

A la rédaction du Monde et de la Frankfurter Allgemeine Zeitung

Messieurs,

Votre journal vient de publier une tribune par laquelle un groupe d'économistes influents tant Français qu'Allemands appelaient leurs gouvernements respectifs à prendre une initiative commune de réforme de la zone euro. L'idée de lancer un débat public sur ce qui permettrait d'améliorer l'intégration économique européenne est louable et mérite d'être appuyée. Dans leur texte, ces économistes franco-allemands s'efforcent de trouver un équilibre entre réduction et partage du risque, en privilégiant cependant le premier de ces termes aux dépens du second. Ils présentent ainsi un certain nombre d'idées constructives, au nombre desquelles deux propositions clé dont ils estiment qu'elles renforceraient la discipline et la convergence : l'adoption d'un nouveau mécanisme de restructuration de la dette souveraine et l'application d'une pondération-risque aux obligations souveraines détenues par les banques européennes et prises en compte dans le calcul de leur ratio de capital prudentiel. Si nous convenons tout à fait qu'il faut à la zone euro des réformes supplémentaires pour éviter qu'elle ne se remontre vulnérable aux chocs financiers, nous pensons que les propositions en question risquent de produire l'effet inverse et de fragiliser davantage l'union monétaire.

S'agissant du mécanisme de restructuration de la dette, l'on ne saurait oublier les effets de l'accord conclu par la France et l'Allemagne à Deauville, en octobre 2010, sur la restructuration de la dette grecque (détenue par le secteur privé). C'est cet accord qui a déclenché les turbulences sur les marchés financiers qui se sont diffusées par contagion de la Grèce vers l'Irlande et le Portugal, avant de s'étendre à l'Espagne et l'Italie. C'est cet accord qui a porté l'union monétaire au bord du gouffre et qui a provoqué une profonde récession dans la zone euro. Il a fallu que la BCE annonce, en juillet 2012, qu'elle était prête à faire « whatever it takes » pour lutter contre la spéculation et que soit adopté le programme d'opérations monétaires sur titres, puis que soit pratiqué l'assouplissement quantitatif, pour qu'un terme soit mis à la crise et que la zone euro retrouve un sentier de reprise auto-entretenu.

A nos yeux, ce que les auteurs de la tribune négligent de prendre en compte, c'est qu'en attisant la crainte que certaines dettes souveraines pourraient ne pas être honorées, l'introduction de mécanismes automatiques, ex-ante, de restructuration de la dette viendrait compliquer la tâche des marchés cherchant à distinguer le risque de liquidité du risque d'insolvabilité.

Loin d'améliorer la discipline de marché, de tels mécanismes risquent une fois de plus de conduire à une panique des investisseurs, et par là même, à une crise financière que l'on aura vu venir. Comme le dit le proverbe latin, "errare humanum est, perseverare diabolicum".

La seconde proposition, qui vise à appliquer une pondération-risque aux obligations souveraines émises par les pays de la zone euro et prises en compte dans le calcul des réserves obligatoires des banques, paraît tout aussi contreproductive, et a d'ailleurs d'ores et déjà été rejetée par l'ensemble des pays non membres de la zone euro qui font partie du Conseil de stabilité financière. Loin de rendre les banques plus sûres et d'éviter les effets de contagion, cette proposition risque de fait d'exacerber la fragmentation financière. En effet, en l'absence d'un véritable filet de sécurité budgétaire (fiscal backstop) propre à la zone euro, qui la protège contre les crises de liquidité massives, et en l'absence d'un actif de référence partagée ne présentant pas de risque, les coûts d'emprunt des banques sont inévitablement liés à ceux des obligations souveraines de leur pays. Pondérer le risque présenté par ces obligations détenues par les banques du pays émetteur risque d'aggraver la fragmentation en renforçant le lien pervers entre dette publique et bilans des banques et en privant les banques de l'instrument nécessaire à la gestion de leurs liquidités.

Pour résumer, à nos yeux, les propositions contenues dans le document établi par les économistes français et allemands ne constituent pas une solution viable pour l'union monétaire et bancaire et pourraient même accroître le risque de chocs idiosyncratiques de nature à mettre une fois de plus en péril sa survie. Ces propositions vont à l'encontre des très nombreuses données empiriques rassemblées par les spécialistes quant aux causes de la crise financière de 2011-12, qui montrent que dans un monde aux équilibres multiples, les politiques malavisées peuvent pousser l'économie vers un « mauvais » équilibre, déstabiliser les marchés financiers et risquent même de repousser la zone euro vers le gouffre.

Toute réflexion par des économistes sur l'avenir de la zone euro est bienvenue et celle-ci ne s'est fait que trop attendre. Nous sommes plus que disposés à y participer. Mais pour être viables, les solutions mises en avant doivent au préalable déterminer quel est le bon dosage des mesures de réduction et de partage du risque, pour rassurer les investisseurs actifs sur les marchés financiers que les pays endettés ne subiront plus de chocs asymétriques.

La mise en place d'une assurance dépôts transfrontière et l'adoption de filets de sécurité budgétaires adéquats pour les fonds européens de résolution et d'assurance des dépôts – peut-être par le biais du MSE, qui pourrait émettre ses propres titres de dette à cette fin – doit être appuyée par des politiques appropriées et non déstabilisatrices visant à réduire, dans les pays les plus fragiles, les ratios dette/PIB et le risque souverain des banques.

Nous serions ravis si vous pouviez publier cette analyse qui diverge de celle présentée par les économistes français et allemands. Cordialement,

Carlo Bastasin – Senior Fellow SEP-LUISS, Brookings Institution

Pierpaolo Benigno – Professor of Economics LUISS, Senior Fellow SEP-LUISS

Marcello Messori – Professor of Economics LUISS, Director SEP-LUISS

Stefano Micossi – Director General Assonime, Chairman SEP-LUISS

Franco Passacantando – Senior Fellow SEP-LUISS, EIB Board (Expert)

Fabrizio Saccomanni – Former Minister of Finance, Senior Fellow SEP-LUISS

Gianni Toniolo – Senior Fellow SEP-LUISS, CEPR, Duke University (Emeritus)