



QUE FAIRE DE LA DETTE ?



Le dossier de www.laligue.org
décembre 2011/janvier 2012

Introduction	
Quand le temps politique court après celui du marché	
Par Ariane Ioannides	3
Enjeux	
Angoisses et promesses	
Par Richard Robert.....	5
Points de vue.....	7-28
Budgets de rigueur	
<i>Entre arbitrages politiques et réglages économiques</i>	
Par Richard Robert.....	7
La délicate mission des agences spécialisées	
<i>Ou comment gérer la dette au mois le mois...</i>	
Entretien avec François Meunier.....	9
Vers le fédéralisme	
<i>La solution des eurobonds de Juncker et Tremonti</i>	
Par Richard Robert.....	12
Dettes bleue, dette rouge	
<i>Les propositions de Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker</i>	
Par Richard Robert.....	14
La discipline fiscale suffira-t-elle ?	
<i>Les nouvelles règles européennes et leurs conséquences</i>	
Par Gianluca Cafiso et Roberto Cellini.....	16
La BCE au centre du jeu	
<i>Son rôle, ses marges de manœuvre</i>	
Entretien avec Charles Wyplosz.....	19
Une intervention massive de la BCE est nécessaire, mais pas suffisante	
<i>Quelques leçons de l'expérience britannique</i>	
Par Sony Kapoor	23
Les voies d'une sortie de crise	
<i>Exemples historiques et solution européenne</i>	
Par Michel Aglietta	25
Repères	29
Quizz	30

Quand le temps politique court après celui du marché

.....
par Ariane Ioannides

Depuis plus de deux ans, les Européens peinent à sortir de la crise des dettes publiques. La crise grecque a rendu les investisseurs dubitatifs sur la solvabilité d'autres États, comme l'Irlande, le Portugal et l'Italie. Résultat : on prête encore plus cher au point d'étrangler des pays qui ne parviennent plus à se financer sur les marchés à des taux raisonnables.

Aujourd'hui, l'activité tourne au ralenti, les recettes des États chutent, leurs déficits se creusent et les difficultés à rembourser les dettes s'aggravent, malgré les mesures d'austérité.

L'ensemble de la zone euro est donc exposée à une contagion. En France, la dette publique frôle les 1 700 milliards d'euros, les intérêts représentent 54 milliards d'euros soit un taux d'intérêt de 3,2 %. Les critères définis par le traité de Maastricht ne sont plus respectés puisque la dette française représente près de 85 % du PIB, au lieu d'être inférieure à 60 %. Mais au-delà du respect des règles, sommes-nous réellement capables de gérer cette dette ?

La question est encore plus cruciale ailleurs. La dette publique de la Grèce s'envole à 142,8 % du PIB ; celle de l'Italie dépasse 100 % du PIB (119 %). La dette de la Belgique, engloutie dans une crise politique qui la prive de gouvernement depuis un an, représente 96,8 % du PIB. Suivent le Portugal (93 %) mais aussi, et c'est une première, l'Allemagne (83,2 %).

Ce qu'à montré la crise, c'est la fragilité des États européens face aux marchés financiers. S'endetter dans une monnaie qu'on ne contrôle pas est risqué et la question des missions de la Banque centrale européenne, jusque-là limitées au contrôle de l'inflation, est désormais posée jusqu'en Allemagne.

Théoriquement au niveau européen, le sauvetage d'un État membre par ses voisins est exclu par les traités ; chacun est censé être responsable de ses dettes. Concrètement, ce principe est intenable dans une Union où les systèmes financiers sont étroitement intégrés : les dettes souveraines des uns étant détenues par les banques des autres.

La Grèce de son côté s'est lancée dans une politique d'austérité sans précédent. Malgré les efforts consentis par l'Union européenne à éponger une partie de sa dette, le pays est plongé dans une récession dont il ne voit pas la fin, avec un

lire la suite ►

déficit public... qui creuse encore le trou de la dette. Et ses conséquences sont encore plus graves qu'une faillite : des ménages et des entreprises ne parviennent pas à rembourser leurs crédits contractés auprès des banques.

Dans ces conditions, le temps politique court sans cesse après celui du marché. Que faire pour ne subir les fluctuations des marchés obligataires et ne pas laisser les agences de notation dicter la politique de pays souverains ? Au-delà de la recapitalisation des banques, les politiques tentent de mieux contrôler la spéculation. Mais la question de la bonne gestion leur est aussi renvoyée, d'autant plus délicate que leurs possibilités d'ajustement sont aujourd'hui limitées par une faible croissance. Comment réduire les déficits publics ? Couper dans les dépenses publiques ou augmenter les impôts au risque de déprimer un peu plus l'activité économique ? Quelles solutions européennes ?

C'est à toutes ces questions que tente de répondre ce dossier.

Retrouvez la vidéo de l'introduction sur le site www.laligue.org

Angoisses et promesses

.....

par Richard Robert

En interrogeant l'un des économistes qui ont contribué à ce dossier, nous lui avons demandé s'il était pessimiste. Il nous a répondu : « Je suis surtout anxieux. » Difficile en effet de prévoir ce qui sortira des turbulences actuelles, mais pour les observateurs spécialisés comme pour le grand public, la crise de l'euro et celle qui affecte les finances publiques des grands pays développés a quelque chose d'anxiogène. Comme si nous étions devant un mur – et que ce mur commence à s'écrouler.

Ce sont d'abord des illusions qui s'écroulent. L'empilement vertigineux des dettes privées et publiques dans certaines économies, notamment au sein de la zone euro dans des pays qui ont bénéficié depuis quinze ans d'un accès facilité au crédit, avait permis une croissance et une frénésie de consommation, tant chez les ménages que dans les budgets publics. Aujourd'hui, non seulement le crédit s'est raréfié, mais la croissance est en panne et il faut payer les dettes. Il y a de quoi s'inquiéter.

La France n'est pas parmi les plus mal lotis, notamment parce que l'endettement privé (ménages et entreprises) n'a pas atteint des sommets comme chez certains de nos voisins. Mais le poids de la dette publique et l'exposition des banques aux risques extérieurs contraignent le gouvernement à surveiller les finances publiques comme le lait sur le feu. La méfiance des marchés, la prime de risque qu'ils demandent en échange du financement des États, tout cela durcit les conditions de gestion de la dette et oblige à une attention de tous les instants.

Vu la place de la puissance publique dans notre économie (traitements et retraites des fonctionnaires, importance des politiques publiques et de la commande publique), la politique de rigueur qui s'est engagée et devrait se poursuivre sur plusieurs années ne sera pas sans conséquences sur l'activité, mais aussi sur les prestations servies par l'État providence.

C'est ici que l'anxiété doit céder la place à une discussion publique, aussi large que possible, sur les choix à opérer. Car n'en doutons pas, si la crise de la dette réduit les marges de manœuvre des responsables politiques elle redonne aussi toute son importance à la politique.

Des choix devront être faits. Ces choix, on peut avoir l'impression que ce sont pour le moment les marchés qui les font, tout comme la Grèce semble avoir abandonné sa souveraineté au FMI et à la technocratie européenne. Passé la gestion de la panique actuelle, il sera essentiel de reprendre la main, non pas pour ignorer les conditions du monde réel et dépenser à tout va, mais au contraire pour reprendre la main.

lire la suite ►

Reprendre la main sur les choix de gestion, ce que l'on nomme le budget. Reprendre la main sur les orientations stratégiques – comme retrouver de la croissance. Reprendre la main sur la souveraineté, en examinant collectivement les moyens de se soustraire aux pressions des marchés, c'est-à-dire de réduire la dépendance au financement extérieur. Ce sont des enjeux forts, qui méritent un vrai débat démocratique.

La Suède et la Finlande, confrontées à une situation comparable au début des années 1990, ont su trouver des solutions énergiques et porteuses d'avenir. Ces deux pays se sont littéralement réinventés, en faisant profondément évoluer leur modèle social et la spécialisation industrielle sur laquelle il s'appuie. La France n'a pas leur capacité de consensus, et son économie reste généraliste. Elle ne pourra suivre la même voie. Mais elle pourrait s'inspirer de leur capacité à discuter, politiquement, de la seule chose qui compte dans une crise : l'avenir.

Budgets de rigueur

.....

Entre arbitrages politiques et réglages économiques

par Richard Robert

« Je suis à la tête d'un État qui est en situation de faillite sur le plan financier, je suis à la tête d'un État qui est, depuis 15 ans, en déficit chronique », avait déclaré le Premier ministre François Fillon en 2007, suscitant quelques remous dans la majorité. Quatre ans plus tard, et avec quinze points d'endettement supplémentaire, la situation ne s'est pas améliorée mais le débat a évolué.

