

## Economie

## ARRÊTER LA SPÉCULATION SANS TUER LA CROISSANCE

# Trois pistes pour sortir de la crise

Intervention massive de la Banque centrale européenne, obligations souveraines pour la zone euro, taxe sur les transactions financières : tour d'horizon des solutions

La crise européenne découle d'un « vice de fabrication » de la zone euro. Rien n'étant prévu pour venir au secours des Etats en difficulté, les dirigeants se sont contentés de rafistolages. Ils ont in fine laissé les problèmes de la Grèce – 2% du PIB de la zone – contaminer l'Irlande, l'Espagne, le Portugal, l'Italie... et déclencher une crise de défiance systémique. A laquelle chacun répond en étrangeant sa croissance par un plan d'austérité ! Il existe pourtant des pistes de sortie de crise « par le haut », qui ne sont pas exclusives les unes des autres.

## « Monétiser » la dette

Il s'agit de faire jouer à la Banque centrale européenne (BCE) le rôle de prêteur en dernier ressort. C'est-à-dire de la mandater plus clairement pour acheter massivement aux banques des dettes souveraines des pays de la zone euro, en cas de montée des taux d'intérêt. Vu les futurs besoins de l'Espagne et de l'Italie – plus de 300 milliards d'euros d'emprunts à elles deux en 2012 ! – la « monétisation » de la dette atteindra un jour ses limites, explique dans une récente note Patrick Artus, économiste chez Natixis. Mais c'est la seule solution pour éteindre l'incendie à court terme : celle qui permet de casser instantanément la spéculation sur la dette des pays fragiles, et sur les banques qui en détiennent.

« Les Etats ne sont pas en difficulté à cause du montant de leur dette, mais en raison de sa charge. On a laissé se développer des bulles de méfiance, qui font grimper les taux auxquels ces pays peuvent emprunter... Ce qui, en soi, provoque un risque de défaut qui n'existait pas auparavant », explique l'économiste Daniel Cohen. « Avec



### ACCROÎTRE LE RÔLE DE LA BCE

L'économiste Daniel Cohen estime que la Banque centrale européenne pourrait acheter plus massivement des obligations souveraines des pays de la zone euro en difficulté. C'est la mesure de court terme la plus efficace pour doucher la spéculation.

des taux à l'allemande - autour de 2% – même la Grèce serait solvable ! » rappelle-t-il. Pratiquement, la BCE interviendrait massivement, dès que le taux sur la dette d'un pays de la zone euro ferait mine de sortir d'une bande de fluctuation acceptable. Les fonds spéculatifs qui se risqueraient alors à parier sur le défaut se brûleraient les doigts. Et les gestionnaires d'épargne n'auraient plus de raison de fuir ces risques souverains.

La BCE s'est certes résolue à racheter de la dette souveraine des pays ciblés par la spéculation. Mais trop peu, trop tard. « Au total, la BCE a acheté pour 95 milliards d'euros de dette souveraine. Alors que la Federal Reserve américaine, elle, a avalé 600 milliards de dollars de bons du Trésor US », rappelle Daniel Cohen.

Pourquoi ce fossé ? A chaque tentative du président de la BCE, Jean-Claude Trichet, qui n'est pourtant pas connu pour son laxisme, la Bundesbank allemande a dit « nein » !

Les arguments des ennemis de la monétisation ? Premièrement, le risque d'inflation. Si la BCE achète à tour de bras de la dette souveraine en euros, cela revient à créer de la monnaie (si elle ne diminue pas d'autant ses achats de titres aux banques). Mais le risque est actuellement faible : « Quelle inflation ? s'exclame Daniel Cohen. Avec la baisse des perspectives de croissance et du cours du pétrole et des matières premières, on est au contraire en pleine déflation ! » Deuxième danger : « l'aléa de moralité ». Sachant la BCE prête à voler à leur secours, les « Etats cigales » ne seraient pas incités à jouer les fourmis. « L'idée n'est pas de sauver les pays insolubles, mais de sauver les pays que la spéculation rend insolubles », précise Daniel Cohen. Il faut donc que la BCE définisse elle-même les critères de saine gestion. Non pas en fonction de la notation des agences, qui lui sert actuellement de guide pour déterminer quel papier elle a le droit d'acheter. Mais sur la base des paramètres économiques fondamentaux des pays. « Règle d'or » ou pas, il faudra passer par un droit de regard accru des membres de la zone sur le budget de chacun.

