tim Geithner, serait d'élargir les compétences du FESF pour en faire une banque de facto. Les garanties dont dispose encore le FESF deviendraient le capital de la banque. Il achèterait alors des obliga-

tions et les refinancerait auprès de la BCE. Même si l'endettement du FESF était plafonné, disons, à 10 fois le montant de ses fonds propres – ce qui correspondrait à moins de la moitié du niveau de la plupart des banques commerciales –, sa puissance de feu pourrait alors augmenter à environ 3 000 milliards d'euros.

Risques augmentés

Cependant, la BCE n'a pas le droit de prêter à des entités du secteur public, ce qui lui permet d'opposer son veto à un tel projet. Et si le conseil des gouverneurs de la banque centrale est divisé à propos d'achats relativement modestes d'obligations, il semble inconcevable qu'il approuve un arrangement susceptible de lui laisser sur les bras plusieurs milliers de milliards d'euros de dettes souveraines remises en nantissement.

Il serait en outre nécessaire d'obtenir l'accord des gouvernements de la zone euro. Or l'élargissement des compétences du FESF augmenterait leurs risques financiers, car ils auraient à supporter toute perte résultant d'un défaut. L'Allemagne s'opposerait à une initiative qui semble offrir potentiellement un soutien illimité à l'Italie et à l'Espagne. Bien que la zone euro ait vraiment besoin d'une plus grande puissance de feu financière pour lutter contre la contagion, elle devra la trouver ailleurs. ■

Peter Thal Larsen

(Traduction d'Isabelle Rosselin)

Sur Breakingviews.com

Plus de commentaires sur l'actualité économique et financière.

Le gouvernement grec va procéder à de nouvelles coupes dans les dépenses

Athènes doit donner des gages pour bénéficier d'un prêt de 8 milliards d'euros

Athènes
Correspondance

Athènes a de nouveau connu un week-end d'intense fébrilité, samedi 17 et dimanche 18 septembre, après l'échec, vendredi, de la réunion des ministres des finances européens en Pologne. Samedi, le premier ministre, Georges Papandréou, a annulé à la dernière minute son voyage aux Etats-Unis, où il devait participer à l'assemblée générale de l'Organisation des Nations unies. La nouvelle a aussitôt suscité des rumeurs, rapidement démenties, d'annonce imminente d'une faillite.

M. Papandréou a présidé, dimanche, un nouveau conseil des ministres de crise, une semaine après en avoir organisé un à Salonique, le 11 septembre. Le gouvernement devait encore se réunir lundi, après l'organisation d'une téléconférence entre le ministre des finances, Evangelos Venizélos, et les responsables de la « troïka », les représentants de la Commission européenne, du Fonds monétaire international et de la Banque centrale européenne, qui contrôlent l'avancement des mesures acceptées par le gouvernement en échange d'un prêt de 110 milliards d'euros.

De nouvelles mesures de rigueur devraient être annoncées à l'issue de ces réunions. « Pour le budget de 2012, il faut prendre des mesures pour réduire les dépenses publiques, l'objectif étant de rédui-

re la fonction publique », a déclaré M. Venizélos, dimanche soir.

La presse grecque a rendu public, dimanche, un courriel envoyé à tous les ministères par le secrétaire général chargé de la politique budgétaire, faisant état de quinze nouvelles mesures demandées par la troïka, concernant le secteur public.

Parmi celles-ci figurent « l'interruption des conventions à durée déterminée ou indéterminée », « l'instauration du chômage technique dans tous les organismes publics », « le gel des retraites d'ici à 2015 » et « la fusion ou la fermeture d'une trentaine d'organismes publics ».

Le départ précipité d'Athènes, début septembre, des responsables de la troïka, devant le man-

que d'avancée des réformes promises par le gouvernement, a installé l'idée, chez ses partenaires européens, que le gouvernement grec ne parvient pas à tenir ses engagements.

Situation tendue

La délégation a fait comprendre qu'il n'est pas question que le gouvernement n'atteigne pas l'objectif de réduction de son déficit budgétaire à 7,5 % du produit intérieur brut (contre 10,5 % en 2010 et 15,5 % en 2009), malgré l'aggravation de la récession de l'économie grecque.

Aucune date de retour de la délégation n'a été avancée, alors que la situation financière est extrêmement tendue. La Grèce sera à court de liquidités courant octobre, si la

tranche de 8 milliards d'euros n'est pas versée par la troïka.

La même tension avait prévalu en juillet avant le versement de la précédente tranche du prêt. La Grèce a reçu 65 milliards d'euros du prêt décidé en juin 2010. Mais le versement de chaque nouvelle tranche est de plus en plus laborieux et douloureux.

Les partenaires européens ont accepté, le 21 juillet, le principe d'une nouvelle aide de 160 milliards d'euros à la Grèce (en intégrant une participation des investisseurs privés), mais elle doit être validée par l'ensemble des parlements européens.

Depuis le départ de la troïka, le gouvernement multiplie les annonces pour essayer de rassurer ses partenaires européens : chômage technique dans le secteur public, accélération des privatisations, mise en place d'une échelle de salaires des fonctionnaires.

Chaque administration est en train d'établir des listes de personnes prêtes à quitter leur fonction, dès fin septembre, pour partir en retraite ou être affecté pendant un an à cette réserve civile avec 60 % de son salaire.

Le gouvernement a aussi annoncé la création d'une nouvelle taxe immobilière qui suscite un tollé. Au point qu'il est prié par ses partenaires de mettre en place d'autres mesures au cas où ce nouvel impôt ne permettrait pas de récupérer les 2 milliards d'euros prévus. ■

Alain Salles

Le marché se fait à l'idée d'une faillite

Les investisseurs commencent à se faire à l'idée d'une faillite de la Grèce. Ce scénario, potentiellement catastrophique, a fait plonger les marchés, lundi 19 septembre. A l'ouverture, la Bourse était en recul de plus de 2 % à Paris, comme à Francfort, Madrid et Milan. Les valeurs bancaires, qui paieraient l'addition d'un défaut grec, enregistraient les plus fortes baisses. Les taux à dix ans des emprunts grecs progressaient à plus de 19 %. L'absence de décision politique lors de la réunion des ministres des finances de la zone euro, ven-

dredi 16 et samedi 17 septembre, et leurs désaccords persistants pour résoudre le sort d'Athènes laissent les investisseurs dans le désarroi.

« Il est temps d'arracher la dent cariée », estime Bill Blain, codirigeant du département des situations spéciales pour le courtier Newedge. Interrogé par Bloomberg télévision, M. Blain juge qu'une faillite ordonnée de la Grèce serait bien accueillie par le marché. « Cela peut provoquer des turbulences, reconnaît-il, mais elles pourraient être gérées. »