Le thème de la dette s'est longtemps cantonné au fameux « trou de la Sécu », cet empilement de déficits qui traduisait d'abord une difficulté, chez les politiques et les partenaires sociaux, à réaliser les arbitrages nécessaires à la présentation de budget en équilibre.

Les comptes de l'État, eux, sont déficitaires depuis longtemps mais si la charge de cet endettement est coûteuse (elle représente l'équivalent du produit de l'impôt sur le revenu), elle était considérée comme étant sous contrôle. Deux éléments jouaient dans ce sens : la croissance, qui augmente le PIB et diminue ainsi le poids relatif d'un certain volume de dette ; et l'inflation, qui érode la valeur de cette dette. De fait, même avec un taux d'inflation réduit et une croissance moyenne de 2 %, la capacité d'emprunter à un taux très faible permet de financer un déficit budgétaire de l'ordre de 2 à 3 % sans pour autant faire augmenter le ratio dette/PIB.

Pour ce ratio, le seuil de 60 % retenu parmi les critères de Maastricht est considéré comme raisonnable, et les économistes considèrent généralement que jusqu'à 90 % du PIB une dette

publique est gérable sans difficultés particulières. L'Italie s'est même illustrée en parvenant à gérer pendant des années une dette dépassant 100 % du PIB.

De fait, ce qui retient l'attention des marchés et des agences de notation, c'est davantage la trajectoire de dette : son évolution passée et prévisible. Or les prévisions doivent nécessairement intégrer le pire (et le meilleur, bien sûr), et à partir d'un certain poids de dette la moindre variation des taux d'intérêt peut avoir des conséquences très lourdes, qui peuvent alourdir la dette jusqu'à annuler les effets des remboursements. C'est ce qui est en train d'arriver à la Grèce et à l'Italie, avec un effet « boule de neige » qui s'apparente à un dérapage incontrôlé, renforcé par l'inquiétude des marchés qui demandent une prime de risque (une hausse de taux d'intérêts) toujours plus grande.

Dans ces conditions, les gouvernements ne disposent que de marges manœuvre réduites. Une gestion optimale de la dette existante et des émissions est nécessaire, d'où l'importance des agences spécialisées, comme l'Agence France Trésor, qui

lire la suite ►

accomplissent cette mission. Ce sont elles qui, dans un cadre contraint par les taux demandés par les marchés, ajustent l'offre et la demande de dette de façon à optimiser le taux d'intérêt global.

Mais l'instrument principal d'une bonne gestion, c'est bien entendu le budget de l'État (et avec lui les comptes sociaux et ceux des collectivités locales, dont les dettes sont consolidées dans la dette publique). Équilibre le budget, ou tout au moins le faire tendre vers l'équilibre, représente un effort politique considérable, dans la mesure où cela représente des arbitrages entre les différentes politiques financées par l'État, et parfois entre les différentes catégories qui bénéficient de ces politiques : ménages ou entreprises, riches ou pauvres, telle ou telle fraction des classes moyennes.

Une version de ces arbitrages est le débat entre réduction des dépenses et augmentation des recettes. Avec, dans les deux cas, des effets secondaires possibles qui peuvent nuire à l'activité économique. Une augmentation des recettes pèse nécessairement sur le pouvoir d'achat des ménages ou les marges des entreprises, ce qui au total ralentit l'activité. Et diminue donc la croissance, alors que celle-ci est essentielle aussi bien pour le volume des taxes perçues par l'État et pour l'érosion de la dette existante par rapport à un PIB qui augmente.

De la même façon, une diminution des dépenses peut peser sur les marchés

publics et sur les salaires des fonctionnaires, ce qui tend là encore à réduire l'activité.

On est donc, quelles que soient les orientations politiques du gouvernement, dans une logique de réglages fins, où la boussole est représentée par la croissance économique.

Il convient alors de bien distinguer entre une version *économie* de la politique de rigueur (comme celle de 1983 qui visait à juguler l'inflation en gelant les salaires), et une version *finances publiques* (celle qui se profile aujourd'hui). Le gouvernement actuel, et celui qui sortira des urnes en 2012, sera nécessairement conduit à articuler rigueur budgétaire et croissance économique. On peut d'ores et déjà prévoir que, plutôt que des mesures générales (comme une possible augmentation de la TVA), on verra de nombreuses mesures particulières, touchant par exemple aux niches fiscales (en repérant les moins efficaces sur le plan économique) ou à la bonne gestion des administrations. À plus long terme, des réformes de grande ampleur comme celle des retraites participent à la construction d'équilibres généraux, mais l'agenda politique des deux ou trois prochaines années sera dominé par le sur-mesure, l'ajustement, et la chasse aux politiques coûteuses et improductives. Une institution comme la Cour des comptes, dont la spécialité est le repérage et l'analyse de ces politiques, devrait être aux premières loges.

La délicate mission des agences spécialisées

.....

Ou comment gérer la dette au mois le mois...

Entretien avec François Meunier

Gérer la dette publique n'est pas simplement affaire de choix politiques, c'est aussi une activité technique, consistant à rembourser les titres venus à échéance et à placer chaque mois quelques milliards d'euros sur les marchés obligataires. Ce travail d'intermédiation est aujourd'hui extrêmement sensible, et mérite qu'on le regarde de plus près.

Directeur général adjoint de COFACE, professeur associé de finance à l'ENSAE, François Meunier a été jusqu'en juin 2008 président de la DFCG (Association des directeurs financiers et contrôle de gestion).

Les États se financent principalement par l'impôt, mais aussi en empruntant auprès des marchés, au moyen d'agences spécialisées. Comment cela se passe-t-il ?

Si l'on prend l'Agence France Trésor, dont c'est la mission en France, elle a plutôt bonne réputation, c'est-à-dire que pour les marchés c'est un interlocuteur fiable, et pour son mandant, c'est-à-dire l'État français, elle travaille d'une façon optimale, en plaçant la dette française dans les meilleures conditions possibles.

Sa tâche est à la fois d'obtenir les meilleurs taux et de contribuer à la liquidité des titres de dettes française pour ceux qui s'en portent acquéreur. C'est un enjeu essentiel : un titre liquide, c'est un titre que l'on peut revendre facilement, et en être le détenteur expose donc à un risque minimum. À l'inverse, un titre jugé plus risqué sera aussi moins liquide, car s'il baisse trop vite il devient difficile de le revendre. L'objectif de liquidité est donc essentiel, car il conditionne une certaine représen-

tation du risque lié à la détention des titres de dette, et par conséquent la prime de risque que fera payer l'acquéreur. En d'autres termes, le taux d'intérêt qu'il demandera.

En gros, dès les opérations sur le marché primaire (la vente directe de la dette aux spécialistes en valeurs du Trésor, les fameux « SVT »), on a en vue le marché secondaire (la revente des titres à d'autres opérateurs).

Qui sont ces SVT ?

En un mot, ce sont des grossistes. En anglais, on les nomme *primary dealers*. Pour l'essentiel, ce sont des banques, sélectionnées soigneusement et sur des critères très précis, qui travaillent en direct avec l'Agence France Trésor. Ce sont eux qui se portent acquéreurs, pour le compte de leurs clients, des obligations émises par l'Agence. Ils participent aux adjudications. Mais ce ne sont pas de simples courtiers : ils conseillent et assistent l'Agence sur sa politique d'émission et de gestion de

lire la suite ►

la dette, et plus généralement sur toute question intéressant le bon fonctionnement des marchés.

Ils sont aujourd'hui une vingtaine, dont quatre établissements français, le reste se partageant entre l'Europe et les États-Unis, avec un établissement japonais. Chacun est sélectionné pour une période de trois ans, qui peut être reconduite. Ils figurent tous, naturellement, parmi les acteurs les plus importants sur les marchés obligataires mondiaux.

Ils travaillent avec l'Agence France Trésor, mais ce travail est très formalisé, afin d'éviter toute collusion. Techniquement, l'Agence procède par appel d'offres, chaque établissement fournit une « courbe de demande » (par exemple, tel pourcentage d'investisseurs sur les titres à trois mois, tel autre sur les titres à dix ans).

Les investisseurs finaux, ceux qui achètent les titres aux SVT, sont des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM : les SICAV, etc.), les assurances, les investisseurs de long terme, mais aussi les banques commerciales, obligées par les règles prudentielles internationales (notamment le texte intitulé Bâle III, en cours de ratification) de détenir dans leur capital des actifs jugés sûrs.

Quand la BCE prête aux banques, elle accepte les titres d'État en contrepartie (on parle aussi de collatéral, un anglicisme).

Au fond, avec ce passage par les banques pour atteindre les investisseurs, on n'est pas très loin de la façon dont les grandes entreprises se financent.

