

# Après vingt ans d'errements, l'euro peut-il survivre?

En 1999, Milton Friedman prédisait que l'euro ne survivrait pas. Le Prix Nobel aura été néanmoins contredit par les faits, même si l'euro est en mode de survie après des années d'errements.

L'Europe souffre de divergences marquées entre les pays dits « vertueux » qui ont su se réformer et mettre en ordre leurs économies et ceux dits « non vertueux » dont les progrès depuis la crise de 2008-2009 sont restés marginaux. On citera pour les premiers: l'Allemagne, les Pays-Bas, la Finlande et l'Autriche, qui ont réduit leurs endettements et leurs déficits budgétaires. Dans le camp des seconds, on retrouve les pays d'Europe du Sud, France en tête. Il est permis de douter de la capacité de ces pays à réduire leurs structures de coûts avant le ralentissement économique à venir.

L'euro est surévalué pour les Etats non vertueux. Ils ne peuvent plus dévaluer et leurs entreprises n'ont d'autre choix que d'améliorer leur compétitivité et de développer des biens et des services à plus forte valeur ajoutée.

Or ces économies affaiblies vont devoir affronter un nouveau défi: le retour à la normalisation monétaire. Avec la baisse (et à terme la fin) des achats nets d'obligations par la BCE, les taux finiront par monter, indépendamment de la croissance et de l'inflation.

La persistance de taux d'intérêt réels artificiellement bas, voire négatifs, inférieurs aux taux de croissance, permet aux Etats de couvrir le coût de leur dette sans recourir à de nouveaux impôts.

Pour placer leurs emprunts, les

Etats encouragent les banques et les compagnies d'assurance européennes, déjà faiblement capitalisées, à les acheter et à les détenir sans restrictions prudentielles. Ces obligations étant considérées, à tort, comme des actifs sans risque.

Sans réduction de l'endettement, le coût de la dette finira par augmenter, limitant la croissance et l'accès aux liquidités. Les Etats non vertueux seront amenés à restructurer leur dette et à réduire leur niveau de vie. Les Etats devront accepter le principe d'une restructuration éventuelle de leur dette pour bénéficier des mécanismes européens de solidarité. Mais le principe est combattu par la France, qui souhaite mutualiser les risques.

La sortie d'un membre de la zone euro reste hypothétique tant le coût serait exorbitant. De plus l'euro bénéficie d'un large consensus populaire et l'impact politique est difficilement concevable. La création d'un euromark regroupant les pays vertueux n'est pas envisageable, car la devise s'apprécierait si fortement que les économies en seraient durablement affectées. Plaider pour une grande intégration fiscale et politique est illusoire. Enfin, le statu quo n'est pas non plus une option, et attendre qu'une nouvelle crise survienne serait un mauvais calcul.

Le Pr Charles Wyplosz et moi-même avons présenté en 2014 le plan PADRE (Politically Acceptable Debt Reduction in Europe, publié par l'ICMB). Une solution non conventionnelle et complexe pour répondre à une situation qui ne l'est pas moins. Le principe est cepen-

dant simple: permettre à la BCE d'échanger, au prorata des participations des Etats dans son capital, les obligations détenues au titre du QE en obligations perpétuelles zéro coupon afin de réduire durablement l'endettement excessif. L'une des novations consiste à monétiser le

## Les Etats non vertueux seront amenés à restructurer leur dette et à réduire leur niveau de vie

droit de seigneurage, privilège des banques centrales, pour amortir sur la durée le coût de financement de l'opération. PADRE préserverait ainsi les détenteurs d'obligations, et notamment les banques, du coût d'une restructuration et les Etats d'une nouvelle crise potentielle catastrophique.

PADRE apporterait une appréciable capacité budgétaire nécessaire à la gestion de la croissance au travers des cycles... Et du temps pour mettre en œuvre les indispensables réformes sans le succès des

quelles les Etats sont condamnés à terme.

Pour l'Allemagne, il n'est pas envisageable de demander à ses contribuables de supporter un transfert financier, au demeurant gigantesque, au profit des pays les moins solvables. PADRE offre une opportunité de restaurer les finances de l'ensemble des pays membres, sans en subir le coût et sans créer d'aléa moral. D'autres alternatives ont été évoquées, mais toutes reposent sur le principe d'une péréquation et donc *in fine* d'une contribution allemande.

Pour pérenniser l'euro, dont dépend l'avenir de l'UE, c'est aujourd'hui à l'Allemagne, seul grand pays ne pouvant pas être accusé d'un conflit d'intérêts, qu'incombe cette décision. Sans prise de conscience et volonté politique, l'Allemagne ne pourra pas s'épargner, au risque de devoir payer pour les autres, de trouver une solution globale. Le temps est venu de relancer la construction européenne sur des bases assainies et réalistes. Avec le ralentissement économique et les challenges à venir notamment dans l'industrie automobile, l'Allemagne ne doit pas attendre. Cela redonnera aussi une voix crédible à l'UE dans le concert des nations et permettra de tourner la page sur la triste saga du divorce britannique. ■

**PIERRE PÂRIS**  
PRÉSIDENT DE LA DIRECTION GÉNÉRALE  
DE LA BANQUE PÂRIS BERTRAND

