

Sébastien LAYE  
Juin 2016

Note d'actualité 37

# DETTES PUBLIQUES EUROPÉENNES | LA SOLUTION ?



Alors que le FMI paraît incapable de proposer une solution réaliste au fardeau de la dette grecque (suggérant récemment d'étendre les maturités finales de cette dette de 2040 à... 2080) et que les Britanniques s'interrogent, avec le Brexit, sur l'échec économique de la zone euro, un groupe d'économistes a récemment formulé des idées originales et crédibles pour régler le problème des dettes publiques en Europe. Après cinq années de crise et de marasme, tiendrait-on enfin la solution ? Analyse et décryptage de propositions hélas largement passées inaperçues chez nous...

Cinq années après le déclenchement de la crise des dettes souveraines en Europe, notre continent semble toujours aux prises avec une situation insurmontable : une croissance anémique, une inflation inexistante malgré la politique d'assouplissement quantitatif, une demande atone, et une reprise qui paraît entravée par un stock de dettes toujours colossale. C'est dans ce contexte troublé qu'un groupe d'économistes de Cambridge, de la *London School of Economics* et du *Walter Eucken Institute* vient de publier un document de travail relatif au renforcement de la zone euro intitulé *Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society. Monitoring the Eurozone 2* (1).

Nous avons étudié leurs propositions avec un angle critique et sur la base de ce travail, nous passons en revue quelques solutions claires pour assainir les finances publiques de la zone Euro. Le stock important de dettes souveraines en Europe (plus de 12 700 milliards d'euros) représente un risque de long terme pour la croissance économique sur le continent et un fardeau trop lourd pour les générations futures. Il est de notre responsabilité d'Européens réalistes, de traiter ce problème maintenant et d'éviter toute répétition future du scénario des dernières années.

Les travaux de Reichlin et Rey s'inscrivent dans cette logique, en cherchant à résoudre maintenant le fardeau des dettes publiques. A cet égard, ce document, au-delà de certains aspects techniques très novateurs, n'évite pas le débat politique et les auteurs rappellent (presqu'à chaque paragraphe...) que la résolution des problèmes de la dette est la condition *sine qua non* de la future prospérité économique de l'Europe. Nous sommes en désaccord avec eux sur certaines propositions, comme leur idée (qui ne nous paraît pas réaliste sur le plan budgétaire) d'émettre des *refugee bonds* pour financer l'aide aux réfugiés du Moyen Orient (leur approche, qui s'inspire des fameux *social bonds*, pourrait cependant être appliquée à d'autres domaines sociaux relevant moins directement des États que l'accueil des réfugiés).

Cette approche de la crise financière présente deux mérites fondamentaux : les mesures proposées lient la résolution de la crise (restructuration des dettes) à un mécanisme de stabilisation de long-terme afin d'éviter la répétition des erreurs du passé et notamment du laxisme budgétaire. Elles peuvent en outre être mises en œuvre sans grande réforme institutionnelle de la construction européenne. Comme les auteurs de l'étude, nous aurions préféré un *aggiornamento* institutionnel, avec plus de convergence fiscale et budgétaire, des politiques économiques coordonnées : mais, prenant acte de la panne européenne (dont ce n'est pas le lieu ici de discuter les causes), il nous paraît plus utile de proposer, en pragmatiques, un nouveau mécanisme de stabilisation automatique qui ne requiert ni une mutualisation des dettes, ni de nouvelles institutions.

## | La proposition

Les auteurs proposent de mieux utiliser l'ESM (*European Stability Mechanism*), l'agence existant actuellement qui peut fournir une forme d'assistance financière aux États et banques européennes) par la création d'un mécanisme permanent de restructuration des dettes européennes (le SDRR pour *Sovereign Debt Restucturing Regime*).

---

(1) Giancarlo Corsetti, Lars Feld, Ralph Kojen, Lucrezia Reichlin Ricardo Reis, Hélène Rey, Béatrice Weder du Mauro et Fernandino Giugliano, *Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society. Monitoring the Eurozone 2*, avril 2016, [disponible ici](#).

Il prendrait la forme d'un fonds abondé par les États capable d'acheter et d'éliminer des dettes souveraines afin de les maintenir en dessous de 90% du PIB national **(2)**. Ce fonds permettrait une réduction drastique (en une seule fois) des dettes souveraines suivies d'un mécanisme permanent de régulation pour les prochaines décennies. Afin de dénouer le lien problématique entre le bilan des banques et les dettes souveraines, les auteurs proposent aussi de créer des CDO (packages de dettes) constitués de dettes souveraines : des tranches seniors et sans risques seraient créées, une forme d'*eurobonds* synthétiques mais ne nécessitant pas formellement de mutualiser les dettes et de créer des *eurobonds*.