Absolument, à quelques détails près,

qui ont leur importance. Les entreprises ont affaire avec un « syndicat bancaire », une ou plusieurs banques, et la transaction passe par ce qu'on appelle une « prise ferme », c'est-à-dire que les banques s'engagent à lever les fonds. Mais avec ce système, l'entreprise paie une prime d'assurance plus élevée, et ce sans raison réellement valable car les banques ne s'engagent pas si elles n'ont pas d'investisseurs. Le système n'est pas très transparent, et les entreprises se font ainsi prélever des pourcentages élevés sur les sommes qu'elles empruntent. Les États, par comparaison, bénéficient de conditions plus favorables. Mais cela peut avoir des conséquences : en l'absence de prise ferme, on peut se retrouver sans investisseur. C'est ce qui est arrivé à l'Allemagne récemment, quand elle n'a pu placer que la moitié des titres qu'elle mettait sur le marché.

Précisément, dans une période troublée comme celle que nous traversons, chaque adjudication est un événement suivi de très près par les marchés et par les agences de notation. Ne vaudrait-il pas mieux, dans ces conditions, privilégier les émissions de titres de long terme, afin de ne pas être obligé de placer des titres à échéances de trois mois qu'il faudra remplacer par d'autres un trimestre plus tard ?

Non, et ce pour deux raisons. La première est la liquidité dont je vous parlais : les titres à court terme sont plus liquides. Et la seconde est que les obligations à long terme ont un taux d'intérêt plus élevé, donc la charge de la dette est plus importante. Et en France, cette charge est aujourd'hui le premier poste du budget de l'État, consommant à peu près tout le produit de l'impôt sur le revenu. Sur un poste aussi important, quelques points de pourcentage,

lire la suite ►

ou même quelques dixièmes de points, peuvent représenter des sommes importantes, et il convient donc de maintenir le taux d'intérêt moyen à un taux aussi bas que possible. D'où l'importance des obligations à trois et à six mois, aux taux plus faibles, et qui permettent donc de faire baisser le taux d'intérêt moyen.

D'une façon générale, même si elle est soumise en ce moment à une forte pression des marchés et que la perspective de perdre son fameux AAA est désormais crédible, la France se débrouille bien, car ses « *spreads* » (l'écart de taux avec les taux allemands, qui sont jugés plus sûrs et font donc référence) sont assez bas. Mais ils ont tendance à croître, ce qui augmente la charge de la dette.

Les investisseurs ont tendance en ce moment à « fuir vers la sécurité ». Les obligations d'État, notamment des quatorze États notés AAA, représentent en temps normal une telle sécurité. Mais en ce moment, on assiste à la fois à des sorties du marché (même si certains investisseurs, du fait de leur statut, sont obligés de détenir des titres d'État), et au sein de ce marché à des arbitrages en faveur des valeurs jugées les plus sûres. Les titres français en font encore partie, mais leur situation n'est plus aussi claire que par le passé.

À cet égard, une dégradation de la note (ou une augmentation du *spread* au-delà de 350 points de base, c'est-à-dire par exemple passer de taux à 3 % à des taux à 6,5 %) aurait des conséquences immédiates : car les titres en question seraient automatiquement reclassifiés, et les banques, qui ont l'obligation de détenir dans leur capital une certaine quantité de titres notés AAA, seraient dans ce cas obligées de se délester des obligations

françaises, ou tout au moins n'auraient plus la même incitation à les conserver ou à s'en porter acquéreur. Ce qui ferait baisser les cours et se traduirait par une hausse des taux d'intérêts. C'est un sujet très sensible.

Que penser alors des démarches de type « grand emprunt », mises en œuvre en Italie et en Belgique, où l'État sollicite directement les particuliers en faisant appel à leur patriotisme.

Sur le plan politique, cela peut avoir du sens, et la démarche n'est pas absurde quand les marchés demandent des taux jugés prohibitifs, au-delà de 7 % par exemple. Dans ces conditions, les particuliers peuvent consentir un rendement de 4 %, qui coûte moins cher à l'État et leur rapporte davantage qu'un livret de caisse d'épargne.

Par ailleurs, on sait aussi que les résidents ont moins tendance à se défaire de leurs titres que les non-résidents.

Mais en conditions normales, ce n'est pas gérable pour une raison toute simple : les coûts de distribution sont gigantesques. Il s'agit quand même de placer, dans le cas de la France, environ 200 milliards d'euros par an. Il est donc préférable, et meilleur marché, de s'adresser aux grands investisseurs. Le modèle japonais, où l'essentiel de la dette est détenu par les résidents, est spécial dans la mesure où il s'agit d'une épargne captive, obligatoirement canalisée vers le financement de l'État, pour des rendements très faibles.

Vers le fédéralisme

.....

La solution des eurobonds de Juncker et Tremonti

par Richard Robert

En décembre 2010, Jean-Claude Juncker, président de l'Eurogroupe, et le ministre italien des Finances Giulio Tremonti ont lancé un pavé dans la mare, en préconisant l'émission d'obligations européennes souveraines, des eurobonds. L'enjeu était pour eux d'affirmer l'irréversibilité de l'euro, et de faire un pas en avant vers le fédéralisme. Cette proposition a beaucoup fait débat.

Dans une tribune publiée le 6 décembre 2010 par le *Financial Times*, Jean-Claude Juncker et Giulio Tremonti proposaient de mettre sur pied une agence européenne de la dette, ce qui leur semblait possible dans un délai très rapide, de l'ordre d'un mois. Il n'en a rien été, même si la proposition est toujours sur la table. Pourquoi ?

L'enjeu était de donner une réponse ferme et systémique à la crise de la zone euro, qui était alors à son commencement. En adressant un message clair aux marchés financiers internationaux, l'Europe affirmerait son unité et la dérive des taux des pays les plus fragiles serait limitée.

De fait, en décembre 2010, les taux grecs ont commencé à déraiper, mais la situation de la Grèce semble alors exceptionnelle. Cela conduit les dirigeants européens à refuser dans un premier temps cette proposition, au motif que rien ne presse. Sur le fond, certains pays comme l'Allemagne souhaitent maintenir une certaine pression sur les États les plus endettés, afin de les obliger à plus de discipline. Ce que les pressions politiques des autres pays membres et de la Commission

n'ont pas réussi à faire, les marchés peuvent l'accomplir. L'enjeu, au-delà, est d'éviter un retour aux années d'emprunts faciles, qui ont précipité la crise de la dette en Europe.

Le point de vue allemand est également motivé par une objection juridique : le ministre des Finances Wolfgang Schäuble rappelle rapidement que la proposition nécessiterait des modifications fondamentales des traités européens, et que l'Allemagne (mais aussi la Finlande, les Pays-Bas, l'Autriche) ne consentirait pas à ces modifications sans obtenir des engagements fermes et contraignants de la part des pays les plus endettés.

Au-delà, se pose pour les Allemands la question d'offrir leur garantie à d'autres peuples. La chancelière Angela Merkel juge à ce moment qu'elle ne dispose pas d'un mandat en ce sens, et que les Allemands, qui ont consenti de lourds sacrifices depuis les années 2000 pour retrouver leur compétitivité et mettre en ordre leurs finances publiques, ne sont pas prêts à partager le bénéfice de ces efforts, c'est-à-dire la garantie de taux d'intérêts très bas.

[lire la suite](#) ►

Chez les économistes, le point de vue est légèrement différent. Laurence Boone, chef économiste Europe chez Bank of America Merrill Lynch, pointe que tout d'abord, les pays les plus vertueux ne paieraient qu'une surprime très modérée en participant à l'eurobond ; le sacrifice n'en est pas un. En effet, l'augmentation de leurs taux serait minime grâce à la réduction de la prime de liquidité : le marché des eurobonds serait naturellement plus large et plus profond que celui des obligations françaises ou allemandes prises séparément, et ces titres s'échangeraient plus facilement. L'argument prend aujourd'hui une certaine portée, puisqu'en novembre 2011 l'Allemagne elle-même a manqué une adjudication, ne réussissant à placer que la moitié de ses titres.

Mais, précise Laurence Boone, « l'eurobond ne peut donc être une solution que s'il est accompagné d'une nouvelle et meilleure garantie de vertu budgétaire et macro-économique » (« Eurobond : la solution miracle ? », Telos, 25 août 2011). Et il convient de rappeler aussi que les pays les plus sûrs, l'Allemagne et la France au premier chef,

seraient incapables de faire face aux besoins de financement de l'Italie et l'Espagne. La création des eurobonds ne saurait donc remplacer un ajustement drastique de leurs économies, sans laquelle « la croissance de leurs besoins d'endettement ira bien au-delà des capacités de remboursement des pays vertueux ». C'est, précise-t-elle, la différence fondamentale avec une fédération type Allemagne ou États-Unis : la faillite de la Californie ne peut ébranler l'État fédéral américain.

