



**Institut Veblen**  
*pour les réformes  
économiques*



# Une modeste proposition pour surmonter la crise de l'euro

**OCTOBRE 2011**

**Yanis VAROUFAKIS**, professeur d'économie à l'université d'Athènes en Grèce.

**Stuart HOLLAND**, professeur invité au département d'économie de Coimbra, Portugal ; Il a enseigné à l'université du Sussex et a été membre du Parlement du Royaume-Uni.

Dans cet article **S. HOLLAND** et **Y. VAROUFAKIS** présentent leur « modeste proposition » pour remédier à la crise de l'euro. Cette proposition ne nécessite aucune réforme institutionnelle ou constitutionnelle. C'est là, toute sa force. Les auteurs y décrivent une solution d'ensemble qui se décline en trois volets, sur la base de trois grands principes :

1. Il s'agit de s'attaquer aux trois grandes dimensions de la crise actuelle (crise bancaire, crise du sous-investissement et crise de la dette souveraine), au lieu de se concentrer exclusivement sur le problème de la dette souveraine.
2. de restructurer une partie de la dette souveraine et des dettes des banques,
3. sans avoir recours à des transferts fiscaux, c'est-à-dire à l'argent du contribuable.

Et c'est parce que cette proposition ne nécessite ni fédération, ni union fiscale, ni transfert, que ses auteurs la qualifie de « modeste ». L'idée est que les pays-membres transfèrent une tranche de leur dette souveraine à la BCE afin de stabiliser la crise de la dette. Le FESF, au lieu de gérer la dette souveraine des États membres, serait en charge de la recapitalisation des banques (une fois les stress tests passés), et ce en échange d'une participation dans leur capital. Quant à la BEI, elle serait responsable de la mise en place d'un « New Deal » européen, en utilisant à la fois ses propres obligations et les nouvelles euro-obligations. En pratique, cela signifie que la BEI évoluerait vers un mécanisme européen de recyclage des excédents, nécessaire à la survie de toute union monétaire.

---

\*Cette proposition a été présentée pour la première fois en novembre 2010, sous titre « A Modest Proposal for Overcoming the Euro-crisis ». Son contenu a ensuite évolué en fonction des événements survenus au sein de la zone euro et des commentaires des lecteurs. Traduit de l'anglais par Emilie L'Hôte, revu par Aurore Lalucq.

## 1. Introduction

En jouant la carte de l'apaisement avec les agences de notation – celles la même dont la décision d'attribuer un triple A aux actifs toxiques des banques a plongé le secteur financier dans l'insolvabilité – les gouvernements de la zone euro sont en train de faire perdre à l'Europe toute crédibilité vis-à-vis de ses électeurs, des marchés, et, ironie du sort, des agences de notation elles-mêmes. Celles-ci ne croient plus l'Union capable de sortir de la crise de la dette souveraine. Les gouvernements des États membres continuent en effet de creuser – au lieu de chercher à combler – ce qui a d'ores et déjà été reconnu comme un déficit démocratique, et aggravent de ce fait encore un peu plus le cas de la zone euro. L'Europe est tombée dans un cercle vicieux. Animés par la volonté de satisfaire les marchés, les dirigeants européens n'ont pas su maintenir la cohésion économique et sociale de l'Union comme ils s'y étaient pourtant engagés dans les Traités. Ils l'ont au contraire fragilisée par une toute une série de décisions – ou plutôt d'absence de décision – ce qui a eu pour conséquence de venir ajouter à la crise économique, une crise de légitimité. Ce n'est donc plus seulement l'avenir économique de l'UE qui est en danger, mais aussi celui de la démocratie européenne.

Certains gouvernements et certains ministres n'ont pas été aussi conciliants que d'autres, et ont jugé nécessaire d'appeler à la création de nouvelles institutions pour améliorer la gouvernance européenne. Deux types d'appels ont été lancés. Dans la première catégorie, on trouve les appels à plus de fédéralisme, à travers la mise en place de politiques fiscales communes ou des transferts fiscaux au sein de l'Union. Ces demandes ne pourront pas aboutir, en raison du consensus général selon lequel le fédéralisme relève de la mauvaise idée, voire de l'utopie. Dans la deuxième catégorie, on retrouve des propositions similaires à la nôtre, relayées notamment par le Premier Ministre luxembourgeois et président d'Eurogroup, Jean-Claude Juncker, et le Ministre des Finances italien, Giulio Tremonti, mais ont été jusqu'à présent écartées du calendrier officiel. Pendant ce temps, les solutions politiques adoptées en réponse à la crise comprennent toute une nouvelle série de prêts coûteux octroyés à des États membres pourtant déjà insolubles, des mesures d'austérité supplémentaires (qui provoqueront une contraction du revenu national des États) ainsi qu'un projet potentiel de rachat d'une partie de la dette.

Or l'échec du triptyque prêts, austérité et rachat de la dette est parfaitement établi tant d'un point de vue économique que politique. Après l'échec à répétition des négociations entre dirigeants européens les 14 et 25 mars 2011, puis la chute des gouvernements irlandais et portugais, la décision finale sur l'élargissement du fonds de secours du comité du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) a été reportée au mois de juin. L'Allemagne, la Finlande, l'Autriche et les Pays-Bas, pays dont les balances commerciales sont excédentaires, s'opposent à des prêts à capital variable sans responsabilité limitée pour les États membres en crise. L'Allemagne et la Finlande sont également opposées aux transferts fiscaux nécessaires au fonctionnement du FESF et à celui du Mécanisme Européen de Stabilité censé le remplacer dès 2013.

Nous pensons pour notre part qu'aucune de ces mesures n'est réellement nécessaire puisqu'il est possible de gérer la crise de l'euro sans transferts fiscaux, sans rachats d'obligation aux frais du contribuable, et sans amendements aux traités déjà existants. Dans la suite de cet article, nous présentons ce dont l'Europe a besoin dans la situation actuelle :

**1. Les dirigeants européens** doivent tout d'abord s'engager à stabiliser la crise de la dette en laissant l'Union européenne, dont le niveau d'endettement, à moins d'un pourcent de son PIB, est quasi nul (il était même à zéro jusqu'en mai 2010), prendre en charge une partie de la dette nationale de ses membres.

**2. La Banque centrale européenne (BCE)** doit ensuite mutualiser cette dette sous forme d'euro-obligations et en assurer l'émission nette. Cela permettrait de créer un marché d'actifs européens extrêmement liquide, de manière à attirer ensuite les investissements des banques centrales des économies excédentaires et des fonds souverains. Ce nouveau marché des euro-obligations, fort de sa grande liquidité, permettra de réduire la volatilité des obligations restantes des États membres, d'attirer les fonds vers le « centre », afin de rendre possible le co-financement de la relance et de faire de la faiblesse actuelle de la zone euro une de ses plus grandes forces.

**3. Il s'agit ensuite d'utiliser cette injection de capital** conjointement avec les fonds levés par la Banque Européenne d'Investissement (grâce à l'émission de ses propres obligations) pour financer le Plan Européen pour la Relance Économique adopté par l'UE en 2008. Ce dernier est actuellement gelé par des politiques

déflationnistes qui risquent de provoquer une récession en double creux (en « W ») en Europe et aux États-Unis.

