

## Quelques remarques sur la crise des dettes souveraines en euros

De Gabriel FRANCOIS – Conseiller Economique de UFG-LFP

### *Pourquoi le problème se pose-t-il ?*

Avant tout parce qu'en créant l'Euro on a coupé le lien officiel ou implicite qui soumet chaque banque centrale au gouvernement de son pays ce qui élimine

l'hypothèse de défaut dans sa propre monnaie. Les Etats-membres de la zone sont donc dans la situation fragile d'un emprunteur en devises et leur dette a

subi de plein fouet le choc de la crise systémique récente.

### *Les dettes souveraines relèvent-elles du même type d'analyse que celles du secteur privé ?*

Absolument pas. Pour en comprendre la spécificité, il faut considérer l'endettement d'un Etat comme un tout. Il apparait alors que la dette souveraine n'est jamais remboursée. Pour qu'elle le soit, il faudrait des excédents budgétaires importants et continus, ce qui n'est guère possible ni même souhaitable.

Il en résulte que normalement, la partie de la dette remboursée à une échéance donnée est systématiquement refinancée par un nouvel emprunt. La dette d'un pays ne se caractérise donc pas seulement par un stock, son montant en valeur absolue ou

par rapport au PIB, mais aussi et surtout par un flux qui est l'échéancier des remboursements prévus devant donner lieu à refinancement.

Notons à ce propos qu'il est donc inexact de dire "nos enfants devront rembourser nos dettes" : nous leur laissons effectivement la charge des intérêts mais pas le remboursement qui sera en principe refinancé. Une fois le refinancement assuré, la charge qui incombe à l'emprunteur étant limitée au versement des intérêts, on se trouve dans un cas de figure analogue au type parfait de l'emprunt d'Etat : la rente perpétuelle.

Bien entendu, le refinancement suppose le maintien de la confiance par lequel se ferme la boucle des mouvements de capitaux. C'est d'ailleurs par la confiance qu'il inspire que doit être jugé le tableau de la situation financière d'un pays donné. Ceci explique le rating AAA de la France qui parait un peu flatteur à ne considérer que les données chiffrées mais qui est tout à fait justifié si l'on intègre le fait que, par la volonté expresse des deux pays, la France et l'Allemagne sont considérés comme absolument indissociables.

## **Quelles sont les bases de cette confiance indispensable à l'équilibre du système ?**

Elle peut, bien sûr, être trouvée dans la qualité des équilibres financiers du pays emprunteur, mais elle peut aussi, dans les cas moins brillants, résulter simplement d'une garantie formelle donnée par une entité indiscutable. A cet égard, le plan d'aide qui a été élaboré par les autorités européennes en faveur des débiteurs fragiles apporte un soutien appréciable

mais insuffisant. En effet, les moyens des pays chargés de l'assistance ne sont pas illimités : seuls les pays les plus solides peuvent intervenir et encore dans certaines limites s'ils veulent conserver leur note AAA. En définitive, seule la Banque Centrale Européenne (BCE) dispose d'une force de frappe irrésistible (qui a été comparée au feu nucléaire) et

offre une garantie totale. On corrigerait ainsi la faiblesse initiale de l'euro dont les créateurs n'ont pas résolu le problème du prêteur en dernier ressort. Si la garantie est donnée sans restriction elle n'a d'ailleurs pas à être mise en œuvre, en général, car, la confiance revenue, le marché s'équilibre de lui-même.

## **Comment cette garantie pourrait-elle être donnée et à quelles conditions ?**

Le Traité de Maastricht sous sa forme actuelle interdit le prêt par la BCE à un Etat-membre. L'exception qui a été acceptée du bout des lèvres par les autorités allemandes pour quelques interventions de la BCE sur le marché serait certain-

nement difficile à généraliser. Dans ces conditions, un Fond Européen trouverait tout son intérêt, non pas seulement par les prêts qu'il peut consentir mais aussi en bénéficiant d'une garantie de la BCE qui lui permettrait à son tour de garantir

les emprunts des Etats-membres. L'intervention d'un intermédiaire, interlocuteur unique de la BCE, qui serait une entité supranationale, rendrait sans doute ce schéma plus acceptable pour les pays réticents comme l'Allemagne.

## **Quelle serait la contrepartie de cette garantie ?**

Evidemment, la condition première de cette forme d'aide est la surveillance des situations budgétaires. Aucune solution ne peut être viable sans une stabilisation progressive de la dette. Notons seulement que la présence d'une vraie garantie donnerait un peu de temps et permettrait d'éviter des excès de sévérité dans la rigueur, dangereux pour l'ac-

tivité économique. De plus, la détente des taux qu'elle entrainerait serait une précieuse alliée dans la politique d'assainissement budgétaire. Entre un contrôle étroit et une surveillance a posteriori plus ou moins lointaine, bien des degrés sont imaginables. Il faudra donc trouver un compromis entre les autorités européennes qui voudront, à juste titre, éviter les

politiques laxistes et d'autre part la volonté des débiteurs de ne pas trop aliéner leur indépendance. Ce qui pourrait d'ailleurs faciliter un accord serait que les règles à respecter ne seraient pas imposées mais acceptées librement en échange de la garantie.

