



Institut Veblen
*pour les réformes
économiques*



COMMENT RESOUDRE LA CRISE DE LA ZONE EURO ?

Sans rachat de dette, garanties nationales, assurance
mutuelle ou transferts fiscaux

NOVEMBRE 2011

Stuart HOLLAND, professeur invité au département d'économie de Coimbra, Portugal ; ancien membre du Parlement du Royaume-Uni.

L'incapacité de l'Ecofin et du Conseil européen à résoudre la crise de la zone euro vient de la résistance des Etats-membres à accepter le recours à un rachat des dettes, à la mise en place d'un système de garanties nationales et d'assurances mutuelles ou encore à l'instauration de mécanismes de transferts fiscaux.

Pourtant, aucun de ces mécanismes n'est nécessaire pour convertir une partie des titres d'Etats nationaux en titres de l'Union (Union bonds) ou pour émettre des Eurobonds.

Pour sortir l'Europe de la crise et des blocages politiques, Stuart Holland, propose deux solutions complémentaires qui correspondent chacune à l'émission de deux types de titres :

- Stabilisation et Union Bonds non négociables : La stabilisation de la crise de la dette des pays européens par l'émission de Union Bonds non négociables afin d'échapper aux décisions souvent déstabilisantes des agences de notation. L'auteur se démarque en cela de la proposition du Bruegel qui propose des titres négociables.

- Relance et Eurobonds négociables : La relance de l'économie en impulsant un New Deal européen (axé notamment sur l'amélioration des performances énergétiques, de l'état de l'environnement, de l'éducation et de la santé) à travers l'émission d'Eurobonds négociables cette fois-ci. Cette émission nette se traduirait par la réhabilitation du rôle initialement prévu pour le fonds européen d'investissement qui intégrerait alors la BEI.

* Traduit de l'anglais par Aurore Lalucq.

Institut Veblen pour les réformes économiques

38, rue St-Sabin, 75011 Paris, France

www.veblen-institute.org

1. Argumentaire

L'incapacité de l'Ecofin et du Conseil européen à résoudre la crise de la zone euro vient de la résistance des Etats-membres à recourir au rachat des dettes, à mettre en place un système de garanties nationales et d'assurances mutuelles ou encore à instaurer des mécanismes de transferts fiscaux entre eux.

Pourtant, comme nous allons le voir, aucun de ces mécanismes n'est nécessaire pour convertir une partie des titres d'Etats nationaux en titres de l'union (Union bonds), ou pour émettre des Eurobonds.

Notre proposition s'appuie en outre sur un rapport plus ancien¹ qui recommandait la mise en place d'Union Bonds à Jacques Delors. Ce dernier avait d'ailleurs choisi d'intégrer cette idée dans son Livre blanc de décembre 1993.

1. Pour financer le New Deal de Roosevelt, l'administration étasunienne n'a pas racheté la dette de ses Etats membres, ni exigé qu'ils garantissent les bons du Trésor américain, ni même ne leur a demandé de mettre en place des transferts fiscaux.

2. Les Etats-Unis financent leurs bons du Trésor à travers des impôts fédéraux tandis que l'Europe n'a pas de politique fiscale commune. Ses Etats membres peuvent néanmoins financer la part de leurs titres nationaux qui seront par la suite convertis en Union Bonds. Inutile donc d'instaurer des mécanismes de transferts fiscaux.

3. Par ailleurs, la Banque européenne d'investissement (BEI) émet ses propres bons depuis plus de 50 ans, sans garanties nationales, sans transferts fiscaux. Les volumes brassés par la BEI sont déjà deux fois plus importants que ceux de la Banque mondiale. Si la BCE est la gardienne symbolique de la stabilité européenne, la BEI est donc la garante de la croissance économique de l'Union.

4. La conversion d'une partie de la dette nationale pourrait se faire sur la base d'une coopération renforcée au sein de laquelle certains Etats membres pourraient conserver leurs propres titres.²

¹ Stuart Holland (1993). *The European Imperative: Economic and Social Cohesion in the 1990s*. Nottingham: Spokesman Press, préface de Jacques Delors.

² D'après le Traité de Lisbonne, la coopération renforcée ne peut être le fait que d'une minorité d'Etats membres. Pourtant, l'introduction de

5. Jean-Claude Juncker et Giulio Tremonti ont raison de dire que des Union bonds s'ils venaient à être négociables au niveau mondial, attireraient les excédents des pays exportateurs et pourraient permettre à l'euro de devenir une monnaie de réserve mondiale.