**4. Cette proposition de relance financée par un système d'euro-obligations**, permettant de convertir l'excédent d'épargne en investissement – au lieu d'avoir recours à une politique monétaire expansionniste – s'inspire en grande partie (et devrait s'inspirer) de l'expérience du New Deal. Cette démarche, assez incroyable, de l'administration Roosevelt consista à raviver la confiance des citoyens en la capacité de leur gouvernement à dominer et gérer les périodes de crise (au lieu d'en être perpétuellement la victime et de tomber dans une sorte de cercle vicieux dans lequel ni l'État ni les marchés n'ont véritablement pris sur la situation).

**5. Il s'agit enfin de contribuer à une relance plus équilibrée** de l'économie mondiale à travers la reconversion des excédents mondiaux en investissements alliant efficacité, utilité sociale et respect de l'environnement, ce qui constitue une des grandes aspirations du G20.

Ainsi la solution à la crise réside moins dans un transfert fiscal que dans un transfert de tranche, qui consisterait à faire passer une partie de la dette et des emprunts nationaux vers des euro-obligations gérées et émises par la BCE. L'Institut Bruegel a récemment recommandé la création d'une nouvelle institution chargée de l'émission de ces euro-obligations, une proposition déjà suggérée dans un rapport remis en 1993<sup>1</sup> à Jacques Delors. En effet, en raison de la différence qu'il existe entre les obligations visant à stabiliser la dette et celles visant à investir dans la relance, la Banque Européenne d'Investissement (BEI) refuse à juste titre d'assurer l'émission d'euro-obligations.

Mais la crise actuelle de la dette est telle, qu'il n'y a pas vraiment besoin de passer par la création d'une nouvelle institution permanente (comme le Mécanisme européen de stabilité (MES) prévu pour 2013), ou celle d'une institution temporaire (comme le FESF). Ce dont l'Europe a besoin c'est d'une institution suffisamment établie pour gagner le respect des marchés financiers, y compris des

---

<sup>1</sup> C'est Stuart Holland qui, dans un rapport à Jacques Delors en 1993, avait recommandé la création d'une nouvelle institution chargée de l'émission de ces euro-obligations. Delors avait alors inclus cette proposition dans son livre blanc de décembre 1993 intitulé "Croissance, compétitivité, emploi: les défis et les pistes pour entrer dans le XXIème siècle", qui constituait le supplément 6/93 du Bulletin des Communautés européennes.

marchés obligataires mondiaux, et de les dissuader de toute spéculation à court terme.

Un transfert d'une tranche de la dette à hauteur de 60 % du PIB (cf. la Recommandation n°1 ci-dessous) permettrait non seulement de réduire le risque de faillite des États membres les plus vulnérables grâce à une réduction de la charge de leur dette, mais aussi de signifier clairement aux marchés obligataires que les gouvernements européens sont capables de reprendre les choses en mains, d'apporter des solutions proactives à cette crise, et refusent désormais de subir les décisions d'agences de notation sans légitimité démocratique.

Notons que ce transfert de tranche n'équivaut pas à une annulation de la dette, puisque les États membres dont les obligations sont mutualisées par la BCE, continueraient à payer des intérêts mais à un taux cependant bien plus avantageux. Ce mécanisme viendrait également consolider le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), dont la crédibilité a été sérieusement ébranlée en 2005<sup>2</sup>, par la France et l'Allemagne, et qui souffre plus largement d'un certain illogisme macroéconomique. En effet, le processus selon lequel les agences de notation déclassent la dette souveraine des États membres à intervalles réguliers, les obligeant à un refinancement à hauteur de 7 à 10 %, n'est pas viable et fait planer sur l'Europe la menace d'un défaut de paiement.

À l'inverse, un transfert de tranche permettrait de maintenir la portion restante de la dette de la plupart des États membres en dessous des seuils nationaux fixés par le PSC, c'est-à-dire en dessous de 60 % de leur PIB. Cela s'appliquerait même au cas extrême comme celui de la Grèce, dont le taux de surendettement serait ramené à 27 %, chiffre bien plus raisonnable que ses 87 % actuels, comme nous l'expliquons plus en détail dans les Recommandations 1 et 2 de notre « modeste proposition ».

Néanmoins, la stabilisation de la dette ne suffira pas à résoudre la crise politique de l'Europe. La zone euro doit également s'impliquer davantage dans le Plan Européen pour la Relance Économique établi en 2008. Il s'agit – encore une fois – de

---

<sup>2</sup> L'assouplissement du PSC fut instauré en mars 2005 sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France, qui invoquèrent un manque de flexibilité du Pacte en temps de récession. En réalité, cette révision intervint surtout parce que les deux pays étaient les premiers à laisser leur déficit dépasser les seuils fixés par la première version du PSC.

prendre exemple sur le New Deal de Roosevelt, dont le succès inspira à Harry Truman le modus operandi du financement du Plan Marshall, et dont l'Allemagne fut bien sûr l'un des principaux bénéficiaires. Il s'agissait, là aussi, non pas d'un système de prêts aux remboursements coûteux mais d'un programme de subventions et de restructuration de la dette.

En effet, l'idée principale du New Deal était d'emprunter en vue d'investir par l'entremise d'obligations du Trésor américain, plutôt que de réduire les investissements ou d'augmenter les impôts. Tout comme ces obligations n'ont pas augmenté la dette d'États comme la Californie ou le Delaware, il n'y a pas de raison pour que les euro-obligations (qui peuvent prendre modèle sur celles émises par la BEI à son propre compte) viennent augmenter la dette des États membres de l'UE (cf. Recommandation n°3 ci-dessous). L'émission nette d'euro-obligations par la BCE n'implique ni transferts fiscaux, *ni rachat de la dette nationale, ni garanties nationales*, puisque la BEI, qui pour rappel fait deux fois la taille de la Banque Mondiale, émet des obligations sans garanties de ce genre depuis plus de 50 ans déjà. De plus, les euro-obligations émises par la BCE permettraient d'attirer les excédents des banques centrales des puissances émergentes (et des fonds souverains) désireuses d'accéder à un système mondial de monnaie de réserve plus sûr et plus diversifié. Le fait d'inclure une telle proposition dans le Plan Européen pour la Relance Économique – tel qu'esquissé par le Parlement Européen en mars 2009 – présenterait un avantage à la fois pour les États-Unis et pour les économies à la balance commerciale excédentaire, notamment la Chine. A contrario, une contraction de l'économie européenne (du fait de la stabilisation de la dette sans plan de relance) entraînerait forcément une baisse des exportations, ce qui aggraverait le risque d'un scénario mondial de récession en « W ».

**Notre proposition est donc à la fois modeste et radicale, puisqu'elle ne nécessite pas la création de nouvelles institutions. Si pour certains analystes une monnaie commune sans politique fiscale commune est vouée à l'échec, le financement d'euro-obligations en vue d'un « New Deal » européen ne nécessiterait ni la création d'un équivalent du Ministère des Finances américain, ni l'introduction d'une politique fiscale commune, ni le soutien financier de l'Allemagne ou d'autres contribuables, ni la révision des statuts de la Banque centrale européenne, ni la mise en place d'un nouveau**

**gouvernement économique européen, puisque le cadre institutionnel requis est déjà en place.**

Dans le cadre des traités de l'UE en vigueur depuis Maastricht, les chefs d'État et de gouvernement membres du Conseil Européen ont le pouvoir d'établir des « grandes orientations des politiques économiques » pour la conduite des « politiques économiques générales », que la BCE a ensuite l'obligation de « prendre en compte » et de « respecter », mais auxquelles elle doit surtout « apporter son soutien ». Cette formulation, tirée de la constitution de la Bundesbank allemande, fut ensuite simplifiée dans l'article 282 du Traité de Lisbonne comme suit : « L'objectif principal du Système européen de banques centrales est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, il apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union pour contribuer à la réalisation des objectifs de celle-ci ».

