

Une nouvelle approche de la dette souveraine de la zone euro



La dette publique de la Grèce a été remise à l'ordre du jour de l'Europe. Cela est en effet peut-être la principale réussite du gouvernement grec durant son bras de fer de cinq mois face à ses créanciers. Après des années « à faire semblant », presque tout le monde s'accorde à dire à présent que la restructuration de dette est essentielle. Fait plus important encore, cela n'est pas seulement [vrai pour la Grèce](#).

Propositions

En février, j'ai présenté à l'Eurogroupe (qui réunit les ministres des Finances des Etats membres de la zone euro), un menu d'options comprenant les obligations indexées sur le PIB, que Charles Goodhart [a récemment approuvé](#) dans le *Financial Times*, des obligations perpétuelles pour régler la dette héritée des bilans de la Banque centrale européenne et ainsi de suite. Il est à espérer que le terrain soit à présent mieux préparé pour que de telles propositions puissent prendre forme, avant que la Grèce ne s'enfonce davantage dans les sables mouvants de l'insolvabilité.

Mais la question plus intéressante est la signification de tout cela pour la zone euro dans son ensemble. Les appels prémonitoires de [Joseph Stiglitz](#), [Jeffrey Sachs](#) et bien d'autres à une approche différente de la dette souveraine en général doivent être modifiés pour s'adapter aux caractéristiques particulières de la crise de la zone euro.

Lacune institutionnelle

La zone euro est unique parmi les zones monétaires : sa banque centrale manque d'un Etat pour soutenir ses décisions, alors que ses Etats membres manquent d'une banque centrale pour les soutenir dans des périodes difficiles. Les dirigeants européens ont tenté de combler cette lacune institutionnelle par des réglementations complexes et non crédibles, qui ont souvent échoué à créer du lien entre eux et qui malgré cet échec finissent par étouffer les Etats membres dans le besoin.

Une telle règle est la limite fixée par le Traité de Maastricht à 60 % du PIB de la dette publique des Etats membres. Une autre règle est la clause de « non-renflouement » du traité. La plupart des Etats membres, y compris l'Allemagne, ont violé la première règle, subrepticement ou non, tandis que pour plusieurs autres la deuxième règle a été dépassée par des paquets de financement coûteux.

La restructuration de la dette dans la zone euro est essentielle mais en même temps incompatible avec la

constitution implicite qui sous-tend l'union monétaire

Le problème avec la restructuration de la dette dans la zone euro, c'est qu'elle est essentielle mais en même temps incompatible avec la constitution implicite qui sous-tend l'union monétaire. Lorsque l'économie entre en conflit avec les règles de l'institution, les décideurs doivent soit trouver des manières créatives de modifier les règles, soit assister à l'effondrement de leur création.

Voici donc une idée (issue de l'ouvrage [A Modest Proposal for Resolving the Euro Crisis](#), que j'ai co-signé avec Stuart Holland et James K. Galbraith ; dont une version française a été publiée [par Les Petits matins](#)) visant à recalibrer les règles, à améliorer leur esprit et à s'attaquer au problème économique sous-jacent.

Comment recalibrer les règles ?

En bref, la BCE pourrait annoncer demain matin que dorénavant elle entreprendra un programme de conversion de la dette pour n'importe quel Etat membre qui souhaite participer. La BCE pourrait honorer (contrairement à sa politique actuelle d'achat) une partie de chaque obligation d'Etat arrivant à échéance, correspondant au pourcentage de la dette publique de l'Etat membre autorisé par les règles de Maastricht. Ainsi dans le cas des Etats membres ayant des taux d'endettement du PIB autour de 120 % et 90 %, la BCE devrait honorer respectivement 50 % et 66,7 % de chaque obligation arrivant à échéance.

La BCE pourrait annoncer demain matin que dorénavant elle entreprendra un programme de conversion de la dette pour n'importe quel Etat membre qui souhaite participer

Pour financer ces rachats au nom de certains Etats membres, la BCE pourrait émettre des obligations en son nom propre, garanties uniquement par la BCE, mais remboursées en totalité par l'Etat membre. Relativement à l'émission d'une telle obligation par la BCE, la BCE serait tenue en même temps d'ouvrir un compte de débit pour l'Etat membre au nom duquel elle a émis l'obligation.

L'Etat membre serait alors légalement obligé d'effectuer des dépôts sur ce compte pour couvrir le capital et les intérêts des obligations de la BCE. En outre, le passif de l'Etat membre vis-à-vis de la BCE bénéficierait du statut de super-ancienneté et serait assuré par le Mécanisme Européen de Stabilité contre le fort risque de faillite.

Cinq avantages

Un programme de conversion de la dette de ce type présenterait cinq avantages. Premièrement, contrairement à l'assouplissement quantitatif actuel de la BCE, il n'impliquerait aucune monétisation de la dette. Ainsi il ne courrait aucun risque de faire gonfler des bulles de prix des actifs.

Deuxièmement, le programme causerait une grande baisse dans les paiements des intérêts globaux de la zone euro. La partie de la dette souveraine de ses membres conforme à Maastricht serait restructurée à de plus longues échéances (égales à l'échéance des obligations de la BCE) et aux taux d'intérêt ultra-bas que seule la BCE peut rechercher sur les marchés financiers internationaux.

Le programme causerait une grande baisse dans les paiements des intérêts globaux de la zone euro

Troisièmement, les taux d'intérêt à long terme de l'Allemagne seraient inchangés, parce que l'Allemagne ne garantirait ni l'arrangement de conversion de la dette, ni ne garantirait les problèmes d'émission d'obligations de la BCE.

Quatrièmement, l'esprit de la règle de Maastricht sur la dette publique serait renforcé et l'aléa moral serait réduit. Après tout, le programme augmenterait sensiblement le taux d'intérêt réparti entre la dette conforme à Maastricht et la dette qui reste entre les mains des Etats membres (qu'ils n'étaient auparavant pas autorisés à accumuler).

Enfin, les obligations indexées sur le PIB et d'autres outils pour traiter judicieusement la dette non-viable pourraient être appliqués exclusivement à la dette des Etats membres non couverte par le programme et conformément aux meilleures pratiques internationales pour la gestion de la dette souveraine.

Impasse politique

La solution évidente à la crise de l'euro est une solution fédérale. Mais il est probable que cette fédération sortira amoindrie, et non pas renforcée, d'une crise qui a tragiquement dressé une nation fière contre les autres.

En effet, toute union politique que l'Eurogroupe pourrait approuver actuellement serait disciplinaire et inefficace. En outre, la restructuration de la dette que la zone euro (et pas seulement la Grèce) recherche désespérément, est peu susceptible d'être politiquement acceptable dans le climat actuel.

Mais il existe des moyens par lesquels la dette pourrait être restructurée intelligemment, sans aucun coût pour les contribuables et d'une manière qui favoriserait le rapprochement entre les Européens. Le programme de conversion de la dette proposé ici est une étape dans cette direction. Son adoption pourrait aider à panser les blessures de l'Europe et à préparer le terrain pour un débat nécessaire au sein de l'Union européenne, en vue de déterminer le genre d'union politique que les Européens méritent.

Copyright : [Project Syndicate](#), 2015.