Les eurobonds sont donc, éventuellement, une partie de la solution, positive dans la mesure où elle apportera des taux moins élevés pour tous, mais insuffisante. Se posent donc des questions plus larges, comme le renforcement de l'union politique (avec un pas vers la fédéralisation, examiné dans ce dossier par Charles Wyplosz et Michel Aglietta), ou celui des règles (examiné dans ce dossier par Gianluca Cafiso et Roberto Cellini). Au-delà, c'est bien sûr la centralisation des décisions budgétaires qui est en jeu, ce qui touche à la souveraineté. Eurobond ou pas, l'Europe est à un tournant de son histoire.

Dettes bleue, dette rouge

.....

Les propositions de Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker

par Richard Robert

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 favori-

lire la suite ►

ser 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.

La discipline fiscale suffira-t-elle ?

Les nouvelles règles européennes et leurs conséquences

par Gianluca Cafiso et Roberto Cellini

En mars dernier, les pays de l'Union européenne ont convenu de renforcer la gouvernance économique, afin d'offrir une réponse de long terme à la crise actuelle de la dette dans la zone euro. Les ministres des Finances des États Membres, se sont mis d'accord sur des mesures globales de discipline fiscale pour transformer la gestion des budgets nationaux et pénaliser les États indisciplinés. En imaginant que les difficultés du moment soient dépassées, quelles pourraient être leur effet ?

Gianluca Cafiso et Roberto Cellini sont chercheurs en économie à l'université de Catagne (Italie).

Ces mesures comprennent un contrôle plus strict de la dette et des niveaux de déficit, mais aussi des déséquilibres de compte-courant, afin de prévenir une répétition de la crise de la dette qui a contraint les pays lourdement endettés comme la Grèce et l'Irlande à demander l'aide internationale. Le niveau et la trajectoire de la dette seront désormais un critère d'évaluation des finances publiques. L'enjeu est de montrer l'engagement des États membres à diminuer rapidement leur niveau d'endettement. En particulier, la déclaration finale du Conseil des ministres précise que « les États membres dont la dette publique dépasse 60 % du PIB doivent réduire la proportion de dette excédant ce seuil au rythme d'un vingtième par an pendant trois ans. S'ils ne le font pas, ils seront placés sous la Procédure de déficit excessif ».

Si cette règle s'applique, elle pourrait ramener rapidement la dette européenne globale à un niveau considéré comme compatible avec la croissance économique. Dans l'absolu, personne ne méconnaît l'urgence de rame-

ner la dette des États les plus lourdement endettés à un niveau raisonnable, même si depuis mars 2011, on s'est aperçu que ces promesses ne suffisaient pas à rassurer les marchés – mais ceci est un autre sujet. En imaginant que le pire de la crise soit surmonté et qu'on applique cette règle, qu'observera-t-on ?

À l'évidence, cela pourrait exiger de certains pays une correction fiscale de grande ampleur. Et dans un certain nombre de pays, les niveaux d'excédents nécessaires sont significativement plus élevés que ceux qui permettraient une simple stabilisation des dettes, et comme nous allons le voir ces niveaux ne sont pas directement connectés à l'ampleur du stock de dette.

Si la règle entrait en vigueur dès cette année, son application exigerait des pays dont la dette est supérieure à 60 % du PIB de réduire leur ratio dette/PIB d'un chiffre moyen de 4,47 % pour la période 2011-2013. Les pays les plus directement concernés sont ceux

lire la suite ►

qui présentent un écart supérieur à la moyenne de l'UE15 : la Grèce (12,4 %), l'Italie (8,8 %), la Belgique (5,5 %), l'Irlande (5,4 %) et le Portugal (4,9 %).

Le processus de réduction de la dette publique s'effectue normalement grâce à des excédents primaires : c'est-à-dire que la différence entre les recettes et les dépenses publiques, avant le paiement des intérêts de la dette, soit positive. Pour des pays très endettés, il ne suffit pas à l'État d'avoir un solde primaire modestement positif : car il lui faut aussi payer les intérêts sur sa dette passée, intérêts qui seront d'autant plus élevés que la dette passée est importante et que les taux d'intérêt sont forts. Plus les taux d'intérêt sont élevés et plus la dette existante est importante, plus l'excédent primaire que devra dégager l'État devra être important, s'il souhaite diminuer la dette publique. Mais sur le fond le solde primaire reste nécessaire : il permet d'éroder progressivement la dette, année après année.

Examinons donc l'équilibre primaire nécessaire aux pays concernés, afin d'évaluer les ajustements budgétaires nécessaires pour atteindre la cible 2013.

Le solde primaire annuel nécessaire pour atteindre l'objectif 2013 est en moyenne de 1,3 % du PIB pour ces pays. Cela représente un ajustement budgétaire équivalent à 6,2 % du PIB. La différence entre ces deux chiffres reflète les déficits budgétaires de 2010, qui exigent une correction importante entre 2010 et 2011. Si la valeur de ces bilans primaires est maintenue pendant la période 2011-2013, la dette moyenne pour les pays dépassant le seuil de 60 % diminuera, passant de 89,8 % à 85,3 %.

Pour ce qui concerne les pays les plus gravement touchés de l'eurozone, la Grèce n'est pas dans la pire situation. D'après nos calculs, et si les taux d'intérêts qui lui sont demandés reviennent à un niveau raisonnable, elle a besoin d'un solde primaire de 2,3 %. Mais l'ajustement fiscal à réaliser reste élevé, en raison de déficit important de la Grèce en 2010 (-4,7 %). L'Italie est le pays qui aura à s'engager davantage sur l'équilibre du bilan primaire : elle a besoin d'un solde primaire positif de 4,4 %. Toutefois, comme son budget 2010 a été mieux maîtrisé qu'ailleurs, l'ajustement budgétaire nécessaire est contenu à 3,4 %.

Pour certains pays, l'excédent nécessaire requis par les nouvelles règles est beaucoup plus élevé que celui qui permettrait une simple stabilisation de la dette. La correction de la situation budgétaire actuelle pourrait alors être bien plus ample que l'on ne s'y attend. C'est notamment le cas de la Belgique, mais aussi en France et au Royaume-Uni : même si ces pays n'ont pas le niveau de dette le plus inquiétant, ils ont encore des budgets (et des soldes primaires) très déficitaires et l'effort requis pour rentrer « dans les clous » est significatif.

Enfin, se pose le problème de la simultanéité des ajustements budgétaires requis parmi les pays de l'UE : on se doute en effet que des politiques d'austérité simultanées pourraient avoir des effets dépressifs sur la croissance de l'UE dans son ensemble. C'est l'un des inconvénients de la nouvelle règle, comme l'a déjà souligné notre collègue Paolo Manasse.

En même temps, cette nouvelle règle ramènerait la dette moyenne/PIB, pour les pays de l'UE qui dépassent la limite

lire la suite ►

QUE FAIRE DE LA DETTE ?

INTRODUCTION

ENJEUX

POINTS DE VUE

REPÈRES

QUIZZ

en 2010, de 89,8 % à 85,3 % en 2013, une valeur systématiquement plus faible que le niveau de 90 % dont Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont montré, dans plusieurs contributions récentes, que c'était un seuil dangereux. La nouvelle règle n'a manifeste-

ment pas suffi à rassurer les marchés financiers quant à l'engagement des pays de l'UE à la discipline budgétaire sur le long terme, mais elle a du sens si l'on souhaite revenir à des niveaux d'endettement qui n'entravent pas la croissance économique.

La BCE au centre du jeu

Son rôle, ses marges de manœuvre

Entretien avec Charles Wyplosz

La Banque centrale européenne est au centre de toutes les attentions, et chacun perçoit aujourd'hui que de ses décisions dépendra en grande partie la résolution ou au contraire l'aggravation de la crise actuelle. Mais quelles sont ses réelles marges de manœuvre ? La cible d'inflation, le financement direct des États, les garanties, tous ces instruments doivent être discutés et leur valeur mesurée à l'aune de la rationalité économique et de la faisabilité politique.

Charles Wyplosz est professeur d'économie à l'Institut de hautes études internationales et du développement (Genève). Il a été conseiller auprès du gouvernement de la Fédération de Russie entre 1992 et 1998, consultant auprès du FMI, de la Banque mondiale, et du Harvard Institute for International Development. Il est directeur de programme en macro-économie internationale au Centre for Economic Policy Research (CEPR). Il est aussi membre du groupe d'économistes indépendants conseillers auprès du président de la Commission européenne.

On sait que la Banque centrale européenne, depuis plus d'un an déjà, intervient sur le marché secondaire pour racheter des obligations d'État. Pourquoi ne pourrait-elle pas le faire sur le marché primaire, c'est-à-dire en les achetant directement aux institutions nationales qui émettent de la dette ?

