

# Jean Pisani-Ferry tente de «déverrouiller le débat» sur l'euro avec les Allemands

 [mediapart.fr/journal/economie/220218/jean-pisani-ferry-tente-de-deverrouiller-le-debat-sur-leuro-avec-les-allemands](https://mediapart.fr/journal/economie/220218/jean-pisani-ferry-tente-de-deverrouiller-le-debat-sur-leuro-avec-les-allemands)

Dans un document récent, un groupe d'économistes allemands et français influents propose « une approche constructive à la réforme de la zone euro », thème qui sera très certainement à l'agenda européen quand l'Allemagne aura un gouvernement. Fondateur du laboratoire d'idées Bruegel, patron de France Stratégie avant de chapeauter les experts chargés du programme économique et social du candidat Emmanuel Macron, Jean Pisani-Ferry explique ces propositions et leur réception.

## Jean Pisani-Ferry © Hertie School

**Jean Pisani-Ferry** : Notre approche rencontre un écho important. Nous sommes invités à la présenter un peu partout, dans les institutions, Commission européenne, BCE, et avec les différents gouvernements, mais pas encore au Parlement européen. Elle remplit son rôle qui est de susciter la discussion. Nous avons choisi une approche très différente de ce qui se faisait dans le cadre franco-allemand, où chacun arrive avec ses lignes rouges, et pour le coup l'espace pour un compromis est très étroit. Nous avons écouté les uns et les autres, essayant de comprendre pourquoi les Allemands semblent tellement opposés à une garantie commune des dépôts ou pourquoi les Français veulent tellement un mécanisme de solidarité budgétaire, en allant le plus loin possible dans la prise en compte des souhaits respectifs, afin de dégager un équilibre et une cohérence de l'ensemble.



Il était nécessaire de partir du cadre franco-allemand, matrice traditionnelle des compromis plus larges, mais cela ne suffit évidemment pas. Nous n'étions pas du tout mandatés et à aucun moment on ne nous a tenu la main. Il faut absolument déverrouiller le débat car nous ne pouvons plus nous satisfaire de compromis approximatifs.

## **Pourtant, tout va bien, croissance revenue, refinancement de dette à prix cassés. Pourquoi réformer ?**

C'est précisément parce que nous ne sommes pas dans l'urgence qu'il faut maintenant réformer. La fragilité demeure, après ce qui a été pour beaucoup de pays une décennie perdue ayant laissé des traces très profondes. Particulièrement la fragilité financière résultant de la boucle fatale liant les États et les banques. La crise a révélé un très large fossé sur la lecture de la situation entre l'Allemagne et l'Europe du Nord en général, et d'un autre côté l'Europe du Sud et la France. On ne peut pas simplement attendre que la BCE prolonge indéfiniment sa politique monétaire expansionniste. Et même si beaucoup de choses ont été faites, c'est maintenant qu'il faut essayer de surmonter ces divergences pour mettre en place des solutions pérennes.

**Votre première proposition vise à rompre la boucle fatale entre banques et souverains, allant au-delà de l'Union bancaire dont on a vu en Italie qu'elle a bien du mal à opérer. Mais pourquoi ne pas faire plus simple et plus préventif, en traitant l'origine de toutes les crises financières, depuis trois ou quatre décennies, qui a toujours été un emballement du crédit ?**

Dans la zone euro, nous avons effectivement assisté à des crises de crédit classique, en Irlande, au Portugal, en Espagne (en Grèce, c'était un peu différent car l'origine était davantage budgétaire). Oui, les réponses consistent en partie à mieux contrôler le comportement des prêteurs. Ces explosions de crédit sont souvent venues de l'intégration des marchés bancaires : les capitaux se sont rués du Nord vers le Sud de la zone euro, à un moment où le Sud enregistrait une baisse précipitée des taux d'intérêt, du fait de son entrée dans l'euro. Des mécanismes de contrôle du crédit plus rigoureux sont nécessaires, et on a mis en place un comité du risque systémique pour surveiller l'évolution du crédit et guider les pays où apparaissent des situations d'instabilité.

Il n'en reste pas moins qu'au sein de la zone euro, nous avons constaté un phénomène de contagion des crises des banques vers les États ou, à l'inverse, des États vers les banques. S'est révélée la fragilité d'une construction où les pays ne disposaient pas de leur propre banque centrale, qui puisse dire au marché : « Nous ne vous laisserons pas spéculer sur la faillite de l'État. » On a redécouvert que les banques sont des agrégateurs de risques qui font que des crises de crédit localisées prennent une dimension nationale et se transmettent aux États. On a cru un peu facilement que l'unicité de la monnaie ferait disparaître les crises spéculatives. En réalité, elles ont changé de forme. Les banques ont des clients locaux et elles dépendent en dernier ressort de la garantie des États, dont elles détiennent des titres de la dette publique. Depuis 2012, on sait que c'est ce cercle vicieux qu'il faut rompre.