Les pressions inflationnistes sur certaines économies européennes, comme d'autres autour du globe, ne sont pas tant dues à une demande excessive qu'à une montée du prix des denrées alimentaires et des matières premières, elle-même liée à la croissance rapide des puissances émergentes, à des facteurs structurels, et surtout aux problèmes de spéculation (qui doivent être résolus de toute urgence, comme l'a reconnu le Président français Nicolas Sarkozy). Il peut être effectivement nécessaire de dédier une plus grande partie des récoltes à la consommation alimentaire qu'à la production de biocarburants. Mais aucune de ces questions ne pourra être résolue par la mise en place de mesures d'austérité en Europe ; en revanche un plan européen de relance assurerait à un plus grand nombre d'entreprises des revenus plus réguliers grâce à un chiffre d'affaires et des bénéfices en hausse (et éviterait que ces mêmes entreprises n'aient recours à une hausse de leurs prix afin de compenser la baisse de leurs ventes liées à une conjoncture déprimée).

Contrairement à certaines objections, il n'est pas nécessaire de modifier les termes de référence de la BIE, puisque sous l'impulsion du Premier Ministre portugais de l'époque António Guterres<sup>3</sup>,

---

<sup>3</sup> C'est le Premier Ministre portugais de l'époque, António Guterres, qui présenta en 1997 à Amsterdam un Programme d'Action Spéciale, invitant la BEI à jouer un rôle plus important dans la politique de cohésion européenne grâce à des investissements dans le domaine de la santé, de l'éducation, du renouvellement urbain et de l'environnement urbain. Le Conseil

le Conseil Européen lui a attribué en 1997 une « mission de cohésion et de convergence » qui lui permet désormais d'investir dans le domaine de la santé, de l'éducation, du renouvellement urbain, des technologies environnementales et des petites et moyennes entreprises.

Depuis lors, le montant des prêts accordés par la BEI a quadruplé pour atteindre 80 milliards d'euros, c'est-à-dire les deux tiers des ressources propres de la Commission Européenne, et pourrait quadrupler à nouveau d'ici 2020, faisant ainsi du Plan Européen pour la Relance Économique une réalité. Un « New Deal » à l'européenne est donc bien plus à portée de main que ne l'imaginent les dirigeants européens, puisque le potentiel de la BEI (comme bras armé en charge de l'investissement du Plan Européen pour la Relance Économique) constitue déjà une réalité macroéconomique, et ce d'autant plus si l'on prend en compte l'effet multiplicateur de ces investissements. Comme nous l'illustrons plus loin (voir page 11), cet effet multiplicateur peut aller jusqu'à tripler la valeur finale des investissements, ce qui signifie que chaque euro investi va créer trois euros supplémentaires dans le PIB.

Ainsi une augmentation des investissements de l'UE par la BEI à hauteur d'1 % du PIB peut rapporter trois fois sa valeur d'origine dans le cadre d'une relance tirée par les investissements. Ce type de relance permettrait donc de générer des investissements supplémentaires et de soutenir le secteur privé au lieu de l'épuiser.

Enfin, la relance macroéconomique préfigurée ici et que l'UE s'est officiellement engagée à mettre en route en 2008, ne nécessiterait ni la surveillance ou le contrôle de la Commission Européenne ou de la BCE, puisque ses critères ont été définis par le Conseil Européen en 1997. L'origine de cette demande n'est pas non plus difficile à déterminer, puisque la crise actuelle est due à la combinaison d'une demande réelle insuffisante entraînant une croissance faible, et d'une considérable demande latente d'investissements dans les domaines sociaux et environnementaux dont la BEI est précisément responsable depuis 1997.

---

Européen de Luxembourg en confirma l'adoption dans la même année. En 2000, le Conseil Européen de Lisbonne invita ensuite la BEI à étendre son influence au financement de la technologie et de l'innovation.

## 2. La nature de la crise

Jusqu'à présent, aucune des réponses apportées par l'Euro-zone n'a été à la hauteur de la crise. Citons, entre autres, l'opération de sauvetage de la Grèce, coordonnée par l'UE et le Fonds Monétaire International en mai 2010, et la création du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) censé venir en aide au reste des membres de la zone euro en pleine tourmente budgétaire (comme l'Irlande, le Portugal et l'Espagne) ; ou encore plus récemment, l'annonce faite par les dirigeants européens d'un accord provisoire sur la création d'un mécanisme permanent (MES) en remplacement du FESF, et d'une série de mesures visant à la stabilisation des économies de la zone euro. Rien de tout cela n'a empêché la crise de s'intensifier, pour la bonne et simple raison qu'il s'agit d'une crise systémique et multidimensionnelle : une crise de la dette souveraine, une crise du secteur bancaire et une crise du sous-investissement. Ainsi, les politiques de l'UE dans les domaines financier, économique et politique ont toutes échoué parce qu'elles ne s'intéressaient qu'à une seule des trois dimensions de la crise : la crise de la dette souveraine. Elles n'ont donc fait que déplacer la crise du secteur bancaire vers le secteur de l'économie réelle, aggravant ainsi les chiffres du chômage et la récession dans toute l'Union excepté son noyau dur économique.

Cette focalisation extrême sur la dette souveraine finit par avoir l'effet contraire à celui escompté, puisqu'elle augmente en fait le rapport entre la dette et le PIB des États membres touchés par la crise au lieu de le réduire. Les prêts lourds et coûteux accordés à des États en crise – et ce malgré leur insolvabilité – ne font que les endetter davantage ; les nouvelles institutions, quant à elles, manquent de crédibilité auprès des marchés, notamment parce que les gouvernements européens ne se sont pas encore mis d'accord sur leurs modalités de fonctionnement, comme dans le cas du FESF ; le recours parfois à des actifs toxiques pour lever les fonds nécessaires aux prêts accordés aux États membres produira inévitablement des effets désastreux (du fait de la logique perverse de défaut de paiement inhérente à ce type de produits), et augmentera la probabilité de contagion au sein de la zone euro ; enfin, la recrudescence des mesures d'austérité entraîne une augmentation du taux de chômage, et une baisse des salaires et des bénéfices dans les États membres victimes de ces nouveaux prêts.

