

Sauver l'euro, c'est sauver la croissance



CHRONIQUE

Jean
Pisani-Ferry

directeur de Bruegel *

À la fin de la semaine, les dirigeants européens vont encore une fois se réunir dans un climat de crise aiguë. Cette fois, cependant, la question n'est pas de savoir s'ils peuvent sauver tel ou tel pays, mais s'ils peuvent arrêter la spirale infernale qui a saisi toute l'Europe du Sud, enrayer la fragmentation à l'œuvre, et sauver la zone euro.

A nouveau, la tension est extrême. Les investisseurs doutent de la santé financière de l'Espagne et de l'Italie mais, plus profondément, ils doutent de la capacité des Européens à s'accorder sur des réponses à la mesure des problèmes et de la cohérence entre les paroles et les actes. Cette défiance désormais générale – elle s'étend même aux banques centrales des pays émergents – est ce qui menace aujourd'hui la croissance, et demain la survie de l'euro.

Dans ces conditions, les idées autour desquelles s'était engagée la discussion au cours des dernières semaines – les obligations de projet, la recapitalisation de la Banque européenne d'investissement (BEI), les initiatives industrielles – sont plus que jamais d'importance secondaire. La vraie politique de croissance aujourd'hui, c'est d'enrayer les paniques bancaires, de bloquer la montée des taux d'intérêt qui asphyxie

l'Espagne et l'Italie, de restaurer la confiance, de dessiner une stratégie de rééquilibrage économique entre le nord et le sud de la zone euro.

Il ne faut pas attendre du sommet de vendredi qu'il prenne des décisions dont la préparation exigera des mois. Mais il faut qu'il débouche sur une combinaison d'actions immédiates et d'initiatives pour l'avenir. Et il faut que ces dernières soient assorties d'engagements de méthode suffisamment précis pour les rendre crédibles. En particulier, il faudrait :

Une renégociation limitée du programme grec. La bombe est toujours là. Pendant que le pays votait, la récession s'est encore aggravée, les finances publiques ont dérapé et la fuite des dépôts bancaires s'est accélérée. Le programme de l'UE-FMI est obsolète avant même d'avoir commencé à être appliqué. Il n'y a pas d'autre choix que de reconnaître les faits. L'espace

La mutualisation de la dette finira vite par être, sous une forme ou une autre, l'alternative au défaut

pour une renégociation est étroit, mais il existe. Et cela vaut mieux que de jouer avec le feu. **Un partage des risques pour les banques espagnoles.** Prêter à l'Etat espagnol afin qu'il puisse recapitaliser ses banques augmente le fardeau de la dette et aiguise les anticipations de défaut. Mutualiser le coût de leur sauvetage impliquerait un transfert auquel les partenaires n'ont pas de raison de consentir. La solution est que l'Espagne supporte les premières pertes et qu'au-dessus d'un certain seuil, par exemple 5 ou 10% du PIB, le bras financier de la zone euro mutualise les risques à venir. Il faut montrer qu'on ne laissera pas le problème bancaire mettre l'Etat espagnol en déroute.

Une négociation sur les modalités de l'union bancaire. Combinant assurance des dépôts, supervision et résolution des crises, elle aiderait à stabiliser la situation. Mais le projet est ambitieux et peut prendre des formes diverses. Les dirigeants devraient en avaliser le principe et donner à leurs ministres mandat de négocier d'ici à l'automne sur ses paramètres. Cela donnerait de la crédibilité au processus et aiderait à calmer les marchés.

Une évaluation des euro-obligations. Si l'Espagne perd l'accès au marché, les Européens et le FMI peuvent lui venir en aide, mais pas si c'est le cas de l'Italie. Même la BCE ne pourrait pas prendre en charge l'Italie. La mutualisation de la dette finira vite par être, sous une forme ou une autre, l'alternative au défaut. Il est temps d'ouvrir une discussion sérieuse sur ses conditions et ses implications. Rien ne peut se décider dans l'immédiat, mais il est urgent de sortir du dialogue de sourds.