Troisième risque de la monétisation : la dégradation du bilan de la banque centrale, gorgé de papier douteux. « La BCE n'aime pas mettre des actifs risqués dans son bilan », note Patrick Artus. Mais pour Daniel Cohen, le risque de perte financière de la BCE est au contraire faible. Puisque l'intervention – en elle-même – fait baisser les taux d'intérêt,

Jean-Claude Trichet et Mario Draghi, gouverneur de la Banque d'Italie





ce qui en fait des titres plus sûrs. Si la BCE joue le shérif aux gros bras, il faudra tout de même prévoir de renforcer son capital. Voir la dotation de nouvelles ressources. Pourquoi pas une partie de la future taxe sur les transactions financières ?

### Taxer les transactions financières

La taxe sur les transactions financières, proposée par Nicolas Sarkozy et Angela Merkel le 17 août, permettrait à la fois de lever de l'argent pour renflouer les Etats, et de réduire la volatilité des marchés « fauteurs » de crise. Les prévisions optimistes donnent des recettes potentielles de 150 à 180 milliards d'euros, pour une taxe de 0,05% de la valeur nominale de tous les produits financiers, dans la zone euro et au Royaume-Uni. La

manne tomberait à moins de 100 milliards, sans la participation de l'Angleterre.

Le concept, inventé par le Nobel d'économie James Tobin en 1972, avait été popularisé en 1998 par l'association altermondialiste Attac, pour venir en aide aux pays du Sud. Avec la crise, la taxe a complètement perdu son étiquette gauchiste. « *Au nom de quoi ne demanderions-nous pas à la finance de participer à la stabilisation du monde en prélevant sur chaque échange financier une taxe ?* », déclarait Nicolas Sarkozy à la tribune de l'ONU en septembre 2010. Les députés européens et français ont suivi. Mais pour l'instant seules la Belgique et la Finlande ont affiché leur soutien à Paris et Berlin.

Londres, en revanche, y est viscéralement hostile. « *Les transactions concernées vont simplement se déplacer vers les pays qui n'en appliquent pas* », a fait valoir le ministre britannique des Finances. Même opposition de l'ensemble des lobbies financiers européens. La Fédération française bancaire, qui craint que le financement des entreprises s'en trouve pénalisé en Europe, ne veut pas de cette taxe, si elle n'est pas mondiale. « *Une telle taxe serait un cadeau aux places financières et produits financiers non régulés* », avance la Bourse allemande Deutsche Börse, alors que son cours – ainsi que celui de la Bourse Nyse Euronext – chutait de près de 5% le lendemain de l'annonce.

Traders dans une salle de marchés



### LA TAXE TOBIN REVISITÉE

L'économiste américain James Tobin, né en 1918 et mort en mars 2002, avait pensé à instituer une taxe pour freiner la spéculation sur les marchés des changes. Les recettes auraient été affectées à l'aide aux pays en développement ou aux Nations unies.

Le projet de la Commission européenne prévoit de taxer large : actions, obligations, changes et produits dérivés. Pour y parvenir, Bruxelles propose de cibler les courtiers. « *C'est la personne physique qui est présente, quelle que soit la transaction* », explique Pascal Canfin, euro-député vert et fondateur de l'ONG Finance Watch. Cela règle les questions liées à l'identité du client final, notamment l'incompatibilité entre la taxe et le secret bancaire. Quant aux échanges hors marchés régulés, dits « de gré à gré », qui représentent le gros des transactions, ils seraient inscrits dans des registres obligatoires, ce qui permettrait une taxation « *ex post* ».