6. Mais la transformation de cette partie de dette nationale en Union Bonds pourrait être détenue par l'Union elle-même, sur son propre compte, au lieu d'être négociée. Cela permettrait de protéger ces titres fraîchement convertis des décisions des agences de notation et de redonner du même coup aux gouvernements la possibilité de gouverner réellement leur pays (plutôt que de le gérer au gré des avertissements et des dégradations des notes attribuées par ces agences).

Par ailleurs, si ses Etats-membres sont endettés, l'Union européenne – elle – n'a quasiment aucune dette. Jusqu'à mai de l'année passée et le début du rachat des titres des dettes nationales, elle n'en avait même aucune, et même avec ces rachats et les opérations de sauvetage des banques, la dette de l'Union représente moins de 2% du PIB de l'Union. Ce n'est même pas un cinquième du ratio dette/PIB des Etats-Unis des années 1930, moment où l'administration Roosevelt commença à transférer l'épargne vers l'investissement via son programme d'émission de titres du Trésor américain.³ Contrairement aux Etats-Unis, l'Union néglige les avantages de cette option.

2. Stabilisation par des Union bonds non négociables

Les ministres des finances européens ont considéré ces derniers temps une variante de la proposition de « Union Blue Bonds » du centre Bruegel⁴. Cette proposition présente cependant un certain nombre de lacunes qui pourrait conduire certains pays, comme l'Allemagne, à la rejeter. Que dit cette proposition?

l'euro relevait *de facto* en elle-même d'une coopération renforcée.

³ Les Etats Unis ont opté pour un financement par accroissement de leur déficit budgétaire à partir du second mandat de Roosevelt. Mais le principal moteur de la relance sous son premier et second mandat furent le financement d'investissements à travers l'émission de titres. C'est ce que l'Europe pourrait faire en orientant ses futurs investissements dans le domaine social et environnemental afin de relancer son économie.

⁴ Delpla, Jacques and von Weizsacker, Jakob. (2010). The Blue Bond Proposal. Bruegel Policy Brief 2010/03, May.

1. Premièrement, elle part du principe que les titres de la dette seraient négociables.
2. Elle part aussi du principe qu'il serait nécessaire de créer une nouvelle institution pour les émettre.
3. Elle suppose des Etats membres une responsabilité solidaire et partagée (émission commune garantie par l'ensemble des membres).
4. Elle nécessite le recours à une clause d'action collective standardisée qui inclurait des transferts fiscaux.
5. Pour voir le jour, cette proposition nécessiterait l'approbation préalable de tous les parlements nationaux, et non une action commune des Etats-membres à travers le conseil européen.

Pourtant, comme l'expliquent d'anciens chefs de gouvernement tels que Giuliano Amato, Guy Verhofstadt, Michel Rocard, ou Mario Soares entre autres,⁵ il n'est pas nécessaire de réunir toutes ces conditions pour stabiliser la dette, et ce pour les raisons suivantes :

1. La dette nationale convertie en UE Unions Bonds n'a pas besoin d'être négociable. Si ces titres sont détenus et gérés par l'UE sur un compte débit, ils seront alors protégés des potentielles dégradations des notes des agences de notation.
2. Quand les obligations de différentes maturités arriveront à échéance, elles ne seront pas remboursées et leur renouvellement se fera à un taux d'intérêt identique et commun, défini par le groupe des ministres des finances de la zone euro (plutôt que par les agences de notation).
3. Puisque le service des tranches de dettes nationales converties resterait à la charge des pays membres, il ne serait pas nécessaire de mettre en place une fiscalité commune, des garanties nationales ou des transferts fiscaux entre les Etats membres.
4. Pas besoin non plus de faire appel à la responsabilité solidaire pour l'émission des titres ou à la clause d'action collective standardisée.
5. Ni même de créer une nouvelle institution pour accueillir ce transfert de dette. La dette transférée pourrait tout simplement être détenue par la BCE ou le FESF.

⁵ Giuliano Amato, Guy Verhofstadt and Others (2011). A plan to save the euro, and curb the speculators. The Financial Times International Edition, July 4th.

6. La conversion de la dette nationale dans la limite des critères de Maastricht, soit 60% du PIB, pourrait se faire sur la base d'une coopération renforcée (c'est-à-dire sans obliger tous les Etats membres à y participer). L'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas, et la Finlande pourraient conserver leurs propres titres.

3. Un New Deal européen pour relancer la zone euro, via des Eurobonds négociables

Les émissions nettes d'eurobonds pourraient être mises afin d'attirer les excédents des banques centrales des économies émergentes ou encore des fonds souverains.