Un consensus sur les conditions de l'ajustement macroéconomique. L'Europe du Sud a un besoin impérieux de redevenir compétitive. Outre qu'elle est horriblement douloureuse, la déflation intérieure menace de rendre les dettes (privées comme publiques) insoutenables. Le nord de l'Europe doit accepter temporairement une inflation un peu plus élevée, si la stabilité des prix prévue est maintenue dans la zone euro dans son ensemble. Cela aidera l'ajustement du Sud. Heureusement, les responsables allemands comprennent cette logique. Il faut formuler un consensus autour d'elle.

Plus important encore – mais ce n'est pas vraiment à l'ordre du jour –, il faut sortir de l'impasse politique. L'Allemagne ne veut pas de solidarité financière sans intégration politique, la France veut la solidarité financière mais répugne à l'intégration politique. Voilà un quart de siècle que cela dure. Il est temps de combler ce fossé. Car le sentiment que les Européens peuvent parfois s'entendre sur des points techniques abscons, mais pas sur l'essentiel, est une raison essentielle de la perte de confiance dans leur monnaie et leur économie. ■

* Centre de recherche et de débats sur les politiques économiques en Europe, Bruxelles.

QUIZ

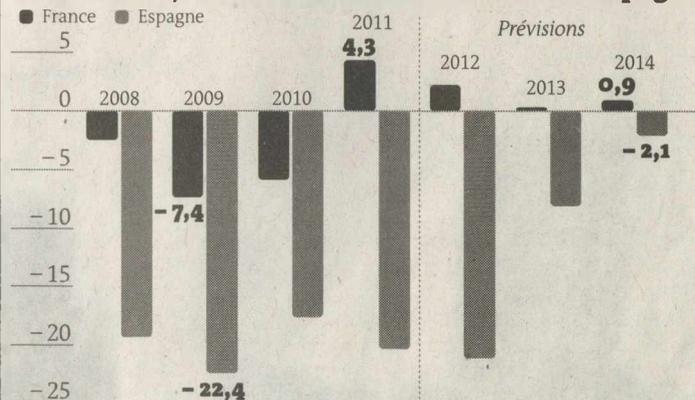
Qu'appelle-t-on les « eurobills » ?

- La facture du sauvetage des banques irlandaises ?
- Un projet d'euro-obligations (eurobonds) à court terme ?
- Les prix des albums de « Boule et Bill » depuis le passage à l'euro ?

Il s'agit d'un projet d'émettre des obligations à court terme (moins d'un an) communes aux pays de la zone euro, pour faire baisser les taux de refinancement des pays en crise (Espagne, Italie). Les euro-obligations (eurobonds) à plus long terme doivent être évoquées au sommet de Bruxelles, les 28 et 29 juin, mais suscitent une forte réticence allemande. « Une mise en commun de la dette passe nécessairement par une plus grande intégration politique, et prendra certainement plusieurs années à entrer en vigueur », a reconnu Jean-Marc Ayrault dans un entretien au journal allemand *Die Zeit* du jeudi 21 février, tout en citant les « obligations à court terme » parmi les solutions plus rapidement praticables. En avril 2012, Christian Hellwig (Ecole d'économie de Toulouse) et Thomas Philippon (université de New York) avaient proposé de créer une agence européenne de la dette qui aurait le monopole de l'émission de ces titres. Olivier Blanchard, économiste en chef au Fonds monétaire international (FMI), avait qualifié ce projet de « très bon premier pas » en vue de créer des euro-obligations, estimant que les « eurobills » faisaient courir « très peu de risques pour les pays participants », un élément déterminant pour Berlin. ■ ADRIEN DE TRICORNOT

L'INFOGRAPHIE

Le BTP français face à la crise du secteur en Espagne



Evolution annuelle de l'activité du secteur de la construction, en %

Source : Euroconstruct

Face à l'effondrement du marché local, les firmes de BTP espagnoles cassent les prix sur le marché français. Le nombre de faillites de sociétés françaises dev...