Pour éviter les délocalisations de flux financiers, il est crucial de taxer aussi les courtiers hors zone euro, qui interviennent sur les places européennes. Y compris les Anglais, si le Premier ministre britannique James Cameron persiste à refuser cette taxe abhorrée par la City. Pas question, pour Bruxelles, de réitérer l'échec de la Suède, qui dans les années 1980 a vu la cotation de ses principaux titres délocalisée à Londres, à la suite de l'instauration, à Stockholm, de taxes sur ses transactions qui épargnaient les courtiers non suédois. A quoi les recettes de cette taxe seraient-elles affectées ? Le débat ne fait que commencer.

### Emettre des eurobonds

« Eurobonds » ou obligations souveraines européennes : les hommes politiques et les économistes n'ont plus que ce mot à la bouche. Certains y voient la « solution miracle » pour sauver l'euro une fois pour toutes ; d'autres l'« instrument diabolique » qui tirera les pays les plus forts vers le bas. De quoi s'agit-il ? Jusqu'à présent, à chaque fois qu'un pays européen emprunte de l'argent sur les marchés, il émet ses propres bons du Trésor. Avant la crise grecque, tout le monde empruntait plus ou moins au même taux d'intérêt. Mais, depuis deux ans, les marchés font payer des taux très élevés aux plus faibles (aujourd'hui 16% pour les obligations grecques à dix ans) et des taux très bas aux plus solides (2,25% pour l'Allemagne). L'instauration d'eurobonds consisterait à empêcher les

### DES NIVEAUX DE DETTE TRÈS DISPARATES



investisseurs de jouer un émetteur contre un autre, en faisant lever tout ou partie de la nouvelle dette de chaque pays de la zone euro par un unique émetteur européen. « C'est la solution d'avenir », dit Daniel Cohen. Le taux d'emprunt serait alors uniforme, et le risque mutualisé. Chaque pays de la zone pourrait, par exemple, lever l'équivalent de 60% de son PIB en euro-obligations. Au-delà, il pourrait continuer à emprunter... mais sous sa propre signature, ce qui l'obligerait à assainir ses finances publiques. Les tenants de ce système parient sur un effet vertueux de convergence économique entre les 17.

Inconvénient : cela revient de facto à demander aux premiers de la classe - Allemagne et France - de se porter garant des dettes des cancren en grande difficulté (Grèce, Portugal...). Pour le moment, Angela Merkel a rejeté l'idée de ces « obligations » communes, notamment pour des raisons de politique intérieure. Le FDP, le parti libéral allemand, a menacé la

chancelière chrétienne-démocrate de faire éclater la coalition si elle acceptait ce système. « *Maintenant, la menace de ce que les Allemands ont toujours redouté approche : "une Union de transfert"* », titrait la semaine dernière le quotidien conservateur « Die Welt ». Biberonnés au fédéralisme, les citoyens allemands ont payé cher les transferts entre länders. Le retour dans l'Alle-



Angela Merkel et Georges Papandréou



**VERS LES « EURO BONDS »**  
Le responsable des études économiques de Natixis (groupe BPCE) Patrick Artus est convaincu que seule la création d'eurobonds permettra de sortir pour de bon de la crise des dettes souveraines. Il propose un système de bonus/malus, afin de contraindre les bénéficiaires à la vertu budgétaire.

magne réunifiée des provinces de l'ex-RDA, en quasi-faillite, a durablement plombé sa croissance. Les Allemands redoutent que l'émission d'eurobonds se fasse à des taux plus élevés que les leurs. Chercheur à l'institut économique Ifo, Kai Carstensen a calculé que cela alourdirait la charge de la dette allemande de... 47 milliards d'euros !

« *Ce n'est pas absolument certain, rétorque Frédéric Bonnevey, auteur d'une étude publiée en février dernier par l'Institut Montaigne. Rien ne dit que les taux d'emprunt de l'eurobond ne seront pas plus proches des actuels bons du Trésor allemand.* » Patrick Artus, de Natixis, affirme que les eurobonds sont « *la seule manière d'arrêter définitivement les crises spéculatives sur les dettes souveraines* ». Et il a calculé que cette obligation européenne serait « notée » AA+, ce qui permettrait à tous d'emprunter à dix ans à un taux légèrement supérieur à 3%.

