

Dettes bleue, dette rouge

Les propositions de Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker

Membre du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre, Jacques Delpla est parmi les premiers à avoir alerté sur les risques d'un dérapage incontrôlé de la dette publique dans la zone euro. Il a fait dès la fin 2010, avec l'économiste allemand Jakob von Weizsäcker, des propositions qui ont suscité beaucoup de discussions chez les économistes et dans le milieu des banques centrales.

Ces propositions tentaient de répondre à deux problèmes : l'absence de *spreads* avant la crise, et le poids excessif de la charge de la dette avec la montée des *spreads* depuis 2010.

Commençons par rappeler ce qu'est un *spread* : c'est la différence entre le taux d'intérêt demandé par les marchés pour le Bund allemand et les obligations des autres États de la zone euro. Les Allemands empruntent aujourd'hui à 2%, les Français autour de 3,5%, et les taux italiens flirtent avec les 7%, ce qui compte tenu de l'importance de leur dette (115% du PIB) augmente considérablement la charge de la dette – même si ce n'est pas l'ensemble de la dette qui coûte 7%, mais uniquement les obligations nouvelles.

En même temps, l'absence de *spread* n'est pas forcément très saine. De la création de l'euro à l'éclatement de la crise en 2008, les *spreads* étaient insignifiants. C'était l'un des objectifs poursuivis par l'Union européenne : l'idée était d'offrir aux pays membres de meilleures conditions d'accès au crédit, afin de les aider à investir et à se développer. Un certain nombre de pays ont ainsi vu leurs taux d'intérêt baisser d'une façon spectaculaire, d'abord par l'anticipation des marchés à partir de la fin de 1996 puis à très vive allure à partir de mai 1998 – le moment où le Conseil a validé la liste des pays admissibles à l'euro présentée par la Commission. En Espagne, l'écart de taux d'intérêt à dix ans sur les dettes publiques par rapport au taux allemand est tombé de 5% à 0 en quelques mois. D'ailleurs, ce ne sont pas seulement les États qui ont bénéficié de la baisse du coût du crédit, mais l'ensemble des acteurs économiques. Cette capacité d'emprunter à bon marché a donc produit un afflux massif de capitaux dans les pays où les taux élevés avaient créé une rareté du capital auparavant. La doctrine officielle imaginait un cercle vertueux : grâce à la liberté des mouvements de capitaux, beaucoup d'investissements qui auparavant n'étaient pas productifs pourraient devenir rentables. On pensait que cela permettrait un rattrapage des pays moins avancés, et donc une convergence réelle dans la zone euro. Ce qui s'est passé en réalité est que le faible coût du crédit a provoqué des bulles spéculatives et une croissance artificielle, au lieu de favoriser les investissements productifs. Les États, de leur côté, ont eu tendance à vivre à crédit et à ne pas contrôler leurs dépenses.

La question qui se pose aujourd'hui est donc double. Il s'agit à la fois de faire revenir les *spreads* à des niveaux raisonnables, et d'éviter de réitérer le phénomène de crédit facile qui a fragilisé la zone euro.

C'est dans ce contexte que la proposition de Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker prend tout son sens. Le principe proposé est simple : pour les futures émissions d'obligations, chaque pays de la zone euro diviserait sa dette souveraine en deux. Jusqu'à 60 % du PIB, on trouverait une partie « senior », que Delpla et Weizsäcker nomment dette bleue, et dont la qualité (la notation) serait identique aux obligations fédérales allemandes : elle serait toujours remboursée avant les autres dettes publiques et serait implicitement notée AAA. Au-delà des 60 % du PIB, serait émise une dette « junior » (ou « rouge »), plus risquée.

Les États pourraient, en s'engageant à une plus grande orthodoxie budgétaire, pourraient mettre en commun l'ensemble de leurs dettes bleues, chaque pays étant responsable de l'ensemble des dettes bleues des autres pays. Les dettes rouges resteraient nationales et continueraient d'être émises par les Trésors nationaux, tandis que la dette bleue serait fédéralisée, émise par une agence européenne. Cette dette bleue serait nécessairement plus liquide et bénéficierait d'un marché plus large et plus profond.

Le risque de défaut est ainsi reporté sur la dette rouge, ce qui rend acceptable (notamment pour les Allemands) la mise en commun des dettes bleues. Et les taux demandés par les marchés pourraient même être plus faibles que les taux allemands, car tout en étant aussi sûre que la dette allemande, cette dette bleue européenne serait plus liquide. Elle pourrait devenir ainsi un réel concurrent aux T-bonds américains, les bons du Trésor des États-Unis, dont la liquidité est sans égale sur les marchés internationaux. Or cette liquidité est un avantage qui se monnaie. On peut parler d'une véritable prime de liquidité, que paient les marchés aux États emprunteurs.

Cette solution permettrait aux pays de la zone euro d'attirer davantage les réserves d'épargne des pays en excédent, notamment les grands émergents. Cela devrait faire baisser les taux d'intérêt sur la dette bleue au-dessous de ceux de la dette allemande actuelle.

Sur le papier, l'idée est séduisante, mais on peut objecter que les nouvelles dettes concernent forcément la partie de la dette qui se situe au-dessus de 60% du PIB, et que donc cela n'aurait aucun effet. Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker ont prévenu cette objection et imaginé une transition : pour les pays sûrs serait lancée une offre d'échange sur l'ensemble de la dette souveraine : la dette existante serait échangée contre un mixte de dette bleue et de dettes rouges. Les autres pays suivraient, avec des contraintes spécifiques assorties aux aides européennes, pour éviter un défaut sur la dette rouge.

Richard Robert