## | L'urgence : gérer la transition vers un nouveau Mécanisme Permanent de Restructuration des dettes souveraines

Le cœur de la thèse des auteurs est bien sûr de proposer un mécanisme de long terme de résolution des problèmes d'endettement de la zone euro. Cela étant, force est de constater que la transition vers un tel régime demande d'abord, *nolens volens*, de diminuer le stock de dettes existantes. Il n'y a pas de solution simple et idéale à un tel problème et jusqu'à présent, les autorités européennes, en favorisant le simple décalage dans le temps des remboursements (au cœur de la nouvelle proposition en date du 17 mai 2016 du FMI) ou l'émission de nouvelles dettes pour payer les anciennes obligations, ont créé de multiples effets d'aléa moral **(3)**. L'approche actuelle des autorités européennes, malgré l'existence de l'ESM, consiste à se reposer sur la Banque centrale européenne, qui achète les obligations souveraines pour les garder à son bilan. Nous pensons que l'alternative proposée par les auteurs réduit le problème de l'aléa moral en zone euro, en réduisant le pouvoir de la BCE et en coordonnant l'élimination des dettes existantes.

Le traitement des dettes existantes (*legacy debt*) serait le suivant : un Fonds de Stabilité aurait pour mission, sous les auspices de l'ESM, de racheter puis d'éliminer une part significative des dettes souveraines afin de les ramener dans chaque pays bien en dessous de 90% du PIB. Le financement de ce fonds serait assuré par des revenus fiscaux dédiés de manière spécifique par les États à ce fonds, par exemple des taxes carbone nouvelles ou des taxes existantes (TVA ou impôts sur la fortune locaux). Afin de se financer, le fonds émettrait sur les marchés sa propre dette (dont la maturité devrait correspondre à celle des dettes locales achetées), sécurisée par la valeur nette actualisée des futurs revenus fiscaux. Ce financement, afin de fonctionner correctement, exigera de solides engagements de certaines ressources fiscales de la part des États membres. Cette dette du fonds de stabilité sera hors bilan pour les États membres et pourra être acceptée comme un collatéral de qualité par la BCE (ce sera même le principal futur actif des banques européennes à cote des dettes souveraines domestiques). Ce traitement unique des dettes peut être analysé comme un échange (*swap*) de dettes nationales – sujettes à un risque de défaut – en un nouvel actif sans risque ; mais force est de constater qu'il n'y a pas de nouvelle construction politique ou de mutualisation des dettes ; il n'y a pas besoin de franchir une nouvelle étape dans la construction politique pour mettre en place de manière pragmatique ce mécanisme.

---

**(2)** Pour rappel, la dette grecque représente 175% de son PIB, la dette italienne 133% de son PIB et la dette française, 97% de son PIB.

**(3)** L'aléa moral désigne une situation où le régulateur public, par son intervention, suscite des comportements toujours plus risqués de la part des acteurs économiques qui in fine savent qu'ils peuvent compter sur son intervention.

Les auteurs imaginent que le transfert fiscal annuel représenterait 0,5% du PIB de chaque pays (dans le cas de la France, aux environs de 10 milliards euros pour une dette de 2100 milliards, soit 96,5% du PIB). La valeur actualisée nette d'un tel transfert sur les cinquante prochaines années (en faisant l'hypothèse d'un taux d'actualisation de 2% et d'un taux de croissance de 1%) atteindrait 2000 milliards d'euros. Y seraient également adjoints ce qu'on appelle les droits de seigneurage futurs de la BCE (les actuels dispositifs d'intervention dont la valeur actualisée est présentée dans l'étude aux environs de 1000 milliards euros). Au total, le Fonds pourrait titriser près de 3000 milliards euros pour immédiatement retirer les dettes souveraines, pays par pays, au prorata de l'engagement fiscal.

Cet effort sans précédent qui pourrait être mis en œuvre en quelques années aurait un impact significatif sur la plupart des pays, leur permettant de ramener leur dette en deçà de 90% du PIB, comme le montre le tableau ci-dessous :

	Nouveau niveau de dette	Niveau de dette 2015
Allemagne	43,1%	71,4%
Autriche	58,5%	86,6%
Belgique	78,3%	106,7%
Chypre	74,5%	106,7%
Espagne	69,3%	100,8%
Estonie	-22,9%	10%
Finlande	34,1%	62,5%
France	67,4%	96,5%
Grèce	158,3%	194,8%
Irlande	71,9%	99,8%
Italie	102,5%	133%
Lettonie	2,1%	38,3%
Lituanie	7,1%	42,9%
Luxembourg	-3,3%	22,3%
Malte	35,2%	65,9%
Pays-Bas	40,4%	68,6%
Portugal	94,5%	128,2%
Slovénie	51,6%	84,2%
Slovaquie	18,8%	52,7%

**Source** | Giancarlo Corsetti, Lars Feld, Ralph Koijen, Lucrezia Reichlin Ricardo Reis, Hélène Rey, Béatrice Weder du Mauro et Fernandino Giugliano, *Reinforcing the Eurozone and Protecting an Open Society. Monitoring the Eurozone 2*, avril 2016, p. 35

