

Le Monde - 14 janvier 2014

d'Olivier Garnier, Daniel Gros et Thomas Mayer

Il faut convertir les dettes de la zone euro en capital

Par [Olivier Garnier](#) | 14/01 | 06:00 | [2commentaires](#)

- [Télécharger le PDF](#)

L'arrivée d'une nouvelle coalition gouvernementale en Allemagne n'a pas modifié les termes du débat au sein de la zone euro. En l'absence d'union politique, Berlin continue d'écarter une véritable mutualisation budgétaire : il ne peut en effet y avoir de mutualisation sans représentation. La voie opposée serait celle de l'autarcie financière : chaque pays s'efforcerait de s'autofinancer en accumulant des surplus extérieurs et en renationalisant le financement de son économie. Toutefois, outre qu'elles ne résoudraient pas le problème de l'excès de dettes extérieures - sauf à recourir au défaut -, ces politiques du chacun pour soi remettraient tôt ou tard en question l'existence même de la monnaie unique.

Face à ce dilemme, les gouvernements sont tentés de s'en tenir à des compromis hybrides, combinant des éléments de renationalisation avec des fonds de mutualisation. Cela ne fait que prolonger la fragmentation financière et renforce la pression pesant sur la Banque centrale européenne (BCE) pour porter toujours plus de risques dans son bilan. Il existe pourtant une troisième voie : comme c'est le cas pour les Etats fédérés américains, les mécanismes de mutualisation des risques devraient reposer avant tout sur une plus grande détention transfrontalière du capital des entreprises et des banques plutôt que sur des transferts budgétaires fédéraux. De fait, la crise dans la zone euro a largement résulté d'une « mal-intégration » financière : les flux de capitaux allant des pays du coeur vers ceux de la périphérie ont pris la forme non pas d'investissements directs ou en actions, mais essentiellement d'achats d'obligations et de prêts interbancaires ; d'où l'émergence de crises de liquidité externe, alors qu'une plus grande intégration capitaliste aurait au contraire joué un rôle amortisseur.

Il conviendrait donc de créer une agence européenne dont le rôle serait d'acquérir et de restructurer des actifs à privatiser, permettant ainsi une réduction de la dette des Etats périphériques. Cela reviendrait à réaliser une sorte de conversion de dettes en capital, tout en donnant davantage de temps pour réaliser les privatisations dans de meilleures conditions. En particulier, dans le cas de la Grèce, qui va bientôt revenir sur la table de négociation, une telle solution serait plus acceptable par les Etats créanciers qu'un effacement de dettes.

Ensuite, afin d'assurer un meilleur recyclage du surplus structurel de la balance courante de l'Allemagne, nous proposons la mise en place dans ce pays de fonds d'épargne à long terme qui investiraient des [capitaux propres](#) dans la périphérie de la zone euro et qui bénéficieraient d'une garantie de l'Etat allemand. D'un côté, ces investissements seraient favorables à la croissance à long terme des économies de la périphérie. De l'autre, ils offriraient aux

épargnants allemands un rendement plus attractif que celui qui résulte du [taux d'intérêt](#) nul auquel sont rémunérés les dépôts que les banques allemandes sur-accumulent stérilement auprès de la BCE. La garantie de l'Etat, nécessaire pour surmonter l'[aversion au risque](#) des épargnants allemands, n'augmenterait pas pour autant l'exposition des contribuables sur la périphérie, puisque les sorties de capitaux induites par ces fonds réduiraient la position créditrice Target2 de la Bundesbank.

Ces propositions ne manqueraient pas de soulever certaines difficultés dans les pays de la périphérie, mais celles-ci nous paraissent surmontables. Chercher à compléter l'Union monétaire par une plus grande intégration capitaliste de la zone euro nous paraît aujourd'hui une démarche plus pragmatique que de poursuivre en vain la chimère de l'union budgétaire.

Olivier Garnier, Daniel Gros et Thomas Mayer

Olivier Garnier est chef économiste du groupe Société Générale Daniel Gros est directeur du Centre for European Policy Studies (CEPS) Thomas Mayer est conseiller économique de Deutsche Bank