C'est une bonne question, et il y a deux réponses différentes. La première est juridique : cela lui est interdit par ses statuts. La seconde est économique, et c'est le fondement de la réponse juridique : en prêtant directement aux États, une banque centrale introduit deux risques. Le premier est la discrétion qui est, et c'est une leçon de l'histoire économique, la mère de toutes les inflations. Le second est que le taux d'intérêt peut être un cadeau au gouvernement qui a émis la dette. C'est pour ces deux raisons qu'on considère qu'il vaut mieux laisser les marchés décider eux-mêmes de la prime de risque qu'ils font payer aux États. D'où, de la part de la BCE, le choix d'intervenir sur le marché secondaire, c'est-à-dire à la lumière du jour. Le problème en ce moment est que cette prime est énorme et que, dans certains pays, elle

contribue en elle-même à alourdir la dette publique.

Peut-on alors imaginer que les banques centrales nationales interviennent, en rachetant les obligations de leurs États respectifs ?

On retombe sur la même impossibilité, puisque les banques centrales des différents États membres sont techniquement des filiales de la BCE : elles ne peuvent mener aucune opération de type monétaire sans l'aval de la BCE. Et ce qu'on appelle couramment « la BCE » est ici en réalité le Système des banques centrales européennes, qui est dirigé par un Conseil des gouverneurs : les six membres du directoire de la BCE et les 11 gouverneurs des banques centrales des États membres de la zone euro. Or les 17 doivent prendre un point de vue global, sans se préoccuper du sort de leur pays d'origine.

On entend ici et là l'idée qu'il serait possible de s'en sortir par l'inflation, qui aurait l'avantage d'éroder la valeur de la dette.

lire la suite ►

On l'entend, certes, mais on est très loin d'avoir au sein de l'eurozone un consensus politique en faveur de cette solution, qui présente de multiples inconvénients. En temps normal, une banque centrale doit être d'une prudence extrême, pour ne pas créer d'inflation, mais nous vivons une période historique, et l'inflation ne menace pas. Bien au contraire, si la récession que pronostiquent les prévisionnistes se produit, nous ferons face à un risque de déflation. Pour l'instant, donc, le risque inflationniste n'est pas, et ne peut pas être le sujet.

Néanmoins, accélérer l'érosion de la dette en usant de l'inflation n'a jamais été considéré sérieusement, en tout cas pas dans la communauté des économistes : on connaît trop le prix et la valeur de la stabilité monétaire, acquise dans la douleur. En revanche, une discussion plus intéressante a eu lieu, relayée notamment par le chef économiste du FMI Olivier Blanchard, à propos de la cible d'inflation à 2 % qui pourrait être relevée à 4 % *tout en restant dans le cadre de la stabilité monétaire*, j'insiste sur ce point. La crise montre en effet que, dans une situation grave, les marges de manœuvre normales de la politique monétaire (dans le cas de la BCE, monter ou baisser les taux d'intérêt de quelques quarts de points) sont limitées, notamment si l'on veut mener une politique d'expansion – car c'est d'abord par la croissance que l'on résorbera la dette. La baisse des taux d'intérêts peut aider à relancer l'économie, en conduisant les acteurs à préférer dépenser qu'épargner. Mais avec une inflation faible, comme c'est le cas en Europe, la baisse est limitée, et donc la stimulation de la demande qu'on peut obtenir d'une baisse est limitée elle aussi. Si on part d'un total « inflation + coût du crédit » de 4 % (2 % d'inflation + un

taux directeur de 2 %), on a moins de marges de manœuvre que si on part d'un total « inflation + coût du crédit » de 6 % (4 % d'inflation + un taux directeur de 2 %). C'était le sens de la proposition du FMI. Et le raisonnement d'Olivier Blanchard consistait, non pas à remettre en cause l'objectif de stabilité des prix qui est en quelque sorte la boussole des banques centrales, mais à se demander si on ne pouvait remplir cet objectif avec un taux d'inflation de 4 % et non plus de 2 %.

La question se pose en effet. Mais la BCE a choisi d'interpréter sa mission de veiller à la stabilité des prix de façon très restrictive. Alors même que la Bundesbank, dans les années qui ont précédé la création de l'Euro, était en moyenne à 4 % ! La cible de 2 % est donc contestable, et on pourrait espérer que la BCE évolue sur ce point. Mais on ne peut guère lui demander autre chose, car cela supposerait de changer les traités, ou de s'exposer à un recours devant la Cour de justice des communautés européennes.

De quels instruments la BCE dispose-t-elle alors aujourd'hui pour surmonter la crise ?

Tout d'abord, il faut prendre une idée des chiffres en question. Si l'on prend les pays fragilisés au sein de la zone euro, on parle d'un total de 5 000 ou 6 000 milliards de dette, 4 000 si on exclut la dette française. Or le PIB de l'Allemagne, par exemple, n'est que de 2 000 milliards d'euros. On est donc à des montants de dette qui fait que personne au monde ne peut financer directement. Le FMI a des capacités de 400 milliards, la Facilité européenne de stabilité financière de 250 milliards. La seule institution qui soit capable de garantir ces dettes, c'est la BCE.

lire la suite ►

Une banque centrale n'est en effet pas une institution comme une autre. Elle a le pouvoir de pouvoir créer autant de monnaie qu'elle le souhaite. Et sans pour autant qu'elle mette en œuvre cette possibilité, elle peut menacer de le faire. La solution alors est simple : la BCE peut et doit garantir toutes les dettes publiques des pays de la zone euro. La garantie n'a pas besoin d'être totale, car une garantie partielle suffirait.

Imaginons que la BCE déclare garantir les dettes publiques européennes pour la moitié de leur valeur. En d'autres termes, elle s'engage à acheter à moitié prix toutes les dettes qui lui seront présentées. Mais elle n'aura pas à le faire, et ce pour deux raisons. D'abord, parce que sa crédibilité est aussi infinie que ses ressources ; le dire suffira, c'est la beauté des garanties. Ensuite, il n'est pas dans l'intérêt de ceux qui détiennent ces dettes de les vendre à moitié prix. La seule exception, peut-être, concerne la dette grecque qui se vend aujourd'hui à 40 % de sa valeur, mais cette décote reflète surtout l'angoisse des marchés financiers, qui s'évaporerait dès que la BCE aura annoncé sa garantie.

Si les marchés paniquent, c'est en effet qu'ils ne voient aucune limite à leurs pertes potentielles. Ils savent qu'ils s'exposent à des pertes, et ils les accepteront pour peu que ces pertes soient mesurables. Autrement dit, il leur faut un prix plancher, et c'est tout l'intérêt d'une garantie, même partielle. Si la BCE offre cette garantie à 50 %, le cours de la dette grecque s'établira immédiatement à la moitié de la valeur nominale. La dette italienne s'échangera à, disons, 70 % de sa valeur, et ainsi de suite pour les pays en difficulté. Le marché déterminera ce qu'il est plausible d'espérer. Il ne restera plus aux

gouvernements concernés qu'à sauter le pas tant attendu et renégocier leurs dettes publiques avec leurs créanciers. Le montant de la décote sera facile à déterminer, il suffira de se baser sur les cours de marché. Ces négociations prendront du temps, quelques mois sans doute, mais on sera passé d'une situation de crise apparemment sans fin à l'étape suivante, celle de la résolution de la crise.

L'opération ne devrait rien coûter, ou presque à la BCE. Si elle achète des dettes à 50 % de leur valeur et que la remise finalement négociée est de moins que 50 %, elle fera même un profit. Dans le cas extrême de la Grèce, qui pourrait répudier la moitié de sa dette, l'opération sera blanche. Bien sûr, le montant de la garantie de 50 % n'est qu'une illustration. La BCE devra réfléchir soigneusement pour fixer ce montant, et sans doute le négocier à l'avance avec les pays concernés. Mais le caractère partiel de la garantie sera l'élément qui permettra d'amorcer le processus de remise de dettes, le grand tabou de la crise depuis ses débuts.

Mais si la BCE refuse ?

C'est précisément ce qu'elle s'obstine à faire, pour des raisons que j'ai du mal à comprendre mais qui sont assurément politiques ou symboliques, plus qu'économiques. Dans ce cas, on peut suivre l'idée avancée par Daniel Gros et Thomas Mayer, qui ont proposé ce que j'appellerais une « feuille de vigne ». En gros, que la BCE n'intervienne que via la Facilité européenne de stabilité financière, en transformant celle-ci en banque et en lui accordant une garantie illimitée. C'est un peu complexe à construire, car la FESF est un organisme un peu bizarre, sans staff, mais on pourrait parfaitement imaginer d'en faire une boîte à lettres.

lire la suite ►

QUE FAIRE DE LA DETTE ?