De fait, en Allemagne, la CDU de Merkel réfléchit, en coulisse, aux conditions auxquelles elle serait prête à les accepter. Principal écueil : éviter ce qu'Artus qualifie de « *comportements de passager clandestin en matière budgétaire* ». Il propose pour sa part un système de « bonus/malus » pour contraindre les Etats de la zone euro à une saine gestion. Tout est donc affaire de gouvernance à construire.

Loin d'être seulement technique, le débat sur les eurobonds pose la question de la souveraineté des Etats. « *Les eurobonds seront-ils un instrument de sortie de crise permettant d'aller vers la croissance ou une mise sous tutelle des pays en difficulté ?* » s'interroge l'économiste Philippe Crevel, secrétaire général du Cercle des Epargnants. La création d'euro-obligations souveraines serait un pas décisif vers une véritable intégration européenne. Toute la question est de savoir si Nicolas Sarkozy et Angela Merkel seront capables de sublimer leurs calendriers électoraux (mai 2012 pour la France, septembre 2013 pour l'Allemagne) pour devenir les architectes d'une nouvelle Europe.

ODILE BENYAHIA-KOUIDER  
et DOMINIQUE NORA,  
avec CLARA BAMBERGER  
et DONALD HÉBERT

## Polémique autour de la « règle d'or »

La désormais fameuse « règle d'or », que Nicolas Sarkozy et Angela Merkel veulent imposer aux 17 pays de la zone euro, est-elle comme ils le prétendent le sésame anticrise de l'Europe ? Mardi 16 août, les deux leaders ont en effet décidé, entre autres, de proposer à leurs 15 partenaires de la zone euro d'inscrire dans leur Constitution, d'ici à l'été 2012, l'obligation de revenir à l'équilibre des finances publiques. Sans autre précision quant à la méthode, ni aucune exception pour les pays les plus endettés. Cette annonce était destinée à rassurer les marchés. Raté : les Bourses ont replongé. Pour Angela Merkel, cet engagement ne coûte pas grand-chose : il est déjà inscrit dans la Constitution depuis 2009. En 2016, le déficit de l'Etat fédéral ne devra pas dépasser 0,35% du PIB. Pour les länders, dont certains sont très endettés, l'échéance est prévue pour 2020. « *Cet engagement est une bonne mesure, l'endettement est une drogue et un poison* », juge Henrik Uterwedde, directeur adjoint de l'Institut franco-allemand de Ludwigsburg. Le dispositif peut cependant être mis entre parenthèses dans deux circonstances : catastrophes naturelles et risques de récession... Mais en France ? « *Faire voter la règle d'or, c'est la garantie d'un ajustement à moyen terme* », explique

un proche du chef de l'Etat. Les socialistes y voient surtout un piège : une manœuvre de Sarkozy pour faire oublier que sa politique est responsable des deux tiers du déficit actuel, la crise seulement d'un tiers ! Quant aux économistes, ils sont partagés. « *C'est une mesure intéressante, même si ce n'est pas l'alpha et l'oméga pour résoudre nos problèmes d'endettement* », juge Nicolas Bouzou, économiste chez Asterès. Henri Sterdyniak, économiste à l'OFCE, est franchement critique : « *C'est de la publicité. Et si c'était sérieux, si tous les pays de l'euro s'engageaient dans une politique restrictive, la croissance serait brisée.* » Même scepticisme chez Jean-Hervé Lorenzi, membre du Conseil d'Analyse économique : « *C'est du baratin, qui était destiné aux marchés. Un aveu d'impuissance aussi. On pourrait l'appeler règle de vermeille ou d'argent, peu importe ! Le diable est dans les détails, et les détails, nous ne les avons pas.* » Cédric Thellier, conjoncturiste de Natixis, lui, appelle à « *respecter d'abord les sanctions prévues par le traité de Maastricht, ce qui n'a jamais été fait !* » Soit une amende versée à Bruxelles, équivalente à 0,2 % du PIB si le déficit est supérieur à 3%, et de 0,6 % s'il égale 6%...  
M. GN