

Crise de la zone euro : les Etats font fausse route

Source : La Tribune.fr - 18/01/2011 | 06:30

La stratégie de sortie de crise des Etats de la zone euro et de la BCE pourrait fonctionner si la situation sociale n'était pas si explosive dans les pays périphériques. Pour trouver une issue, il faut admettre quelques principes de réalité et procéder à un effacement des dettes les plus risquées.

Depuis la faillite de Lehman, les gouvernants et le FMI n'ont eu de cesse de sauver banques, assurances et États de la faillite : AIG aux Etats-Unis, Hongrie en Europe de l'Est, Grèce puis Irlande en zone euro. Ce réflexe de sauvetage permanent est compréhensible : qui voudrait retenter l'expérience d'un nouveau Lehman européen après l'expérience de 2008 ?

La logique européenne de gestion de la crise des dettes souveraines répond à un mécanisme simple de colmatage des vulnérabilités en trois volets. Premier volet : la Banque centrale européenne (BCE) assure la liquidité des banques de la zone euro en leur ouvrant un guichet de financement illimité et en rachetant les dettes des pays insolubles sur le marché secondaire. Deuxième volet : les États garantissent la dette de leurs banques domestiques. Et troisième volet : les Etats les plus sûrs de la zone euro, soutenus par le FMI, assurent le financement de la dette des États les plus vulnérables (Grèce, Irlande et bientôt le Portugal, voire l'Espagne), via le fonds de stabilisation financière européen. Ce prétendu « sauvetage » des États est destiné à empêcher tout défaut de paiement sur les dettes souveraines pour protéger les établissements financiers créanciers.

Le pari secret de la BCE se lit au travers des actifs des banques européennes des pays les plus sûrs (Allemagne, France, Royaume-Uni). La Banque des règlements internationaux révèle que les créances de ces établissements sur la Grèce, le Portugal et l'Espagne ont fondu de 400 milliards de dollars en 2010, soit 20% de moins en un an. L'objectif est de gagner du temps pour permettre aux banques d'assainir leur bilan en vue d'une restructuration ultérieure de la dette des États. La pente importante de la courbe des taux permet en effet aux banques de dégager des marges importantes en empruntant à court terme (avec la garantie de liquidité de la BCE) et en prêtant à long terme aux ménages et aux entreprises. Avec le temps, les banques pourraient ainsi reconstituer des réserves de fonds propres tout en se délestant d'une partie de leurs créances pourries par l'entremise des rachats de la BCE. Un rééchelonnement ou un effacement partiel de la dette des États pourraient ensuite intervenir, une fois les banques suffisamment solides pour les absorber.

Cette stratégie pourrait fonctionner si la situation était socialement soutenable pour les États périphériques et financièrement viable pour les États de coeur de la zone qui en sont les garants. Cependant, privés de l'arme de la dévaluation, les États surendettés n'ont plus que la déflation pour restaurer leur compétitivité. Or, la déflation est insupportable pour les populations et stérile sur le plan financier, alourdissant encore le poids des dettes privée et publique. Des mouvements de protestation sociale se développent en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Espagne, menaçant de dégénérer en crise politique faisant ainsi le jeu des

extrêmes antieuropéens. Du point de vue financier, la situation budgétaire des États se dégrade davantage chaque trimestre.

Ainsi, la Grèce a vu son produit intérieur brut fondre de 7% en deux ans, et son chômage, aujourd'hui à 13%, augmenter de 6 points sur la période. Les mathématiques sont têtues : si la croissance nominale (croissance réelle ajoutée à l'inflation) croît moins que le déficit budgétaire, la dette publique d'un pays enfle inexorablement, surtout lorsque les taux d'intérêt augmentent rapidement et pèsent aussi sur le déficit. L'austérité mène à la déflation et la déflation mène à une faillite certaine. La faillite de l'État débiteur précipite ensuite celle de ses garants : Italie, France, peut-être un jour l'Allemagne... Ainsi, le CDS de la France (représentant la prime d'assurance annuelle à payer contre un défaut éventuel), qui valait 0,8% du nominal au pic de la crise de mai 2010, vaut 1% aujourd'hui dans un environnement global de marché en théorie plus apaisé.

Si une crise politique venait à survenir dans les pays insolubles ou si les pays coeurs de la zone se trouvaient à leur tour confrontés à une crise de solvabilité, la zone euro dans son ensemble se trouverait plongée dans une crise financière et bancaire que plus rien ne permettrait de maîtriser.

Pour sortir de cet engrenage, il nous faut admettre quelques principes de réalité et poursuivre un objectif de transparence vis-à-vis des investisseurs, contribuables et épargnants de la zone euro. L'expérience suédoise des années 1990 nous enseigne qu'un système bancaire lesté de mauvaises créances peut être sorti rapidement d'une crise de solvabilité en procédant à un effacement précoce des dettes les plus à risque immédiatement suivi d'une recapitalisation par l'État du système bancaire. Dans l'histoire des défauts souverains des derniers siècles, retracée minutieusement par Reinhart et Rogoff dans leur livre devenu référence "This time is different", les crises de surendettement public n'ont pu être finalement résolues que par les trois formes différentes de défaut que sont la dévaluation de la monnaie, l'inflation ou la restructuration de la dette. L'excès de dette ne peut être indéfiniment transféré vers des entités plus grandes déjà fragiles. Il devra être tôt ou tard épongé par l'inflation ou effacé par les pertes des créanciers. Mieux vaut organiser dès à présent ce défaut que faire semblant de l'éviter pour finalement le subir : une restructuration globale des dettes, suivie d'une monétisation par la BCE de plans de relance européens et de recapitalisation des banques, pourrait sortir la zone euro de l'ornière.

Jean-Jacques Ohana, président de Riskelia, cabinet de conseil en intelligence des risques, et Steve Ohana, professeur de finance à l'ESCP Europe