

Paul Jorion : « La seule solution, c'est la mutualisation des dettes »

ENTRETIEN

Paul Jorion a longtemps travaillé dans la finance. Bien avant la crise de 2008, ce Belge avait démonté la mécanique des subprimes, ces crédits hypothécaires de mauvaise qualité qui allaient entraîner la planète finance dans la tourmente. Observateur reconnu, dont le blog est très suivi (1), Paul Jorion ne croit pas que Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), puisse « sauver l'euro ».

De nombreux observateurs s'attendent à ce que la BCE reprenne ses rachats de titres souverains, pour faire baisser les taux d'intérêt que doivent payer les pays en difficulté et, d'abord, l'Espagne et l'Italie. Pensez-vous également que M. Draghi soit le seul qui puisse, désormais, sauver l'euro ?

Un peu paradoxalement peut-être, je me sens, sur ce point, très proche de Jens Weidmann, le président de la Bundesbank. Il y a peu de chose que l'on sache avec certitude en économie, mais les principes du fonctionnement d'un système monétaire font heureusement partie des choses qu'on sait. Une masse moné-

taire se gère en bon père de famille : elle doit refléter la situation économique de la zone monétaire où elle circule. On peut – et on doit – créer de l'argent supplémentaire si une richesse a augmenté, mais on ne peut pas créer de l'argent simplement parce qu'on en manque : c'est une recette pour un désastre ! C'est une chose apparemment très peu comprise. Jens Weidmann le comprend. Comme

« De deux choses l'une : ou bien on arrête l'euro, ou bien on fédéralise » PAUL JORION

l'avaient compris son prédécesseur Axel Weber et l'ancien « chief economist » de la BCE, Jürgen Stark, qui ont démissionné l'an dernier car ils étaient en désaccord avec le programme de rachat de titres souverains par l'institut d'émission européen.

Mais les taux d'intérêt réclamés par les marchés à l'Espagne et l'Italie sont excessifs – et insoutenables s'ils se maintiennent aux niveaux actuels, non ?
Bien entendu. Mais on essaye de faire baisser le niveau des taux d'intérêt espagnols et italiens, en achetant leur dette, comme si le problème était une question

d'offre et de demande ! Leurs taux sont si élevés parce qu'ils intègrent une double prime de risque : pour couvrir le risque de non-remboursement, mais aussi une prime de conversion, car il existe un risque réel d'éclatement de la zone euro et de retour aux monnaies nationales. Ce sont ces primes de risque qu'il faut faire baisser, en mettant en place une véritable solidarité envers ces pays, en ga-

rantissant qu'on ne les laissera pas tomber. Alors le risque baissera et les taux automatiquement aussi.

Mais justement, le vrai problème, c'est l'absence de solidarité entre Etats de la zone euro...

On mutualise la dette ou pas ? Voilà la question ! Or, pour le moment, on jure que oui en paroles mais au niveau des faits, on ne constate que du « peut-être ». Jens Weidmann affirme, très justement, que la BCE ne peut pas faire la politique d'intégration de la zone que les responsables politiques n'ont pas le courage de mettre en œuvre. Les politiques

se contentent de dire à la BCE : « Mais imprimez donc ! » (NDLR : de la monnaie). Il est vrai que la Réserve fédérale, la banque centrale américaine, ne se prive pas. Mais elle le peut, parce qu'elle bénéficie toujours du fait que le dollar est une devise de référence. La zone euro, elle, ne peut pas se le permettre. Alors de deux choses, l'une : ou bien on arrête l'euro, en reconnaissant qu'on n'avait pas compris qu'une zone monétaire ne pouvait pas fonctionner sans unification fiscale, ou bien on fédéralise.

Mais qui veut aujourd'hui du fédéralisme européen ?

Mais la seule solution, c'est mutualiser les dettes publiques des 17 membres de l'union monétaire. Un dimanche soir, avant l'ouverture des marchés financiers en Asie, on décide qu'il n'y a plus de dettes souveraines nationales, mais une dette de la zone euro, une Eurodette. Qui est, du coup, restructurée en fonction de ce qui reste dans les caisses de la zone euro dans son ensemble. Le lendemain, le marché dira ce que vaut l'euro par rapport aux autres devises. C'est la seule solution si l'on veut éviter un effritement de la zone euro, qui verra les pays quit-



Bien avant la crise de 2008, Paul Jorion avait démonté la mécanique des subprimes. © D.R.

ter la cordée les uns après les autres : d'abord la Grèce, puis le Portugal, puis l'Espagne... sans que soient résolus pour autant les problèmes de ceux qui continuent l'ascension !

■ **Propos recueillis par D. B.**

(1) www.pauljorion.com/blog/