INTRODUCTION

ENJEUX

POINTS DE VUE

REPÈRES

QUIZZ

Pour le moment, la BCE continue à acheter de la dette sur les marchés secondaires et au lieu de sécuriser les marchés, elle contribue à les déséquilibrer. Les marchés attendent, puis bougent, en une sorte de jeu de chat et de la souris avec la banque cen-

trale pour voir si elle continuera ou pas. Si la situation est aussi anxiogène aujourd'hui, c'est bien parce qu'on utilise des demi-mesures et que les marchés sont en attente d'un cadre plus stable. Il est urgent, croyez-moi, de s'en rendre compte.

Une intervention massive de la BCE est nécessaire, mais pas suffisante

Quelques leçons de l'expérience britannique

par Sony Kapoor

Un nombre croissant de commentateurs considèrent qu'une intervention accrue de la BCE pourrait être une solution miracle. Mais ce ne sera pas le cas. Certes, un appui supplémentaire de la BCE pour aider à endiguer la panique dans la crise de l'euro est aujourd'hui indispensable. Mais il est essentiel d'examiner jusqu'à quel point son intervention suffirait à renverser la situation. L'exemple britannique offre quelques points de comparaison dont il faut tirer les leçons.

Ancien banquier d'investissement et conseiller auprès du Parlement européen, Sony Kapoor est directeur général du think tank international Re-Define (<http://www.re-define.org/>), basé à Londres, qui a publié une première version de ce texte, en anglais. Il a été parmi les tout premiers, début 2010, à plaider pour une intervention de la BCE sur les marchés obligataires.

Réfléchissons un peu. Imaginez que la BCE choisisse d'intervenir massivement, ou accepte de garantir les obligations italiennes ou, disons, espagnoles. Qu'est-ce qui se passera alors ? Idéalement, les coûts d'emprunt pourraient descendre à un niveau plus proche des 3 % -4 % d'avant la panique. Mais ne nous emballons pas : ce n'est que le meilleur scénario, et il semble aujourd'hui hautement improbable, car le Conseil des gouverneurs de la BCE est divisé et faute de consensus il ne sera sans doute pas disposé à utiliser toute sa puissance de feu. Il est beaucoup plus probable que la BCE accepte de s'engager mais fixe un objectif implicite de 5 % ou plus et refuse de prendre un quelconque engagement ouvert. Elle ne sera donc pas en mesure de définir un plancher qui pourrait rassurer le marché sur un horizon suffisamment long.

Mais oublions ces précautions, et imaginons que la BCE intervienne à la manière dont la Banque d'Angleterre a soutenu l'économie britannique, c'est-

à-dire par une politique d'assouplissement quantitatif. Où cela nous mène-t-il ? Il est instructif, ici, d'examiner la situation du Royaume-Uni. Le gouvernement britannique est désormais en mesure d'emprunter sur 10 ans à environ 2 % seulement, alors même que les taux d'inflation demeurent obstinément beaucoup plus élevés et que les taux d'intérêt réels sont donc négatifs et devraient l'être encore longtemps. Il bénéficie également d'un taux de change flexible qui lui a été très utile dans cette crise. Mais l'économie britannique se porte-t-elle aussi bien ? La croissance est-elle revenue ? La réponse est non.

S'il est vrai que le Royaume Uni n'est pas au bord d'un désastre complet, sa situation n'est guère enviable. Pourtant, le meilleur scénario pour l'Espagne et l'Italie est de parvenir à la situation économique du Royaume-Uni à moyen terme. Ce n'est pas une très bonne nouvelle.

C'en est même une très mauvaise

lire la suite ►

si l'on considère qu'en réalité, l'Italie et l'Espagne continueront à rencontrer des problèmes supplémentaires, au-delà de ceux qui affectent le Royaume-Uni. Même dans le scénario d'intervention massive de la BCE, les coûts d'emprunt espagnol et l'italien ne seront pas ramenés au niveau des taux dont bénéficie l'État britannique. Pas plus qu'ils ne pourront bénéficier d'ajustements économiques grâce à des taux de change flexibles. Enfin, et c'est tout aussi important, d'autres interventions de la BCE sont susceptibles d'être conditionnées à une austérité beaucoup plus stricte dans le court terme, qui devrait sûrement mettre en récession les pays ainsi renfloués.

Pour mettre les choses en perspective, en pourcentage du PIB, l'intervention de la BCE sur les marchés obliga-

taires souverains représente à peine un dixième de ce que la Banque d'Angleterre a fait pour le Royaume-Uni. Tout ce que la BCE pourra faire d'autre, c'est d'endiguer la panique immédiate et d'acheter, pendant un, deux ou trois ans, la dette des emprunteurs souverains en difficulté.

Au-delà, l'UE a désespérément besoin de croissance et donc d'une stratégie de croissance, dans laquelle l'intervention de la BCE devra s'inscrire. Pour être capable de la définir l'UE doit s'affronter aux grandes lacunes structurelles et institutionnelles de la construction de la zone euro.

Les voies d'une sortie de crise

.....

Exemples historiques et solution européenne

par Michel Aglietta

Depuis la Deuxième Guerre mondiale, différents pays ont eu affaire à de graves difficultés. En les examinant, on comprend que pour sortir de la crise par le haut, une politique de croissance est nécessaire à l'échelle européenne. Cela demande de revoir profondément la gouvernance de l'Europe.

Économiste, ancien professeur à l'université Paris X, conseiller au Centre de prospective et d'information internationale (Cepii), Michel Aglietta est l'auteur de nombreux ouvrages dont *La Crise* (Michalon, 2008), qui a reçu le prix de l'Excellence économique. Ces pages sont une étape d'un travail en cours, un ouvrage à paraître début 2012 chez le même éditeur, sur l'Union économique et monétaire.

Une résolution radicale de la crise suppose d'abord de reconnaître que la Grèce est insolvable, et d'en tirer les conséquences – notamment en traitant la question des pertes subies par ses créanciers. Elle exige ensuite de gérer l'impact de cette situation sur la dynamique des marchés et d'éviter la contagion. Cela implique une transformation du rôle de la Banque centrale européenne, qui doit apparaître comme un prêteur de dernier ressort. Mais avant d'énoncer les axes d'une politique qui mènerait à une transformation profonde de la gouvernance en Europe, il faut prendre appui sur des exemples historiques.

Face à un problème grave de soutenabilité des finances publiques, on peut repérer quatre modes de consolidation budgétaire de grande ampleur.

Consolidations budgétaires

Le premier est l'hyperinflation. L'exemple le plus connu est l'Allemagne de 1923. La principale vertu de cette solution est d'annihiler la dette interne – on détruit de la monnaie et ce faisant, on fait en quelque sorte disparaître les créances. Mais cette

solution force à renégocier la dette externe. Pour l'Allemagne, ce fut le plan Doze de 1924. Et surtout, vu les dégâts considérables en interne, plus personne en Europe n'est prêt à accepter cette solution. Encore aujourd'hui, cela reste un souvenir traumatisant pour les Allemands, qui explique en grande partie leur obsession sur l'inflation.

Deuxième mode de consolidation, la destruction de capital. L'exemple majeur, ici, c'est bien sûr la Grande Dépression, avec un enchaînement de faillites bancaires, qui entraînent un effondrement économique et des faillites d'entreprises. Le capital réel est détruit, et avec lui la dette adossée au capital. C'est une façon particulièrement brutale de se débarrasser des dettes, et le cycle de destruction de capital se perpétue jusqu'à la récupération par le bas. Lors de la crise de 1929, il a fallu attendre 1933, après une baisse cumulée de 30 % du PIB américain, pour que les autorités décident de mettre un terme à la dégringolade. En Russie, lors de la longue dépression entamée en 1991 et qui a culminé avec la crise du rouble en 1998, on a vu une destruction de 60 % du PIB avant d'atteindre le plancher.

lire la suite ►

Le troisième mode de consolidation est la stagnation à la japonaise, un exemple moins connu du grand public mais qui dure depuis vingt ans et que les économistes ont eu tout loisir d'étudier. L'Europe, d'une certaine façon, en prend le chemin, mais il faut savoir qu'il lui sera difficile de suivre longtemps cette voie, car elle requiert des conditions : il faut un État, une nation, et une banque centrale qui applique en permanence, et sur une longue durée, une politique de taux d'intérêts égaux à zéro. Cela exige bien sûr de la part de l'État japonais une politique d'ajustement budgétaire permanent, pour éviter d'entrer dans une spirale à la baisse. Il faut également, pour que cela fonctionne, une forte demande externe, et de grandes entreprises possédant la force industrielle pour satisfaire cette demande. Si la dette japonaise, qui représente environ 220 % du PIB, reste soutenable, c'est aussi que 95 % de la dette publique est détenue par les résidents. Il s'agit d'une épargne captive : l'essentiel de l'épargne des ménages japonais est porté par le système postal, qui oriente l'essentiel des flux vers les emprunts d'État. Les investisseurs institutionnels sont quant à eux obligés par leur statut d'acheter de la dette publique. L'État japonais n'a donc aucun problème pour placer ses obligations et emprunter à un taux très bas. La charge de la dette est ainsi maintenue artificiellement à un niveau soutenable, et les recettes fiscales suffisent à la financer. Et tout cela contribue à ce que l'on pourrait nommer un désendettement contrarié de la dette privée.