## **Cette solution ne ferait-elle pas renaître la crainte d'inflation liée à la création monétaire ?**

C'est certainement l'un des nœuds de l'affaire. L'intervention active de la banque centrale est toujours considérée avec suspicion par une sorte de réflexe craintif particulièrement dans les pays comme l'Allemagne qui ont dans le passé souffert d'hyperinflation. D'où l'habitude fort répandue de s'en tenir à une vision

simpliste du phénomène et d'assimiler systématiquement création monétaire et inflation. En fait, la relation est complexe. On peut dire que d'une façon générale ce n'est pas la monnaie que l'on crée qui agit sur les prix, c'est ce qu'on en fait. Autant l'émission monétaire qui accompagne une hausse générale des

revenus nominaux entretient l'inflation, autant celle qui permet seulement un arbitrage entre actifs financiers est sans effet sur les prix des biens et services. La garantie qui s'applique aux emprunts existants arrivés à échéance peut entraîner une création de monnaie banque centrale mais ne provoque aucun effet

inflationniste au sens courant du terme. L'opération d'arbitrage peut, il est vrai, engendrer une hausse des prix d'actifs mais il s'agit là d'un phénomène plus facile à contrôler que les prix courants, et surtout réversible.

Certes, la difficulté à surmonter pour mettre en œuvre une politique de garantie n'est pas mince car il faut convaincre

les esprits encore acquis à la conception traditionnelle du problème. C'est pour-quoi, il est à craindre qu'une série de crises soit nécessaire avant que les principaux responsables européens finissent par évoluer et acceptent de laisser à la BCE un rôle majeur dans la solution de la crise (en liaison d'ailleurs avec l'entité européenne chargée de surveiller les po-

litiques budgétaires). On observera que ce faisant, la zone euro se trouverait simplement dans la situation des pays dont la dette en monnaie nationale ne soulève pas de crainte d'insolvabilité eu égard aux liens parfois implicites mais toujours très forts unissant leur gouvernement et leur banque centrale.

## ***Vers quelles voies peut-on se diriger pour la sortie de crise ?***

La mise en œuvre du schéma qui se dégage des remarques précédentes dépend de plusieurs conditions difficiles à réaliser :

- Une modification du Traité de Maastricht pour autoriser la BCE à prêter à des Etats-membres
- Un accord des débiteurs en difficulté pour que leur politique budgétaire soit étroitement contrôlée
- Une remise en cause du dogme traditionnel établissant un lien rigide et constant entre création monétaire et inflation

On ne peut dissimuler que sur ces différents points un accord serait bien difficile

à obtenir dans l'immédiat compte tenu de la disposition d'esprit des principaux protagonistes. Articuler une telle hypothèse a néanmoins le mérite de montrer qu'une sortie de crise sans drame serait possible en sortant des idées préconçues et en rétablissant le circuit financier normal liant remboursement et refinancement. Dans l'échelle des possibles, une telle solution constituerait un cas extrême réduisant au maximum les effets de la crise pour les investisseurs et l'ensemble de l'économie. A l'inverse, l'autre hypothèse extrême, maximisant le traumatisme pour l'économie européenne et son système financier, serait évidemment l'éclatement

de la zone euro qui constituerait un séisme d'une tout autre ampleur que celui qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, du fait notamment des pertes financières qu'il entraînerait pour les banques.

Dans un premier temps, la réalité se situera probablement entre ces deux extrêmes. La BCE interviendra sans doute mais pas d'une façon assez catégorique pour ôter le doute sur les marchés. Les pays débiteurs poursuivront leurs efforts mais bien entendu ne pourront atteindre complètement leurs objectifs. Se posera alors la question des restructurations.

## ***Quelle est la particularité du problème des restructurations en zone euro ?***

Un tel procédé a pu être envisagé pour alléger le fardeau des dettes en s'appuyant d'ailleurs sur les exemples assez nombreux que l'on peut trouver dans l'histoire financière des pays émergents. Il ne peut donc être exclu que l'on cherche dans cette direction à faciliter une sortie de crise en tentant de trouver un point d'équilibre allégeant la charge des débiteurs sans trop meurtrir le système financier. Sur ce sujet, un examen plus approfondi de la comparaison entre des restructurations en zone euro et celles que l'on a connues dans des pays émergents ne peut qu'inciter à une extrême prudence car les deux cas sont totalement différents l'un de l'autre comme

le seraient aussi les conséquences de la restructuration.

On peut sans doute laisser de côté les hypothèses les plus soft telles que les rééchelonnements plus ou moins volontaires. Pour ce qui concerne les restructurations plus sévères avec abandon partiel de créance, on note généralement que ces opérations ont pu réussir dans le monde émergent grâce à des dévaluations qui en zone euro sont impossibles mais un autre point, essentiel, mérite d'être souligné : elles changeraient inévitablement dans les faits le statut réel de la BCE. A titre de comparaison, prenons le cas d'une dette argentine. Si elle était en dollar, il a pu y avoir dans

le passé défaut de paiement, mais la Fed, banque émettrice de dollars, est à l'égard de l'économie ou du système bancaire argentin dans une position extérieure dénuée de toute responsabilité, au contraire de la BCE qui fait partie intégrante d'un dispositif et qui a pour mission de veiller à la santé du système financier de la zone. En cas de restructuration, elle se conduirait comme un organisme extérieur à la zone, simple fournisseur de monnaie à des Etats qui sont, à cet égard, ses clients. La zone euro cesserait de former un ensemble constitué pour devenir une juxtaposition de pays indépendants dont le seul lien est qu'ils ont choisi d'utiliser la même monnaie.

Une telle situation, abandonnant la notion de communauté pour y substituer une addition de liens séparés entre des Etats et leur fournisseur de monnaie, permettrait-elle un équilibre durablement stable ? Il est permis d'en douter

car les Etats-membres se jugeraient vite délivrés de toute contrainte faute d'avoir obtenu en contrepartie un soutien sans faille. On peut donc penser que l'on ne pourrait à la longue éviter de faire le choix difficile que l'on aura inutilement

différé : faute d'une véritable garantie de la BCE pour les emprunts souverains on verrait sans doute la zone euro se déliter rapidement.

*Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.*