

## Crise de la zone euro

# « Une faillite d'Etat est finalement assez banale »

Pour l'économiste Kenneth Rogoff, spécialiste des crises financières, il y a un risque de voir la Grèce et le Portugal sortir provisoirement de l'euro

### Entretien

Professeur à Harvard (Massachusetts), ancien chef économiste du Fonds monétaire international (FMI), Kenneth Rogoff est aussi l'auteur du best-seller *Cette fois c'est différent. Huit siècles de folie financière* (Pearson, 2010).

Spécialiste des crises financières et des faillites d'Etat, il estime que le plan proposé par les chefs d'Etat et de gouvernement en Europe, jeudi 21 juillet, est une étape nécessaire mais pas déterminante pour en finir avec la crise de l'euro.

**Les Européens ouvrent la voie à un défaut partiel de la Grèce. Qu'en pensez-vous ?**

Ils ont mis du temps à reconnaître l'inévitable : la dette de la Grèce n'est pas soutenable et doit être réduite. Et c'est une bonne chose de faire admettre aux créanciers privés qu'ils doivent contribuer. Les Européens n'avaient pas le choix. Mais c'est seulement une étape, qui ne résout pas tout. Finalement, la seule grande avancée, est d'avoir fait accepter à la Banque centrale européenne [BCE] d'évoquer un défaut du bout des lèvres. Un obstacle a été franchi. **L'Europe n'est donc pas sortie d'affaires...**

Il n'y a là que des mesures qui permettent, à nouveau, de gagner du temps, quelques semaines face aux marchés. Il manque toujours la solution radicale, déterminante.

Les dirigeants européens n'ont pas évoqué clairement le dispositif concernant le Portugal ou l'Irlande. Jusqu'où peut-on soutenir l'Italie ? Quel est l'avenir de l'euro ? Va-t-on créer une union fiscale ? Toutes ces questions sont sans réponse. Ce qui a été dit et fait n'est qu'un pas de plus, le minimum pour éviter un effondrement imminent.

**Le marché a pourtant salué ce plan...**

Je trouve étrange que l'euro se maintienne à un tel niveau, je dois le reconnaître. Mais les marchés sont versatiles, contents un jour, affolés le lendemain.

**Que faudrait-il faire ?**

La crise ne sera pas résolue tant qu'on ne réduira pas drastiquement la dette de la Grèce, probablement de 70%. Celles de l'Irlande et du Portugal sans doute aussi, dans des proportions légèrement inférieures. L'Espagne et l'Italie ont besoin d'aller plus loin dans l'assainissement de leurs finances. L'Allemagne et la France, elles, doivent recapitaliser leurs banques qui en ont vraiment besoin. Il ne faut pas attendre. Les stress tests [du 15 juillet] n'ont pas du tout été à la hauteur de la situation. Il aurait fallu alors obliger les banques à se renflouer massivement. L'échec de cette opération révèle le problème de gouvernance de l'Europe.

Et toutes ces mesures ne sont qu'un point de départ. A la fin, il faut arriver à établir les règles d'une véritable union fiscale. A

mon sens, une union monétaire ne peut être viable sans cela. On ne peut imaginer que Berlin garantisse les dettes de tout le monde, de pays comme l'Espagne ou de l'Italie. Cela finirait par remettre en cause sa propre solvabilité.

**Les Européens pouvaient-ils aller aussi loin, prendre de telles décisions lors de ce sommet ?**

Ce n'est pas comme si les décideurs européens avaient du temps devant eux. Ils peuvent sans doute faire valoir qu'ils manquent de soutien politique pour aller aussi loin. Il est vrai que cela est compliqué : personne n'a de mandat politique assez puissant pour en décider ainsi et chaque étape requiert un consensus de tous les membres de la zone euro. Mais si on n'avance pas dans cette direction, on aura très vite une série de faillites totalement désordonnées. **L'euro est toujours en danger ?**

Il y a clairement un risque que la Grèce, de même que le Portugal et sans doute d'autres pays, doivent sortir provisoirement de la zone euro. Mais cela n'empêche pas l'euro de continuer à exister. Il était peut-être trop ambitieux de vouloir faire adhérer certains pays à l'euro – il leur aurait fallu plus de temps – mais le cœur de l'union monétaire formé par l'Allemagne et la France reste très solide.