**C'était l'objectif de l'Union bancaire mais le chantier n'est pas achevé.**

En effet, il faut tout d'abord achever l'Union bancaire. L'Europe a fait une partie du chemin. Il y a désormais un système de supervision bancaire commun, un système de gestion des faillites bancaires en principe commun. Mais s'il faut engager de l'argent public, chaque pays reste le garant ultime. Et le problème de la garantie des dépôts bancaires se pose. C'est le point de blocage. Les Allemands disent : nous n'allons pas garantir les dépôts des banques portugaises quand l'actif de ces banques est composé en grande partie de titres de l'État portugais. Car si l'État portugais se comportait mal et demandait à restructurer sa dette, cela mettrait en difficulté les banques portugaises, déclenchant un appel à la garantie des dépôts financée par tout le monde. Il faut convaincre les Allemands de la nécessité d'aller jusqu'au bout, en mettant en place une garantie commune des dépôts mais admettre qu'elle ne puisse pas être financée intégralement par mutualisation. Parce qu'un État conserve encore énormément de moyens d'influer sur la solvabilité de ses banques.

On l'a vu il y a quelques années en Hongrie, où le gouvernement a fait passer une loi de désendettement des ménages surendettés consistant à faire payer les banques. Si un État conserve cette possibilité, il peut reporter la charge sur les autres partenaires le jour où on appellera la garantie des dépôts quand une banque rencontre des difficultés.

Il est donc important que les pays conservent une contribution à l'assurance des dépôts des banques opérant sur leur territoire, de manière à éviter le transfert de la charge sur les autres. Les pays affrontant régulièrement des problèmes bancaires devront acquitter une cotisation plus élevée. Le but ultime reste la constitution d'un espace bancaire intégré dans lequel la question ne se pose plus puisque les banques sont devenues des établissements transnationaux. Jusqu'ici, la concentration bancaire s'est faite, sauf exception, sur une base nationale. En même temps, il faut une politique active de la concurrence pour éviter les concentrations excessives.

## Dettes publiques : une incitation « à la marge » à la responsabilité

---

**Vous proposez ensuite de modifier le pacte de stabilité et de diversifier le financement de la dette publique par l'émission de dette junior. Cela rappelle la distinction entre dette bleue, mutualisée, et dette rouge, proposée dès 2009. Sans grand succès.**

La proposition d'une distinction entre dette bleue et dette rouge publiée par Bruegel en 2009 portait sur l'ensemble du stock de dette. La bonne partie, en dessous de 60 % du PIB, était complètement mutualisée, alors que l'autre partie, au-dessus de 60 %, ne l'était pas. Cette proposition a buté sur l'opposition allemande, mais aussi sur le fait que nous sommes dans une situation fragile. Cinq pays de la zone euro qui ont une dette publique supérieure à 100 % du PIB, et deux autres, France et Espagne, sont juste au-dessous. Il ne faudrait pas pousser à la spéculation sur la dette publique, surtout si on veut que les banques diversifient leurs actifs. Nous avons retenu l'idée d'une incitation à la marge.

Actuellement, la surveillance budgétaire d'un pays repose sur le pacte de stabilité, avec menace de sanctions. Même si elles ne sont pas appliquées, c'est assez toxique politiquement. Et de plus, fondé sur des variables non directement observables, comme ce qu'on appelle le déficit structurel. Nous proposons de laisser plus de liberté aux États. On fixe un objectif de réduction de cette dette à moyen terme et c'est cela qui détermine le sentier de croissance de la dépense publique. Si un État veut dépenser plus, il peut toujours augmenter les impôts, choix démocratique qui n'est pas contestable. Ou bien, il est obligé de financer cette dépense publique supplémentaire par émissions de dette « junior » qui fait automatiquement l'objet d'une extension de maturité en cas de programme d'assistance financière. Elle n'est pas remboursée avant la fin du programme et elle est la première à faire l'objet d'une restructuration éventuelle si celle-ci s'avère inévitable. Plus risquée, elle portera des intérêts plus importants. Un État qui voudra dépenser plus devra le faire en affrontant le jugement du marché, contrepartie d'une plus grande liberté. Plus de responsabilité parce que plus de liberté.

**Reste le stock de dette, problème mis sous le boisseau temporairement par la présence massive et prolongée de la BCE. Vous proposez un « actif sûr synthétique » combinant des dettes publiques de qualités différentes. Cela rappelle les ABS (*Asset Backed Securities*) rendues tristement fameuses par les subprimes, non ?**

Pour ce qui est du stock de la dette publique en zone euro, l'objectif est la diversification en introduisant ce qu'on appelle un actif sûr synthétique, combinant les différentes dettes publiques. Il y aurait en effet des tranches, mais la technique des ABS n'est pas mauvaise en soi. D'ailleurs, elle est employée aujourd'hui dans la mise en œuvre du plan Juncker, lorsque le risque est réparti entre différentes garanties, celles du budget communautaire, de la BEI (banque européenne d'investissement) et enfin du marché. Aux États-Unis, cette technique avait été employée sans discernement, notamment de la part des agences de notation, mais cela ne la condamne pas.