Mais plus directement, c'est la crise du secteur bancaire et celle du sous-investissement qui

continuent de s'aggraver, puisque les banques privées européennes croulent sous les actifs sans valeur qu'ils soient privés ou publics. Ces banques ne sont plus que des sortes de trous noirs dans lesquels la BCE ne cesse désespérément de jeter des liquidités, obtenant en retour tout au mieux l'octroi d'un prêt à une entreprise de temps à autre. Les banques utilisent en fait cet argent pour se recapitaliser sans pour autant réduire le montant de leurs dettes toxiques. En parallèle, le *policy mix* de l'UE visant à s'attaquer à la crise de la dette souveraine relève le plus souvent de mesures d'austérité jugées nécessaires à l'obtention de nouveaux prêts et a pour principal objectif de réduire de moitié les déficits fiscaux d'ici 2013. Ces mesures sont autant de contraintes supplémentaires pesant sur l'activité économique et qui viennent entretenir les prévisions de faillites nationales. Or si le mécanisme mis en place pour venir en aide à l'Irlande et à la Grèce protège effectivement ces pays de l'insolvabilité, il augmente en contrepartie le risque d'insolvabilité des États-membres comme le Portugal et l'Espagne. Au lieu de résoudre la crise, la réponse européenne est en train de la propager. Au bout du compte, les prêts et les systèmes de rachat d'obligations – dont les effets sur la crise de la dette demeurent très limités – ne permettent absolument pas de venir s'attaquer à la crise du secteur bancaire ou à la crise du sous-investissement. C'est pourquoi nous énonçons ici quatre grands principes que nous jugeons nécessaires à la mise en place d'un plan d'action plus complet.

**Principe n°1.** Il faut s'attaquer simultanément aux trois dimensions de la crise (crise de la dette, du secteur bancaire, et du sous-investissement). Il est nécessaire d'attaquer de front la stabilisation de la dette nationale conjointement à la restructuration bancaire. Il s'agit ainsi de contrer la récession de certaines des économies des pays membres, par la mise en application concrète de l'engagement de principe de l'Union sur le Plan Européen pour la Relance Économique, et le respect des engagements inscrits dans les traités européens sur le maintien de la cohésion sociale et économique, actuellement menacée par une stratégie axée exclusivement sur les problèmes de dette et de réduction des déficits.

**Principe n°2.** Ce sont les actionnaires – et non les usagers des banques – qui devraient supporter les frais d'une crise financière dont ils sont les

principaux responsables. Si les comptes des usagers, leur épargne de précaution ou encore les fonds de pension requièrent une réelle protection, ce n'est pas le cas des investissements spéculatifs – risqués par nature. Ce sont pourtant bien ces derniers qui en fait alimentés par les fonds de secours de la BCE. Et même si la mise en lumière des manœuvres de spéculation risque de prendre du temps, il faut arriver dès à présent à un accord de principe, pour que les pertes des banques ainsi que certaines parts de la dette souveraine puissent être restructurées en totale transparence et dans un souci d'égalité sociale, c'est à dire sans être uniquement à la charge des contribuables (qui ne sont pas, rappelons-le, responsables des erreurs commises par les banques).

**Principe n°3.** Pour sortir de la crise, l'UE ne peut pas se contenter d'adopter une posture « réactive »; elle doit devenir plus « proactive » et initier d'elle-même des changements structurels. Par exemple, les contribuables allemands, néerlandais, finlandais et autrichiens ne devraient pas être les seuls à avoir à porter la charge du financement des prêts supplémentaires accordés aux États membres insolubles. Les transferts fiscaux devraient avoir lieu, en amont, dans le cadre des Fonds Structurels Européens à partir des ressources propres de la Commission Européenne, et non uniquement en réponse à la crise de la dette souveraine. Ces changements structurels impliquent bien entendu qu'une part importante de la dette nationale doit être transférée à l'UE et gérée par la BCE sous forme d'euro-obligations.

**Principe n°4.** Ces transferts dits « de tranche » vers les euro-obligations de la BCE ne doivent pas être comptabilisés dans la dette des États, ni même garantis par les États-membres (exactement comme c'est le cas à l'heure actuelle pour les obligations émises par la BEI). On peut faire le parallèle avec la situation étasunienne: les obligations du Trésor américain ne sont pas comptabilisées dans le calcul de la dette des États américains, pas plus que ceux-ci ne sont censés les garantir. Il en va exactement de même pour les euro-obligations: elles n'ont pas besoin et ne doivent pas être comprises dans la dette des États membres de l'UE, pas plus que ces derniers ne sont censés les garantir.

### 3. Trois recommandations principales

#### **RECOMMANDATION N°1 : STABILISER LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE**

**Institution responsable : la BCE**

##### 1.1 Transfert de tranche à la BCE

La BCE prend à son compte une tranche de la dette souveraine de chaque État membre à hauteur de 60 % du PIB.

##### 1.2 Obligations de la BCE

Ce transfert de tranche est mutualisé sous forme d'obligations émises par la BCE (les euro-obligations), comptabilisées dans le calcul de sa propre dette.

##### 1.3 Neutralité fiscale

L'absence de transferts fiscaux signifie que les États membres continuent à payer la charge de leur dette désormais détenue par la BCE. Pour ce faire, chaque État membre participant posséderait un compte débiteur à la BCE, et paierait des intérêts de long terme, au taux le plus avantageux possible (obtenu grâce au statut de la BCE de banque centrale de l'Union). Le transfert à la BCE, d'une part de la dette souveraine des États membres les plus vulnérables permet donc de réduire le poids des remboursements de ces derniers sans pour autant aggraver la dette des autres États membres.

##### 1.4 Réduction de la dette nationale

Le transfert d'une tranche de la dette à la BCE à hauteur de 60 % du PIB permet également à la plupart des États membres de l'Union de maintenir le restant de leur dette nationale en deçà des seuils fixés par Maastricht, ce qui leur évite d'avoir à se soumettre aux termes de référence du PSC. La Grèce, qui y serait tout de même contrainte, n'aurait cependant à gérer qu'une réduction de sa dette à hauteur de 27 % de son PIB en 2012, un objectif bien plus réaliste que les 87 % actuels ; et ce d'autant plus si les effets déflationnistes des politiques actuelles sont compensés par des investissements de la BEI dans le cadre de sa mission de cohésion et de convergence.

##### 1.5 Le PSC et le transfert de tranche

C'est donc le transfert de tranche à la BCE qui rend leur crédibilité aux seuils nationaux imposés par le PSC. Notons que pour un État membre comme la Grèce, dont le restant de la dette nationale continue d'excéder 60 % du PIB, ce transfert s'effectuerait à condition de trouver un accord prévoyant un programme de réduction de la dette.

#### **RECOMMANDATION N°2 : S'ATTAQUER A LA CRISE DU SECTEUR BANCAIRE.**

**Institution responsable : le Fonds Européen de Stabilité Financière.**

##### 2.1 Des *stress-tests* plus rigoureux

Ces tests doivent être administrés au niveau de l'Union (au lieu de l'être par des organismes nationaux de surveillance) et avoir pour scénario une réduction de 30 % de la valeur des obligations souveraines des États membres dont le rapport entre la dette et le PIB dépasse 70 %, ainsi qu'une réduction de 90 % de la valeur des actifs toxiques détenus par les banques. C'est sur la base de ces tests que le besoin réel de recapitalisation de chacune des banques de la zone euro pourra être calculé.

##### 2.2 Des liquidités à long terme en provenance de la BCE, pour les banques

La BCE peut, à travers l'émission nette d'euro-obligations auxquelles viendraient souscrire les banques centrales des économies excédentaires et les fonds souverains, faire bénéficier les banques privées d'importants apports de liquidités à moyen terme, à condition que celles-ci réduisent la part des obligations souveraines dans leur portefeuille d'actions.