**Les plans d'austérité en Grèce, conçus en grande partie par le FMI, n'ont-ils pas aggravé son problème d'endettement ?**



ANDREW HARRER/BLOOMBERG

Depuis le début, il fallait envisager une restructuration de la dette grecque, mais les Européens ne voulaient pas entendre parler d'un défaut. Pour des pays comme la Grèce mais aussi le Portugal ou l'Espagne, en panne de croissance, le niveau d'endettement n'est pas soutenable. Donc non, je ne blâmerai par le FMI. Il a fait ce que l'Europe lui demandait et c'est peut-être là son unique faute. C'est l'Europe qui a fait une erreur de diagnostic. **On demande aux créanciers privés de participer de façon volontaire au plan. Est-ce réaliste ? Souhaitable ?**

Faire participer les banques de façon volontaire suppose de leur offrir des conditions avantageuses. Cela coûtera cher. Il aurait fallu que leur contribution soit obligatoire. Mais, bien sûr, le mot « volontaire » tel qu'utilisé par les

dirigeants européens ne reflète sans doute pas la réalité. Je pense qu'ils vont faire pression sur les banques par des moyens divers, notamment réglementaires, pour les obliger à participer au plan. **Dans votre livre, vous rappelez les multiples faillites d'Etat qui ont émaillé l'histoire. Cette fois-ci, est-ce différent ?**

La vraie question est : un pays peut-il survivre à une faillite ? Pour la Grèce et le Portugal, la meilleure solution est sûrement d'effacer une grosse partie de leur dette afin de retrouver de la croissance. Ce ne serait pas la fin du monde.

L'Europe va un peu vite en comparant un tel événement à la faillite de Lehman Brothers. Une faillite d'Etat est finalement assez banale et l'on sait comment gérer le problème d'une restructuration.

Même si l'appartenance à la zone euro change évidemment un peu la donne.

**Aux Etats-Unis, la question des finances publiques inquiète aussi à cause du différend entre Barack Obama et le Congrès au sujet du plafond de la dette. Faut-il le supprimer ?**

C'est nécessaire, à condition de l'accompagner de règles de discipline budgétaire. Sans cela, le problème se répétera année après année. Et un jour, les Etats-Unis pourraient bien finir par faire défaut. Cette crise est d'abord constitutionnelle. Si on supprime le plafond de la dette [fixé à 14 294 milliards de dollars spot, soit 9 905 milliards d'euros], je ne pense pas que ce sera Armageddon. ■

Propos recueillis par Claire Gatinois et Marie de Vergès

## Au terme de négociations serrées, la BCE a fait passer ses revendications

Jean-Claude Trichet obtient le soutien au système bancaire qu'il attendait

Jeu-di 21 juillet dans la matinée, Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne (BCE), était « optimiste ». La veille, il avait dîné avec le président français Nicolas Sarkozy et la chancelière allemande Angela Merkel pour jeter les bases d'un accord sur le plan de sauvetage de la Grèce. Jeu-di soir, après dix heures de négociations avec les chefs d'Etat, il était ravi, rassuré « de voir que les gouvernements [avaient] pris la mesure du problème, indiquait son entourage. L'accord va même au-delà de ce qu'il pensait pouvoir obtenir ».

Lors d'une conférence de presse, M. Trichet a salué ce nouveau plan d'aide : « le nouveau programme de soutien de l'Union européenne et du Fonds monétaire international [FMI] est crucial pour stabiliser les finances publiques » de la Grèce et « pour garantir la soutenabilité de la dette publique » du pays.

L'accord met pourtant de côté la demande très ferme affichée depuis plusieurs semaines par M. Trichet. « Pas d'événement de crédit, pas de défaut sélectif, pas de défaut », avait-il martelé. « Nous faisons valoir nos arguments, nous ne sommes pas toujours entendus », a-t-il reconnu jeu-di. Les modalités de la participation des créanciers privés à l'opération pourraient conduire les agences de notation et IISDA, l'association des intervenants du marché des dérivés, à émettre un jugement de « défaut partiel » ou « d'événement de crédit » (modification des termes initiaux entre les contractants d'une dette). Une opinion qui aurait des conséquences importantes et méconnues sur les marchés.