Le modèle japonais est intéressant, mais il est évident au vu de ces éléments qu'il serait quasiment inapplicable en Europe. Tout d'abord, les taux d'intérêts sont trop hauts, ensuite, on ne pourrait contraindre l'épargne privée

comme l'ont fait les Japonais, et surtout l'Europe n'est pas un pays, dont l'ensemble des citoyens peuvent se serrer la ceinture pour la survie collective. On retrouve ici la question de l'hétérogénéité, qui contraint énormément les solutions européennes.

La voie de la croissance

Il faut donc considérer avec attention la quatrième voie, qui est celle de la croissance. Le modèle historique, ici, c'est la façon après 1945 dont le Royaume-Uni et les États-Unis ont géré et acquitté leur énorme dette de guerre. Pour les Britanniques, cela représentait 260 % du PIB, et pour les États-Unis 130 %. Pour l'essentiel, c'est une politique de croissance économique qui leur a permis de résorber cet endettement.

Il faut comprendre que la consolidation de ce type de dette est un processus de longue durée. Les Américains en sont sortis vers 1965, et il a fallu encore plus longtemps au Royaume-Uni. Il est donc essentiel de se forger une stratégie de long terme de trajectoire des dettes publiques, et de la faire reconnaître par les citoyens et les investisseurs, puisque ceux-ci ont tendance à désertir. Cela implique un changement profond dans les pratiques budgétaires, où jusqu'à présent on raisonnait surtout au rythme des lois de finances annuelles. Désormais, et c'est déjà le cas, il faudra se montrer capable de présenter des projections et des engagements crédibles.

Un deuxième élément se révèle important dans ce modèle : le taux d'intérêt réel sur la dette a toujours été inférieur au taux de croissance. Il est vrai que les exemples britannique et américain datent d'un temps où les États régu-

lire la suite ►

laient la finance. Aux États-Unis, ainsi, l'indépendance de la Fed a été suspendue jusqu'en 1951, et après cette date un objectif clair lui a été fixé de limiter la hausse des taux longs. Aux États-Unis, les taux d'intérêts réels servis par l'État fédéral ont ainsi été négatifs pendant un quart de la période 1945-1980. Et dans le cas britannique pendant la moitié du temps !

Troisième élément, une politique de croissance. À ce titre les premières années sont déterminantes. Aux États-Unis, cela fut le plan Marshal, dont un enjeu essentiel était de ranimer l'investissement interne via l'exportation de biens d'équipements. C'est quelque chose que l'on pourrait envisager aujourd'hui en Europe. La guerre de Corée fut un deuxième facteur de dynamisme pour l'économie américaine, avec une légère remontée de la dette mais un effet positif pour l'économie. Au total, on observe une stimulation publique de 1945 à 1953.

Pour résumer, ce modèle exige une banque centrale dont l'objectif est lié à la gestion de la dette publique, une politique budgétaire tournée vers le long terme, et une impulsion de croissance.

Travailler sur le long terme

Cela nous amène donc à formuler une nouvelle question : qu'est-ce qu'un point de vue de long terme sur les finances publiques ? La situation des États-Unis après 1945 reste spéciale, mais on peut se tourner vers des exemples plus récents, la Suède et la Finlande du début des années 1990. Les deux pays ont connu en 1992-1993 une crise financière grave, sous l'effet de l'explosion de la bulle immobilière.

La réponse qui fut apportée à cette crise fut, dans les deux cas, remarquable. Elle tient largement au fait qu'il s'agissait de nations capables d'un fort consensus politique, relayé par des institutions de la société civile capable de faire vivre ce consensus dans la vie économique. Il y a là un acquis institutionnel très important, notamment l'habitude des partenaires sociaux de conclure des négociations gagnant-gagnant. Cette productivité des institutions est spécifique aux pays nordiques, et il faut bien admettre que l'Europe en est loin. Mais il n'empêche que l'on peut s'inspirer de ce que ces pays ont su mettre en œuvre.

Trois axes définissent cette politique. Le volet macro est marqué par une dépréciation du change, qui se traduit immédiatement par une croissance de la demande externe. Cela évite la récession, en garantissant une reprise rapide. Et le consensus politique peut ainsi se maintenir plus facilement.

Le deuxième volet est une restructuration musclée et immédiate des banques : nationalisations partielles, création de *bad banks* pour loger les actifs toxiques, tout cela a permis aux banques, mises en danger par l'explosion de la bulle immobilière, de reprendre très vite la distribution de crédit, indispensable au reste de l'économie. J'insiste sur la cure d'assainissement qu'a subie le secteur bancaire : à la faveur de sa recomposition, les anciens dirigeants ont été remerciés et une partie des actionnaires a été éliminée.

Le troisième volet est une transformation du système productif, par une politique industrielle bien conçue qui a permis de se repositionner sur les secteurs en développement, comme

lire la suite ►

les nouvelles technologies. Le budget a été largement redéployé, et un effort particulier a été mis sur la recherche et développement et l'éducation. Les résultats sont aujourd'hui spectaculaires, alors que les Finlandais partaient de loin, et que les Suédois connaissaient depuis des années une érosion de leur modèle industriel.

Une question politique et institutionnelle

Ces deux exemples sont des expériences réussies, que l'on ne saurait reprendre à l'identique, ne serait-ce que du fait de la taille de l'Europe et du caractère généraliste de son industrie, qu'on peut certes réorienter mais qu'on ne saurait spécialiser comme l'ont fait ces petits pays. De la même façon, les exemples américain et britannique sont d'une autre époque. Mais on peut cependant tirer des leçons de toutes ces réussites, et repérer des principes.

Le premier, c'est que la gouvernance de l'Europe doit être modifiée, avec une transformation des traités qui verra une avancée vers le fédéralisme et dans ce nouveau cadre une modification du mandat donné à la banque centrale : à l'objectif de stabilité financière doit s'ajouter celui de la croissance. Un enjeu de régulation se fait jour également, avec un élargissement des pouvoirs des trois régulateurs européens. Aujourd'hui, ils se contentent de coopérer avec les banques, qui relèvent des régulateurs nationaux. La crise a rendu évident le besoin d'une politique macroprudentielle de maîtrise du crédit privé, et il est évident que la BCE doit en tenir compte, car en se contentant de mener une politique de stabilité des prix, elle peut à nouveau laisser gonfler des bulles ici ou là.

Cette évolution suppose un dialogue avec la puissance publique, comme c'est le cas partout ailleurs dans le monde. Il faut donc créer une autorité budgétaire européenne. On a déjà fait quelques pas dans cette direction, avec les « semestres européens », qui voient les États présenter des pré-budgets examinés par la Commission en lien avec la situation macroéconomique. Il faut développer ce mécanisme, en y intégrant le Parlement européen, qui pourra émettre des recommandations, et le Conseil européen, qui arbitrera. Et les lois de Finances des différents pays devront respecter ces arbitrages.

Mais tout cela ne pourra marcher que s'il existe une coopération qui aille au-delà du budget, et qui embrasse notamment la politique par rapport au reste du monde (commerce, balance des paiements), l'euro, le *policy mix* européen... L'enjeu est bien pour les autorités de se mettre en état de dialoguer avec la BCE. Il faudra aussi un minimum d'harmonisation fiscale, ce qui passera par la suppression des places *off shore* en Europe, afin d'éviter la mobilité artificielle du capital. Enfin, comme tous les pays sont en situation de prudence budgétaire, il est temps de passer à une fiscalité européenne – non pas pour distribuer des prestations, mais pour investir.

À lire

.....