##### 2.3 Recapitalisation

Une recapitalisation des banques ne peut avoir lieu qu'à court terme et qu'à titre exceptionnel (c'est-à-dire une seule fois). Elle doit être assurée par le FESF (plutôt que par le futur MSE), et se traduire en échange par une participation au capital de la banque. Si celle-ci ne parvient pas à lever le capital nécessaire pour atteindre le seuil de recapitalisation calculé selon la méthode décrite ci-dessus, le FESF (et le MSE après lui) doit exiger un échange financier (*equity swap*) entre son

capital et des actions de la banque en question. Au lieu d'être à la charge du contribuable, ces opérations pourraient être financées par des obligations émises par le FESF ou le MSE, dont le rendement serait assuré par les dividendes des actions bancaires acquises par le FESF.

**Résumé :** la Recommandation n°2 a pour but de débarrasser les banques de leurs actifs toxiques publics et privés, et de leur permettre de ce fait de consacrer leurs futures rentrées de liquidités au financement des prêts aux entreprises et aux particuliers. En effet, si on soumettait aujourd'hui les banques à des tests de résistance rigoureux, plusieurs d'entre elles révéleraient une situation de faillite. L'Europe doit donc les obliger à assainir leurs bilans (sans pour autant les rendre insolubles).

### **RECOMMANDATION N°3. PLAN EUROPEEN DE RELANCE ÉCONOMIQUE**

**Institutions responsables :** Banque européenne d'Investissement, Banque centrale européenne, et gouvernements nationaux.

#### **3.1 Cofinancement des investissements de cohésion et de convergence de la BEI**

Comme nous l'expliquons ci-dessus, la BEI apporte sa contribution à la politique de cohésion et au processus de convergence européens depuis 1997, à travers ses investissements dans le domaine de la santé, de l'éducation, du renouvellement urbain et de l'environnement, des technologies vertes, ainsi que des nouvelles start ups de haute technologie. Si elle a assuré ces missions avec succès en quadruplant ses propres emprunts et investissements, un bon nombre s'entre eux se sont vus entravés par les problèmes liés aux endettements nationaux et aux seuils de déficit fixés par le PSC, comme dans le cas par exemple des réseaux transeuropéens, ou des RTE<sup>4</sup>.

L'argument selon lequel le co-financement des investissements de la BEI par les États membres ne devrait pas être comptabilisé dans la dette nationale et devrait être autorisé par les termes de référence du PSC suite à leur révision de 2005,

---

<sup>4</sup> Les RTE sont un programme de développement des infrastructures dans le domaine des transports, de l'énergie et des télécommunications, en accord avec les objectifs d'intégration et de développement fixés par l'UE.

nous semble extrêmement convaincant (voir ci-dessus). Tout comme les emprunts effectués par la BEI grâce à l'émission de ses propres obligations pour financer ses investissements ne viennent gonfler la dette d'aucun des membres de la zone euro, les obligations émises par la BCE susceptibles de contribuer au financement des investissements de la BEI – par analogie, encore une fois, avec les obligations du Trésor américain - ne le devraient pas non plus. Poursuivons ce parallèle avec les obligations du Trésor américain, qui ne sont pas comptabilisées, rappelons-le, dans le calcul de la dette des États membres de l'Union américaine. L'application de ce type de mécanisme en Europe permettrait de débloquer les RTE, et notamment les réseaux ferrés à grande vitesse dont le développement est toujours suspendu dans plusieurs États membres, car la comptabilisation du cofinancement national dans leurs dettes les font sortir des interprétations actuelles des critères du PSC. Ces investissements pourraient pourtant à eux seuls représenter un trillion d'euros d'investissement dans les dix prochaines années. Par ailleurs, puisque l'impact environnemental de la construction d'autoroutes est négatif, l'Europe pourrait en profiter pour donner la priorité aux réseaux ferrés, qui génèrent moins de pollution directe, voire indirecte si l'on considère le ferroutage et les avantages du train sur l'avion pour les moyennes distances.

#### **3.2 Extension du rôle du Fonds Européen d'Investissement (FEI)**

Si à sa création, le FEI était censé émettre des obligations européennes, Jacques Delors décida de défendre une recommandation différente auprès du Conseil Européen d'Essen en 1994 : FEI devrait offrir du capital-risque public aux PME, au lieu de se limiter aux garanties de fonds propres. Même si le Conseil avait à l'époque refusé cette proposition, l'entité gouvernante du groupe de la BEI (l'ECOFIN), qui inclut donc le FEI, pourrait aujourd'hui essayer de faire revenir le Conseil sur sa décision.

Il y avait au départ une contrainte similaire pour le financement par le FEI des PME et des nouvelles start-ups dans les hautes technologies, puisque ce dernier n'acceptait aucune demande de garantie de fonds propres inférieure à 15 MECU<sup>5</sup>, sans

---

<sup>5</sup> Un MECU se définit comme un million d'unités de compte européennes (ECU). L'ECU était l'unité de compte de l'Union Européenne avant l'adoption de



jamais tenter de passer par l'intermédiaire de banques du secteur privé ou d'autres organismes financiers pour satisfaire ce type de demandes. Ce système fut remis en cause par les banques privées, qui voulaient s'assurer le financement de prêts en échange de ces garanties de fonds propres, allant ainsi contre l'idée initiale du FEI qui était d'éviter aux PME de payer des intérêts pendant les premières années suivant la création d'une start-up en hautes technologies (c'est à dire lorsque celle-ci n'engendre que très peu de bénéfices, voire aucun). Ainsi le Conseil ECOFIN devrait permettre au FEI, cofinancé par l'émission d'obligations par la BEI et la BCE, d'assurer l'apport de fonds propres au lieu d'en offrir seulement la garantie, en installant dans chaque capitale de l'Union une série de « one-stop shops », c'est-à-dire un système de guichets uniques mis à la disposition des PME en mal de financement en période de recapitalisation bancaire.

**Résumé.** Compte tenu des difficultés financières qui touchent actuellement de nombreux États membres, en l'état les règles de cofinancement décrites ci-dessus limitent considérablement le recours aux capacités d'investissement de la BEI. En revanche, si les États membres possédaient un compte débiteur à la BCE (cf. section 1.3 ci-dessus), ils pourraient très bien s'en servir pour cofinancer 50% d'un projet d'investissement jugé intéressant (d'un point de vue strictement financier), grâce aux euro-obligations de la BCE. Ainsi la stabilité de la zone euro serait garantie par la BCE, et sa relance serait assurée par la BEI grâce à des investissements financés par l'émission de ses propres obligations et à des transferts d'émissions nettes d'euro-obligations par la BCE. Le Conseil Européen a déjà confié à la BEI la mission d'investir non seulement dans le développement des infrastructures, mais aussi dans les domaines assurant une plus grande cohésion sociale comme la santé, l'éducation, le renouvellement urbain, l'environnement, les technologies vertes et le soutien des PME, qui constituent tous des éléments de critères communs à la BEI et au FEI établis lors de la tenue exceptionnelle du Conseil Européen de Lisbonne en 2000. Par ailleurs, comme nous l'expliquons ci-dessus, le FEI devrait permettre l'apport de fonds propres aux nouvelles start-ups sur les hautes technologies en complément de la garantie de leur capital risque.

---

l'Euro, et lui est à présent considérée comme équivalente en termes de valeur.