Si l'affaire est laissée intégralement au marché, le risque est de pénaliser les pays les plus fragiles et que l'on se retrouve avec des supports d'investissements composés pour l'essentiel de dette allemande, néerlandaise ou finlandaise. Il faut que la normalisation fasse en sorte que le produit couvre l'ensemble des dettes publiques de la zone euro, afin par exemple de permettre aux banques italiennes de sortir de la détention exclusive de dette italienne, sans pour autant déséquilibrer le marché au risque d'un envol des taux d'intérêt. Pour l'Europe, ce serait aussi un atout de pouvoir proposer un actif de ce type aux investisseurs internationaux.

**Si – et quand – un pays de la zone euro devait être à nouveau exposé à une crise financière, vous proposez de modifier assez radicalement un dispositif d'intervention sévèrement critiqué.**

Aujourd'hui quand un pays est en difficulté, la seule possibilité est de lui fournir de l'assistance financière remboursable avec des conditions très dures, de type programme FMI. De ce fait, les pays répugnent à s'y engager. Parce que c'est coûteux politiquement et socialement, ils ont tendance à retarder cet appel. Successivement, la Grèce, l'Irlande et le Portugal ont attendu d'être complètement coupés de l'accès aux marchés financiers pour demander de l'aide. Cela a été extrêmement coûteux économiquement et socialement, mais aussi en termes de volume d'assistance financière parce qu'il fallait couvrir toutes les dettes arrivant à maturité sur le marché obligataire. L'idée est qu'un accès rapide à de la liquidité pour faire face à des tensions temporaires réduira considérablement les montants à mobiliser.

Quand le choc est le produit d'erreurs de politique économique des gouvernements, il est justifié d'imposer une conditionnalité aux politiques publiques. Mais pas quand il vient de l'extérieur.

Nous proposons tout d'abord un système de dons, et non de prêts, financé par des cotisations. Quand un pays subit un choc très violent, il faut qu'il puisse bénéficier de l'appui de ses partenaires, de manière temporaire, un ou deux ans. Il ne s'agit pas d'organiser des transferts de manière permanente, ce qui est la grande crainte des Allemands mais partagée, je crois, par tout le monde, y compris les Français. Pour combler les écarts de développement, il y a les fonds structurels du budget communautaire.

Prenons un exemple. Si le Brexit se passe mal et représente un choc très violent pour l'Irlande, que le chômage y augmente brutalement parce que la frontière britannique est fermée, cela justifiera une solidarité temporaire des autres membres. Nous proposons

comme indicateur de l'ampleur du choc subi la variation du taux de chômage, et pas son niveau absolu qui varie selon les pays.

Les cotisations alimentant cette « caisse de solidarité » ne seront pas strictement proportionnelles. Il y aura un ensemble de critères pour en fixer le niveau. Cela revient en quelque sorte à substituer une conditionnalité *ex-ante* à la conditionnalité *ex-post* des interventions classiques du type FMI. Nous proposons aussi que soient mises en place des lignes de crédit inconditionnelles pour les pays dont la situation est saine.

Quant à la force de frappe de cette caisse, nous avons aujourd'hui un mécanisme européen de stabilité capable de traiter simultanément trois pays de relativement petite taille. Il est vrai que face à une crise dans un pays de grande taille, on atteindrait très vite les limites. Et c'est d'ailleurs pour cela que le dispositif des opérations sur titres de la BCE a été introduit parce qu'il a permis d'écarter du débat la question de savoir si on allait épuiser les moyens d'intervention. Parce que les banques centrales n'ont pas de limites, ou très lointaines. Ce qui a calmé la spéculation sur l'épuisement des ressources financières qui caractérisait la crise des dettes souveraines en zone euro.

**Enfin, vous vous prononcez sur le pilotage institutionnel de ce système rénové, en recherchant un compromis entre des positions très éloignées.**

Il y a cette idée de sortir la Commission européenne du jeu, portée notamment par Wolfgang Schäuble. Créer un Fonds monétaire européen, lui confier la responsabilité de la surveillance budgétaire. Nous n'avons pas voulu rentrer dans cette logique, le risque étant de créer le désordre dans le système institutionnel européen. La vision opposée est celle de la Commission qui consiste à dire : je prends tout, il suffit de nommer un super commissaire qui va tout faire. Ce n'est pas acceptable parce que cela revient à dire que la même personne va jouer le rôle du procureur et du juge. On peut parfaitement, à l'intérieur de la Commission, distinguer les responsabilités. On peut rendre indépendante la responsabilité d'instruire un dossier, de manière à écarter le risque d'une politisation de la surveillance des situations nationales, sachant que la décision finale est de la responsabilité des ministres. De toute façon, dans le mécanisme que nous proposons, la surveillance joue un rôle bien moindre qu'aujourd'hui puisqu'on laisse davantage de latitude aux États en contrepartie de plus de responsabilité.