- **Crise de l'euro : les solutions au banc d'essai**, *Alternatives Économiques* n° 307, novembre 2011
- **Banques, Grèce, austérité... l'engrenage**, *Alternatives Économiques* n° 306, octobre 2011
- **La crise, Acte III**, *Alternatives Économiques* n° 305, septembre 2011
- **La crise**, *Alternatives Économiques*, hors-série 43 bis, avril 2010

- **Le détail des propositions de Jacques Delpla et Jacob von Weizsäcker** (en français) : <http://blogs.lesechos.fr/les-echosnoclastes/dette-bleue-et-dettes-rouges-pour-sauver-l-euro-a3903.html>
- **La proposition de Juncker et Tremonti** (en anglais) : http://www.gouvernement.lu/salle_presse/actualite/2010/12-decembre/06-juncker/index.html
- **Une explication de Michel Aglietta sur les origines de la crise** : <http://gesd.free.fr/agliette.pdf>
- **Un résumé des analyses du rapport Pébereau de 2006 sur la dette publique française** : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/dette-deficits-publics/dette-publique-multipliee.shtml>
- **Le site de l'Agence France Trésor, qui présente de nombreux chiffres et indicateurs** : <http://www.aft.fr/>
- **Le rapport sur la dépense publique et son évolution, sur le site du ministère du Budget** : <http://www.budget.gouv.fr/depense-publique-saisir-enjeux-et-comprendre-evolution>

Questions

.....

1/ Qu'est-ce qu'un marché obligataire ?

- A : Un marché sur lequel les États se financent
- B : Un marché qui impose des règles drastiques aux États
- C : Un marché où seuls les pays fiables peuvent se financer

2/ Qu'est-ce que le triple A ?

- A : La marque d'une andouillette de qualité
- B : La note maximale des agences de notation
- C : La note attribuée par les banques aux pays qui remboursent leur dette

3/ Qu'est-ce que la règle d'or ?

- A : Une loi qui inscrit le retour progressif à l'équilibre budgétaire dans la Constitution
- B : Une loi européenne qui oblige les pays à être solidaire en cas de crise
- C : Une disposition inscrite dans la Constitution européenne qui oblige un pays à rembourser une partie de sa dette

4/ Qu'est-ce qu'un défaut de paiement ?

- A : C'est lorsque d'un pays refuse de payer sa dette externe
- B : C'est lorsque que le déficit public d'un pays dépasse les 80 % du PIB
- C : C'est ma situation à chaque fin de mois

5/ Qu'est-ce qu'un CDS (Credit default swap) ?

- A : Une sorte d'assurance qui protège du risque de défaut de paiement
- B : Un contrat de protection financière entre acheteurs et vendeurs
- C : Un bon moyen de spéculation

6/ Qu'est-ce que la troïka ?

- A : Organe chargé d'effacer une partie des dettes publiques des pays en crise
- B : Organe qui surveille et gère les pays en crise
- C : Un alcool russe

7/ A quoi sert le Fonds européen de stabilité financière (FESF) ?

- A : A venir en aide aux petits pays
- B : A venir en aide aux pays qui aident les petits pays
- C : A venir en aide à n'importe quel pays en crise.

8/ Dans quel pays le bouclier fiscal n'existe pas ?

- A : En Allemagne
- B : En Suisse
- C : Au Danemark

9/ Quel est le pays européen où le taux d'épargne est le plus élevé ?

- A : La Suisse
- B : L'Allemagne
- C : La France

10/ Combien y a-t-il de niches fiscales en France ?

- A : Environ 200
- B : Moins de 400
- C : Près de 500

Réponses

.....

1/Réponse A. Un marché obligataire est un marché sur lequel les États mais aussi les entreprises se financent. Rappelons que les États n'empruntent pas aux banques mais via les banques. Les banques empruntent elles-mêmes pour pouvoir prêter auprès des banques centrales mais aussi auprès des ménages qui placent leur argent. Lorsqu'un État souhaite s'endetter, il émet une obligation.

2/Réponse B. C'est la note maximale attribuée par les agences de notation pour les États dits « fiables ». Le risque, c'est-à-dire la capacité à rembourser, est évalué par les agences de notation. Plus il y a de risque, plus le taux de prêt est élevé.

3/Réponse A. La « règle d'or » est l'inscription dans la Constitution des règles prévoyant un retour progressif à l'équilibre budgétaire. Elle est à l'étude en France, en Italie et aux Pays-Bas. Elles existent déjà en Allemagne, en Angleterre et en Espagne. En revanche, il n'y a aucun projet de prévu en Irlande et en Belgique, la règle d'or est jugée inutile en Finlande. Quant au Portugal et à la Grèce, ils n'ont pas vraiment le choix...

4/Réponse A. Lorsqu'un pays refuse de payer sa dette externe, il se trouve en défaut de paiement. Cette décision entraîne généralement une chute de confiance des créanciers publics et privés, qui seront ainsi découragés à accorder au pays concerné tout nouveau prêt et à investir dans le pays. L'effet à court terme d'un défaut sur la dette est l'arrêt des flux de remboursement.

5/Réponse A, B et C. Les CDS sont des contrats de protection financière entre acheteurs et vendeurs développés dans les années 90. Un CDS sur la dette souveraine est essentiellement une forme d'assurance, selon laquelle l'acheteur verse une prime régulièrement et qui est payé en contrepartie si le pays fait défaut sur sa dette. C'est aussi l'un des instruments les plus utilisés par les investisseurs pour mesurer la qualité de crédit d'un émetteur.

6/Réponse B. Dans le cadre de la crise de la zone euro, la troïka désigne l'ensemble formé par les représentants de la Commission européenne, de la Banque centrale européenne (BCE) et du Fonds monétaire international (FMI) chargés de négocier avec les pays

recevant une aide internationale et se surveiller leurs finances publiques.

7/Réponse C. Le FESF a été créé en 2010. C'est un fonds commun de créances, approuvé par les 27 États membres de l'Union européenne. Il vise à préserver la stabilité financière en Europe en fournissant une assistance financière aux États de la zone euro en difficulté économique. S'il est adapté pour venir en aide aux petits pays comme la Grèce, l'Irlande ou le Portugal. IL n'est pas calibré pour soutenir un pays comme l'Italie. Le Fonds existera jusqu'à ce que la dernière obligation ait été entièrement remboursée. Il sera remplacé en 2013 par le Mécanisme européen de stabilité.

8/Réponse A. En Allemagne, suite à de nombreux contentieux, la cour constitutionnelle a rejeté l'idée d'un taux maximal d'imposition, se bornant à indiquer que son niveau ne devait pas être « excessif ». En France, il a été plafonné à 50 % par le gouvernement Sarkozy avant d'être supprimé en juin 2011, au Danemark à 59 %, en Suisse à 60 % (dans le canton de Genève), en Finlande, il a été supprimé en 2005.

9/Réponse C. Le taux d'épargne des Français est l'un des plus élevés du monde développé. À eux seuls, les placements en assurance-vie, dont la fiscalité est notoirement avantageuse, pèsent 1 378 milliards d'euros, l'équivalent de 84 % de la dette publique. Contrairement à d'autres pays, non seulement l'économie française n'est pas plombée par un lourd endettement privé mais il suffirait que les ménages désépargnent un peu pour soutenir la consommation et l'activité économique (« La France est-elle condamnée à l'austérité ? », *Alternatives Économiques* n° 305, septembre 2011).

10/Réponse C. Selon la commission des finances, il existe 486 niches fiscales ; en seconde estimation il y en aurait 509. Cela représente un manque à gagner estimé officiellement entre 65 et 75 millions d'euros (16 niches coûtent la moitié de cette somme!). Elles pèseraient au moins le double si l'on tenait compte des niches qui ont été « déclassées » depuis 5 ans, c'est-à-dire soustraites au regard public (lire l'article « les vrais comptes des niches fiscales », *Alternatives Économiques* n° 305, septembre 2011)

Une politique du logement est-elle possible ?
Internet : nouvel espace démocratique ?
Nucléaire : peut-on faire autrement ?
Comment répondre à l'angoisse scolaire ?
Quelle place pour les aînés ?
Comment réduire les inégalités Nord-Sud ?
Nouveaux militants : la fin du politique ?
Quel rythme de vie pour les élèves ?
Le sport peut-il tenir ses promesses sociales ?
Qu'attend-on de la prison ?
Éducation au genre : l'école est-elle prête ?
Quels territoires pour demain ?
Le modèle associatif est-il viable ?
Identité nationale : le débat démocratique
est-il menacé ?
Comment faire vivre la mixité à l'école ?
Quel avenir pour le commerce équitable ?
L'école peut-elle réaliser l'idéal républicain ?
Quelle politique pour la jeunesse ?
Hadopi : quelle économie pour la culture ?
La justice des mineurs doit-elle changer ?

.....
**LES DOSSIERS
DE LA LIGUE DE L'ENSEIGNEMENT**
.....

Directeur de la publication : Jean-Michel Ducomte
Responsable éditoriale : Nadia Bellaoui
Rédacteurs en chef : Ariane Ioannides et Richard Robert
Photo : Olivier Culmann/Tendance Floue
Maquettiste : Brigitte Le Berre
N° ISSN : 2111-417X

www.laligue.org