## 4. Implications régionales et mondiales

Notre « modeste proposition » propose une solution d'ensemble qui se décline en trois volets, sur la base de trois grands principes.

- (1) Il s'agit de s'attaquer aux trois grandes dimensions de la crise actuelle, au lieu de se concentrer exclusivement sur le problème de la dette souveraine.
- (2) Il faut restructurer une partie de la dette souveraine et des dettes des banques,
- (3) sans avoir recours à des transferts fiscaux, c'est-à-dire à l'argent du contribuable.

Et c'est parce que notre proposition ne nécessite ni fédération, ni union fiscale, ni union de transfert, que nous la qualifions de « modeste ». Elle se base sur l'interprétation de trois institutions européennes déjà en exercice. Tout d'abord, le transfert d'une tranche de la dette à la BCE viendrait stabiliser la crise de la dette. Ensuite, le FESF, au lieu de gérer la dette souveraine des États membres, serait en charge de la recapitalisation des banques passées au test de résistance, en échange d'une participation à leur capital. Enfin, la BEI serait responsable de mettre en place un « New Deal » européen, en utilisant à la fois ses propres obligations et les nouvelles euro-obligations. En pratique, cela signifie que la BEI évoluerait vers un mécanisme européen de recyclage des excédents, nécessaire à la survie de toute union monétaire.

Mais notre proposition implique également des changements au niveau mondial, puisqu'il existe aussi d'importantes asymétries économiques entre les différentes régions du monde. Prenons par exemple la théorie de l'avantage comparatif de Ricardo qui entend démontrer que la participation au commerce international permet à toutes les économies du monde de s'enrichir. Cette théorie présuppose, d'après Ricardo lui-même, une parfaite immobilité du capital. Une hypothèse de base qui n'était déjà pas vérifiée à l'époque où l'auteur présentait son célèbre exemple du tissu anglais et du vin portugais sur lequel il fondait toute son argumentation. En effet, le commerce du porto se développa grâce à l'apport de capitaux de personnalités anglaises comme Churchill, Croft, Offley, et tant d'autres. La Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement a depuis démontré que l'essor du commerce mondial à partir de la fin de la Deuxième Guerre mondiale est moins due à l'avantage comparatif

qu'à l'investissement direct à l'étranger (IDE). De même, l'excédent commercial structurel de la Chine ne s'explique pas uniquement par le taux de change de sa monnaie, mais plutôt par le fait que le pays bénéficie d'un flux de capitaux dans les hautes technologies sous forme d'IDE, d'une masse salariale éduquée mais peu chère, et d'infrastructures et de moyens de communication de calibre mondial. La Chine a donc établi les conditions commerciales de « l'avantage absolu » d'Adam Smith, tant est si bien qu'il faudrait bien plus qu'une réévaluation de sa monnaie pour rééquilibrer la balance mondiale. Le recyclage des excédents mondiaux devient vital pour permettre au G20 de mettre en œuvre le plan de relance équilibré auquel il aspire, et dont même une économie continentale comme la Chine a besoin, dans la mesure où une large proportion de son PIB dépend de ses exportations. Un recyclage des excédents mondiaux à travers le cofinancement de sa relance économique peut permettre à l'Europe de maintenir sa position dans le commerce mondial sans faire courir le moindre risque à l'Union, puisqu'elle ne s'est jusqu'à présent pas massivement endettée auprès du reste du monde (contrairement aux États-Unis). Mais cette politique de recyclage des excédents est aussi pertinente pour mettre un terme aux politiques hautement déflationnistes « du chacun pour soi », qui privilégient la réduction des dépenses (et donc une contraction de la demande) pour répondre à la crise de la dette. En effet, dans la mesure où l'Europe représente à l'heure actuelle un tiers de l'économie mondiale, une réduction de sa demande globale à laquelle viendrait s'ajouter les faillites successives de ses États membres les plus endettés, risquerait d'entraîner à coup sûr la désintégration de la zone euro, ce qui provoquerait une crise de confiance, non seulement envers la gouvernance de la zone euro, mais aussi envers tous les marchés. Le risque d'un scénario de récession en W serait alors bien plus grand qu'en 2008, puisqu'il pourrait non seulement toucher les États-Unis mais aussi affecter la croissance et le développement d'économies émergentes comme la Chine, l'Amérique Latine et l'Inde. Enfin, la question du développement durable – plutôt que la simple question de la croissance – est l'élément clé de toute politique ayant pour objectif d'éviter le second creux d'une récession en W, un élément tout aussi important que les questions d'intégration économique et sociale. Cette remarque vaut autant pour l'Europe et les États-Unis que pour les économies émergentes et moins développées. Mais c'est au G20 de prendre en charge ces questions, de manière à ce que l'Europe

puisse démontrer sa capacité à assurer sa propre gouvernance économique au lieu d'être sous la coupe des agences de notation et des caprices de la finance spéculative.

## 5. Discussion

La discussion qui suit relie les différents thèmes abordés ci-dessous et les analyses absentes du débat actuel, en essayant de répondre à certaines des questions posées ces derniers mois par des lecteurs des versions précédentes de notre « modeste proposition ».

### 5.1 L'effet d'éviction : un faux-argument

Ce qu'on appelle « l'effet d'éviction » sous-tend tous les choix politiques de l'UE dans sa gestion récente de la crise de la dette souveraine. Selon cette théorie, les dépenses publiques se font aux dépens du secteur privé, c'est-à-dire que les dépenses publiques captent et évincent l'argent du secteur privé, au détriment de l'investissement, des revenus et de l'emploi. Mais comme l'a reconnu Milton Friedman en personne, ce raisonnement ne peut se vérifier qu'en période de plein emploi, ce qui est loin d'être le cas actuellement en Europe. Par ailleurs, jusqu'à présent, les réductions des dépenses publiques effectuées en Grèce, en Irlande, au Portugal et en Espagne ont systématiquement provoqué la chute de l'investissement et de l'emploi. En résumé, les politiques de coupes budgétaires adoptées par l'UE sont fondées sur une hypothèse théorique entièrement fautive.

### 5.2 L'absence de prise en compte de l'impact des multiplicateurs négatifs et positifs.

Lorsque Friedman affirme que l'investissement et les dépenses publiques privent de ressources le secteur privé, c'est sans compter l'argument de John Maynard Keynes sur l'effet multiplicateur. L'effet multiplicateur de l'investissement et des dépenses publiques génère en effet des emplois (multiplicateur d'emploi), qui génèrent des revenus (multiplicateur de revenus), qui donnent lieu à des revenus d'impôts payés par les actifs ne touchant ni allocations chômage ni aides sociales (multiplicateur fiscal), tout en augmentant la demande en biens d'investissement et services des entreprises du secteur privé (multiplicateur matriciel). Si l'étude des multiplicateurs était passée de mode sous l'influence de Friedman, une

étude récente de l'Observatoire Français des Conjonctures Économiques montre que les multiplicateurs fiscaux vont de 1 pour l'Allemagne à presque 2 pour la France, tandis que le multiplicateur d'investissement britannique dépasse la barre des 3 (cf. Tableau 1). Cela signifie que les multiplicateurs négatifs liés à une réduction des dépenses et de l'investissement entraîneraient une contraction des économies européennes bien plus sérieuse que ce que le niveau des coupes budgétaires pourrait le laisser penser.