Le Rôle initialement prévu du Fonds européen d'investissement (FEI)

Le Fonds européen d'investissement a été conçu pour émettre des EU Bonds, ceux la même recommandés par le Livre blanc de Delors en 1993. A l'origine, ce fonds était doté d'une double mission puisqu'il devait aussi se charger d'utiliser ses titres pour financer un fonds de capital-risque européen.⁶

L'Allemagne et la France étaient fermement opposées à cette idée d'Union Bonds et le rôle du FEI a finalement été réduit à celui de garantir (de manière inefficace) les prêts des PME.

Réhabiliter le rôle initial du FEI en l'intégrant dans le groupe de la Banque européenne d'investissement (BEI)

L'intégration du FEI au groupe BEI pourrait l'aider à retrouver son rôle initial : celui de l'émission nette de titres afin de financer la croissance.

La BEI pourrait conseiller la FEI dans l'émission de ses titres, s'appuyant pour ce faire sur sa grande crédibilité auprès des marchés et sa capacité d'émettre depuis plusieurs décennies des titres sans garanties nationales ou transferts fiscaux.

La décision d'émettre des Eurobond pourrait être

⁶ Holland, Stuart. (1993). *The European Imperative: Economic and Social Cohesion in the 1990s*. Nottingham: Spokesman Books. Préface de Jacques Delors.

prise par l'Ecofin, l'organe de décision du groupe BEI.

Co-financer les projets de la BEI

Les Eurobonds négociables pourraient co-financer les projets de la BEI à laquelle reviendrait le contrôle des projets.

Ils pourraient aussi aider à revenir au rôle initialement prévu du FEI, c'est à dire le financement d'un Fonds de capital risque européen pour les PME. L'objectif ici serait de soutenir et de développer la compétitivité des petites et moyennes entreprises notamment de l'Europe périphérique.

Cohésion et convergence

Dans le cadre du Programme d'action spécial d'Amsterdam, le Conseil européen a attribué à la BEI la possibilité d'investir dans les domaines de la cohésion et de la convergence suivants :

Santé, éducation, renouvellement urbain, environnement urbain, technologies vertes, soutien financier aux petites et moyennes entreprises et aux start-ups en haute technologies, auquel on peut ajouter les décisions du Conseil européen d'Essen (1994) c'est-à-dire les transports trans-européens et les réseaux de communication.

Depuis les Conseils européens d'Amsterdam et du Luxembourg de 1997, la BEI est parvenue à quadrupler le financement de ses investissements annuels, tant est si bien qu'ils atteignent l'équivalent des deux-tiers des ressources propres de la commission.

En réussissant à nouveau à les quadrupler avant 2020, grâce à l'aide des cofinancements en Eurobonds, ils pourraient atteindre le montant de l'aide Marshall et faire ainsi du Plan européen de relance économique une réalité.

4. Conséquences mondiales

Si certains Etats membres de la zone euro font faillite et que la monnaie unique vient à se désintégrer, les conséquences seront terribles pour l'Europe évidemment, mais aussi pour les Etats-Unis ou le commerce international.

Mécanisme de compensation et risque de faillite

L'émission nette d'Eurobonds aurait pour effet de :

1. Consolider l'euro en tant que monnaie de réserve et de contribuer ainsi à un système monétaire international pluriel (ce qui correspond en outre au souhait du Brésil, de la Russie, de l'Inde, de la Chine et de l'Afrique du Sud).

2. Contribuer à rééquilibrer la croissance mondiale en recyclant les excédents globaux ce qui constitue un objectif central du G20.

Les conséquences pour les Etats-Unis

Les conséquences pour les Etats-Unis de voir l'euro devenir une monnaie de réserve mondiale sont de l'ordre du donnant-donnant :

1. Certes, le dollar ne bénéficierait plus des avantages offerts par son statut d'unique monnaie de réserve mondiale.

2. Mais à l'inverse, il n'aurait plus à en supporter les inconvénients (et les Etats-Unis n'auraient plus à porter seuls le système monétaire international).

Les gains nets pour les Etats-Unis dépendront évidemment de la décision européenne de passer d'un programme de stabilisation de la dette, à celui d'émission d'Eurobonds pour financer le Plan européen de relance de l'économie : une relance de cette ampleur, sur un continent représentant un tiers de l'économie mondiale, permettrait à coup sûr de dynamiser les exportations américaines.

Dans son propre intérêt, mais aussi dans un intérêt commun, la Chine pourrait accepter de réduire ses avoirs en dollars, ou de les maintenir à niveau stable et de diriger ses nouveaux excédents vers les Eurobonds.