Pour limiter au maximum les mauvaises surprises, M. Trichet avait émis plusieurs souhaits auprès des gouvernements. Il a d'abord été entendu sur sa demande d'une plus grande flexibilité du Fonds de soutien européen (FESF).

Depuis plusieurs mois, il militait pour que le FESF ait la possibilité, comme l'a fait la BCE, de racheter des titres sur le marché secondaire, c'est-à-dire celui où s'échangent entre les investisseurs les dettes après avoir été émises. Pour lui, il s'agissait de compléter le dispositif actuel d'une force de frappe supplémentaire pour enrayer une violence remontée des taux d'intérêt dans les pays en difficulté. La BCE qui s'est autorisée ce type d'opération en mai 2010, détient actuellement 74 milliards d'euros d'obligations publiques grecques, irlandaises et portugaises.

**Les plus grandes craintes de M. Trichet portaient sur le processus de financement du système bancaire**

Mais les plus grandes craintes de M. Trichet portaient sur le processus de financement du système bancaire. En cas d'« événement de crédit » ou de « défaut », même sélectif, son institution aurait les plus grandes difficultés à justifier que les titres de dette grecque soient encore une caution suffisante en contrepartie des prêts qu'elle accorde aux banques. « S'il y avait une garantie, alors le collatéral [les titres que les banques ont mis en dépôt] aurait une certaine valeur », jugeait-on en interne. Pour éviter cet écueil, M. Trichet voulait absolument que les gouvernements garantissent la dette grecque en cas de défaut. Demande accordée : « Les membres de la zone euro se sont engagés à soutenir les collatéraux pour permettre les opérations de refinancement », a indiqué jeu-di M. Trichet. La BCE continuera donc de prêter aux banques qui lui

apporteront de la dette grecque.

L'autre plus grande crainte du patron de la BCE, c'est l'effondrement du secteur bancaire grec. Car selon les normes comptables, dès qu'il y a « défaut sélectif », les banques doivent comptabiliser à leur valeur de marché tous les titres de dette grecque qui étaient jusqu'à présent inscrits dans leur bilan à leur valeur d'acquisition. Conséquence immédiate pour les banques grecques : une perte instantanée de 20 milliards d'euros minimum, selon les calculs de la BCE.

Leurs capitaux propres étant loin de pouvoir tenir le choc, sans intervention elles sont en faillite du jour au lendemain. Il faut alors immédiatement les recapitaliser. C'est le scénario catastrophe que M. Trichet a présenté aux gouvernements. Nouvelle satisfaction pour lui : jeu-di soir M. Sarkozy a indiqué que le fonds européen « pourrait être amené à participer à la recapitalisation des banques grecques », selon la situation dans les jours qui viennent. M. Trichet a précisé le montant de l'engagement pris par les gouvernements : 20 milliards d'euros !

Enfin, le patron de la BCE avait indiqué à M. Sarkozy et à M<sup>me</sup> Merkel, mercredi, qu'il était très important d'envoyer un signal fort aux marchés financiers de manière à restreindre les effets de contagion, ces doutes des investisseurs qui se propagent d'un pays à un autre. On allait sauver la Grèce, les marchés auraient alors tout de suite les yeux tournés vers l'Irlande et le Portugal, les deux autres pays sous assistance financière. Il fallait selon M. Trichet indiquer au monde entier que l'enveloppe exceptionnelle serait un « paquet unique » qui ne concernerait que la Grèce. Jeu-di, M. Sarkozy a déclaré : « L'implication du secteur privé, nous le faisons pour la Grèce et pour aucun autre pays. » ■

Cécile Prudhomme

unissons-nous pour les enfants unicef

**Urgence malnutrition**

**2 millions d'enfants menacés par la crise nutritionnelle dans la Corne de l'Afrique !**

Sécheresse, mauvaises récoltes, prix des denrées de base, déplacements de populations...

En Somalie, en Ethiopie, au Kenya et à Djibouti des centaines de milliers d'enfants sont malnutris et en danger de mort.

**Aidons-les !**

votre soutien pour sauver des vies

Donnez à l'Unicef sur : [www.unicef.fr](http://www.unicef.fr)

ou par chèque : Unicef France  
Urgence Corne de l'Afrique  
BP 600 - 75006 Paris

Merci d'avance !