**Tableau 1: Multiplicateurs des dépenses et des investissements publics**

Chercheurs	Pays	multiplicateur	CT	LT
Perotti (2004)	Allemagne	dépenses	1.3	1.1
Biau and Girard (2005)	France	dépenses	1.4	1.8
Giordano et al. (2006)	Italie	dépenses	1.7	-
Creel et al. (2007)	R-U	investissements	-	3.1

Source : OFCE (2009) / CT = court terme, LT = long terme

### 5.3 Les leçons du « New Deal »

Nous avons souligné à plusieurs reprises le contraste entre les choix politiques actuels des gouvernements de la zone euro et la solution historique du « New Deal », adoptée avec succès par les États-Unis dans les années 1930. À l'époque, l'administration Roosevelt n'avait pas cherché à relancer l'économie américaine en réduisant les dépenses publiques. D'ailleurs, une tentative d'équilibrer le budget fédéral, suite à un ralentissement de la crise dans certains États et certains secteurs de l'économie américaine, s'était soldée par un arrêt brutal de la reprise, tant et si bien que dès 1938, la crise avait repris de plus belle dans tout le pays. Il est à craindre que l'Europe ne soit sur le point de subir cette même leçon à ses dépens. L'élément crucial que dirigeants européens auraient dû retenir du New Deal, c'est que la seule façon de gérer une crise de la dette en temps de récession passe par la restructuration rationnelle de cette dette, réalisée de façon administrative via la mobilisation d'instruments innovants capables d'orienter ces nouveaux emprunts vers l'investissement public et privé (où les multiplicateurs positifs peuvent jouer

leur rôle à plein). Dans le cas des États-Unis, il s'agissait d'emprunts en vue d'investissements pour le développement d'infrastructures et de projets sociaux par le biais d'émissions de titres, ou d'obligations, du Trésor américain.

À ce stade du raisonnement, il est important de comparer et de distinguer ces deux approches. L'Europe est en train de pousser ses membres excédentaires à obtenir, ou à garantir, des prêts pour les États déficitaires ; au lieu d'être utilisés pour de nouveaux investissements, ces prêts servent à rembourser les banques au bord de la faillite, dont les bilans sont tellement plombés par les actifs toxiques qu'elles tentent d'amasser tous les fonds possibles et imaginables, se comportant comme de véritables trous noirs qui englobent tout sur leur passage et finissent par gaspiller et aspirer l'ensemble du dynamisme économique du continent.

De plus, les États déficitaires ne peuvent bénéficier de ces prêts qu'à condition de réduire leurs dépenses publiques, à l'heure pourtant où les fermetures d'entreprises se multiplient et où le taux de chômage ne cesse de grimper. En parallèle, la récession qui s'aggrave génère un flux plus important de capitaux et de personnes des États déficitaires vers les États excédentaires, alors même que la demande totale diminue partout dans l'Union.

### 5.4 Un pas vers le fédéralisme ?

Si Roosevelt avait suivi ce modèle au lieu d'émettre des titres du Trésor américain pour financer la relance, il aurait poussé la Californie et l'État de New York à garantir des prêts pour l'Illinois et l'Ohio, à condition que ces derniers réduisent l'investissement d'État et l'investissement fédéral sur leur territoire. Cela aurait mené le pays tout droit à une catastrophe dont même Herbert Hoover, prédécesseur de Roosevelt, n'aurait pu prévoir l'ampleur. C'est pourtant exactement le scénario auquel nous assistons dans la zone euro, où le remède devient pire que le mal.

Le moment venu, certains États membres de l'UE chercheront peut-être à renforcer leur union sur le plan fédéral, mais ce n'est pas pour demain. Notre proposition a quant à elle le mérite de se placer sur le plan confédéral au lieu d'adopter une perspective supranationale. Mais que l'Europe soit fédérale ou non, il lui faut immédiatement trancher le nœud gordien de sa dette, au lieu d'essayer en vain de le délier. La Recommandation n°1 de notre « modeste proposition » relève de

considérations stratégiques sans pour autant nécessiter la moindre modification des traités existants (cf. ci-dessous). La Recommandation n°2 propose de passer par une institution existante (le FESF) pour résoudre la crise bancaire. La Recommandation n°3, quant à elle, place la Banque Européenne d'Investissement à la tête d'une relance inspirée du New Deal américain.

### 5.5 Transfert de tranche, relance économique et PSC.

L'une des implications principales d'un transfert d'une tranche de la dette souveraine à hauteur de 60% du PIB à l'UE est que le restant de la dette nationale de la plupart des États membres serait alors maintenu sous les seuils actuels du PSC, ce qui ne nécessiterait donc aucune révision supplémentaire. Depuis les modifications de mars 2005, le PSC offre déjà plus de souplesse aux pays qui effectuent des dépenses visant à « *stimuler la solidarité internationale et réaliser les objectifs de la politique européenne, notamment la réunification de l'Europe, si elles ont un effet préjudiciable sur la croissance et la charge fiscale d'un État membre* »<sup>6</sup>. Parmi les quatre dispositions du texte de 2005, deux furent rendues nécessaires par la réunification de l'Allemagne ; nous les traitons ici une par une.

(i) Le Plan Européen pour la Relance Économique, adopté par les gouvernements sous l'égide du Parlement Européen, fait clairement partie des « objectifs de la politique européenne ».

(ii) Il y a bien eu « un effet négatif sur la charge budgétaire » de la majorité des États membres, qui ont du gérer la dette des grandes banques européennes aux prises avec leurs actifs toxiques.

(iii) Il y aura bien un « effet négatif sur la croissance » des États membres si les déficits fiscaux sont diminués de moitié d'ici 2013.

(iv) Les politiques déflationniste et protectionnistes de chacun pour soi menées dans l'ensemble de l'UE, c'est-à-dire dans un tiers de l'économie mondiale, s'il elle n'est pas contrebalancée par une relance pour éviter la récession, n'aura aucun effet positif si ce n'est de « *stimuler la solidarité internationale* »<sup>7</sup>.

Un transfert d'une tranche de la dette à la BCE

---

<sup>6</sup> Traduction tirée du texte relatif à la modification du PSC, mars 2005.

<sup>7</sup> Ndlr : Ironie des auteurs qui citent un extrait de la modification du PSC de 2005.

pour permettre à l'UE de compenser (a) l'« effet négatif sur la charge budgétaire » de la plupart des États membres (compte tenu du fait qu'ils ont permis de sauver les banques) et (b) l'« effet négatif sur la croissance » des États membres qui réduisent leurs déficits, est donc compatible avec la version de 2005 du PSC. L'émission nette d'euro-obligations par la BCE est également compatible avec les « objectifs de politique européenne » du Plan Européen pour la Relance Économique et l'idée de « stimuler la solidarité internationale ».

### 5.6 Le transfert de tranche que vous proposez nécessite-t-il la modification des traités existants ?

La réponse est non. De Maastricht à Lisbonne, les traités en question ne permettent pas :

(i) le rachat d'obligations des États membres par la BCE, ce qui empêche donc d'office les États membres d'obtenir un financement centralisé.

(ii) les systèmes de financement entre États membres, puisque l'interdiction des plans de sauvetage rend chaque État membre entièrement responsable de ses propres dettes (en lien avec (i) ci-dessus).

Cela dit, les traités n'interdisent pas un transfert de tranche, puisqu'il ne semblait pas plausible à l'époque que l'UE puisse un jour en avoir besoin. Il n'y a ainsi pas besoin d'amender le traité concernant ce transfert de tranche, puisqu'une décision du Conseil Européen, suivant ou non les recommandations officielles du Conseil ECOFIN, suffirait à inclure cette mesure dans la conduite des « politiques économiques en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union »<sup>8</sup> parmi lesquels on compte évidemment la survie de la zone euro, ainsi que le Plan Européen pour la Relance Économique.

En revanche, les dispositions (i) et (ii) citées ci-dessus n'ont pas été respectées du fait de la crise, puisque la BCE a été forcée d'acheter des obligations sur le marché secondaire, et que le rachat de la dette implique un système de financement entre États membres, contrairement à notre transfert de tranche.

On détecte un mépris similaire des dispositions actuelles des traités, par exemple dans la disposition selon laquelle un MES, s'il est mis en place d'ici 2013, devrait acquérir un plus grand

---

<sup>8</sup> Traduction tirée de la version consolidée du traité de Lisbonne, article 120.

nombre d'obligations sur le marché primaire. De plus, en tant que nouvelle institution, le MES nécessite un amendement au traité qui risque de ne pas réunir l'accord de tous les parlements de la zone euro ni celui de la Cour Constitutionnelle allemande.

Ainsi le transfert de tranche proposé ici est bien plus fidèle à l'esprit et à la lettre du traité que les pratiques actuelles, puisqu'il n'implique ni achat d'obligations ni système de financement direct. Si en respectant les traités actuels, la BCE a pu constituer un portefeuille d'obligations acquises sur le marché secondaire, elle peut très bien en constituer un autre pour les tranches de la dette souveraine qui lui auront été transférées. En effet, il ne s'agirait là ni de nouvelles obligations, ni d'obligations achetées par la BCE ; elles n'impliqueraient pas non plus de transferts fiscaux tant que les États membres continuent à payer des intérêts sur le long terme en respectant le principe de neutralité fiscale. C'est pourquoi la Recommandation n°1 respecte les traités en place, contrairement au programme actuel de rachat d'obligations de la BCE et au fonctionnement du FESF. De même, l'émission nette d'obligations par la BCE en vue du financement du Plan Européen pour la Relance Économique en collaboration avec la BEI ne sont pas directement financées par la BCE, mais par les banques centrales de pays extérieurs à l'UE et par des fonds souverains. Ces obligations ne nécessitent pas plus une garantie des États membres impliquant la responsabilité du contribuable en cas de défaut de paiement que les obligations de la BEI ou celles du Trésor américain.

### **5.7 L'UE a-t-elle besoin d'une agence commune de la dette ?**

Une agence européenne de la dette devrait-elle être en charge de toutes les émissions d'euro-obligations dans le respect des règles strictes concernant la réduction des dettes, les amendements constitutionnels et les conditions d'un équilibre budgétaire ?

Nous ne soutenons pas l'idée de créer une telle agence, non seulement parce qu'elle impliquerait une forte déflation, mais aussi parce qu'elle n'est nécessaire ni à un transfert de tranche ni à la mise en place d'un programme européen de relance.

Prenons par exemple la proposition du Gouverneur de la BCE - Lorenzo Bini Smaghi - concernant la création d'une agence européenne chargée de centraliser l'émission de tous les emprunts d'État pour les États membres. Si la

proposition de Smaghi vient enrichir le débat sur les euro-obligations, finalement engagé en décembre dernier suite aux propositions de Juncker et Tremonti, elle implique cependant une forte emprise du pouvoir central sur les finances des États membres. En effet, l'UE n'étant pas un État fédéral, elle ne dispose pas d'un ministère des finances investi d'une responsabilité démocratique ; dès lors, la création d'une agence centrale de la dette en charge de faire respecter les seuils d'endettement des États membres (éventuellement sous l'égide de la BCE et de la Commission Européenne) aurait un fort impact déflationniste, surtout en période de récession économique. Dans la mesure où les euro-obligations décrites dans notre Recommandation n°1 servent à financer la dette des États membres uniquement dans le cadre fixé par Maastricht, et où notre Recommandation n°3 étend uniquement l'utilisation des euro-obligations émises par la BCE aux projets d'investissement bénéficiant déjà de l'accord du Conseil Européen et la Banque Européenne d'Investissement sur des critères bancaires et de cohésion, notre proposition ne requiert pas la création d'une nouvelle agence fédérale de la dette. Quant à l'endettement des États membres excédant les limites fixées par Maastricht, il comportera sa propre prime de risque fixée par les marchés.

### **5.8 La Recommandation n°1 est-elle inflationniste ?**

Il est possible que le transfert de tranche proposé ici ait des effets inflationnistes, ou qu'il exerce au moins une pression sur le statut international de l'euro, et par là même sur sa valeur relative au dollar et aux autres monnaies internationales. Mais le risque qu'un excès de liquidités par rapport à l'offre disponible entraîne une situation d'inflation par la demande ne s'applique pas lors d'une reconversion de l'épargne en investissement, à moins d'une économie fonctionnant déjà à plein régime, ce qui est évidemment loin d'être le cas en ce moment, compte tenu du fort taux de chômage structurel dans la grande majorité des États membres. Une faible demande combinée à une inflation par les coûts peut également avoir des effets inflationnistes. Mais il est peu probable que cette inflation par les coûts trouve son origine dans la hausse des salaires ; par exemple, en Allemagne, l'augmentation moyenne des salaires n'a pas dépassé la barre des 2%. Il faut donc chercher d'autres causes à l'inflation, notamment chercher les problèmes d'ordres structurels et spéculatifs :

l'augmentation de la demande en biocarburants a, par exemple, accru le prix des aliments, au moment où la hausse de la demande alimentaire des puissances émergentes a provoqué une conjonction de transactions spéculatives et de transactions pour des motifs de précaution sur les marchés à terme.

Ainsi, nous estimons qu'un transfert de tranche impliquant l'émission nette d'euro-obligations n'aurait pas d'effets inflationnistes. Tout d'abord, le transfert de tranche proposé serait neutre monétairement :

- puisqu'il ne requiert pas un accroissement de la masse monétaire (il viendra diminuer les pressions actuelles sur la masse monétaire de la BCE en rendant inutile ses rachats d'obligations sur le marché secondaire) ;

- et puisqu'il assure lui-même son financement (les États membres au nom desquels sont émises les euro-obligations payant des intérêts de long terme).

De plus, l'émission d'euro-obligations à long terme n'équivaut pas à la mise en place de politiques monétaires expansionniste, car il s'agit avant tout de reconvertir l'épargne mondiale en investissements européens, grâce à des actifs en euros de meilleure qualité. Ainsi, du fait de l'investissement des banques centrales de pays à la balance commerciale excédentaire et des fonds souverains, les euro-obligations viendront renforcer la zone euro, au lieu de l'affaiblir. En résumé, la Recommandation n°1 permettrait une remontée de l'euro sur les marchés financiers mondiaux. À l'inverse, il s'agirait pour le Plan Européen pour la Relance Économique de limiter le risque d'envolées potentielles de la monnaie.