Cet effort peut être mis en place rapidement, sans mettre en danger la signature de crédit (pas de défaut drastique ou de restructuration décimant les créiteurs), et les dettes seraient rachetées à des dates proches de la maturité afin d'éviter de gonfler une bulle spéculative sur les obligations souveraines. Cet effort consiste à « emprunter » des futures recettes fiscales afin de réduire drastiquement le fardeau de la dette souveraine aujourd'hui ; il n'est bien évidemment que le premier étage de la fusée puisqu'un tel règlement serait inefficace voire dangereux si la courbe ascendante des déficits devait reprendre sa croissance exponentielle. Les auteurs proposent donc un mécanisme permanent pour éloigner le niveau des dettes du seuil des 90% du PIB.

## | Le SDRR : mécanisme permanent de stabilisation des finances publiques européennes

Plutôt que de laisser un régulateur ou un banquier central intervenir à sa guise sur les marchés, il est toujours préférable de définir des règles contraignantes et automatiques *ex ante*, quitte à ajuster ces règles régulièrement. Cela permet d'éviter les effets d'aubaine et de surprise, et de rassurer les opérateurs sur la stabilité du système. Les nouvelles règles proposées par les auteurs sont réunies sous le nom de SDRR (*Sovereign Debt Restructuring Regime*). Le SDRR est à la fois un ensemble de règles contraignantes afin d'éviter l'émergence d'une crise financière des dettes souveraines, et un mécanisme de résolution de ces crises. Le SDRR est une adaptation de l'approche employée par le FMI, qui ne paraît pas conforme au contexte européen. Il n'est pas possible de mettre en place le SDRR avant un mécanisme de « purge » du montant nominal des dettes que nous avons présenté dans la première partie de cette note.

L'approche habituelle en cas de montant excessif de dettes publiques consiste soit en l'inaction (ne rien faire), soit en la fuite en avant (émettre de la nouvelle dette pour remplacer l'ancienne). Ces approches se soldent par des cures d'austérité budgétaire imposées de l'extérieur (qui ne permettent pas un désendettement effectif quand la croissance n'est plus au rendez-vous) ou bien des restructurations drastiques avec perte sur leur principal pour les créiteurs. Cette dernière solution, tentante en théorie, est rarement possible à une grande échelle et, en général, écarte l'État en défaut pendant plusieurs années des marchés obligataires. Le mécanisme proposé par les auteurs représente une troisième voie plus subtile et originale ; il est à la fois un mécanisme *ex ante* pour éviter la survenance de dettes trop massives et un outil pour régler leur résolution rapides si ces problèmes doivent à nouveau se présenter.

La première partie du mécanisme est un amendement des règles actuelles de l'ESM. Les auteurs proposent de définir des règles précises selon lesquelles les dettes souveraines seront classifiées comme « en détresse » et donc justifiant une intervention. L'ESM ne pourrait intervenir que si trois conditions étaient remplies :

- la dette souveraine doit rester effectivement inférieure à 90% du PIB ;
- les besoins brut financiers doivent rester inférieurs à 20% du PIB ;
- et le pays risque de perdre l'accès normal à marchés financiers.

La séquence de la surveillance permanente de chaque État est la suivante : si une dette publique dépasse l'objectif fixé par les traités européens de 60% du PIB, cette dette est classifiée comme « *excess debt* ». Elle fera alors l'objet d'une EDA (*excess debt analysis* ou « analyse de l'excès de dette ») avec plusieurs scénarios : scénario de base, *stress test*. Si la trajectoire de la dette projetée ou la dette en cas de *stress test* dépasse 90% du PIB et que les besoins bruts additionnels dépassent 20% du PIB sous un de ces scénarios, le SDRR requalifie le pays en « pays en situation de stress ». Si en plus de ces qualifications, le pays perd l'accès normal aux marchés (conditions de financement trop élevés ou même impossibilité de se refinancer), l'ESM peut intervenir soit en rachetant et en éliminant la dette (mécanisme classique similaire au Fonds de Stabilité) automatiquement pour éviter de dépasser les deux seuils de 90% et 20%, soit en étendant les maturités si les projections permettent d'éviter le non-respect des deux seuils. Nous sommes en présence d'un mécanisme certes contraignant, mais automatique, sans jugement de la part d'un banquier central, et surtout d'un mécanisme *ex ante* et contracyclique. La liquidité est injectée dans le système avant même la survenue de la crise souveraine, à la différence de ce qui s'est passé en 2011-2012 et qui continue à obérer toute chance de reprise solide en Europe.

La seconde partie du mécanisme tente cependant d'imaginer les conséquences d'une éventuelle restructuration de dette souveraine et d'éviter un scénario à la grecque. Cette partie du dispositif s'inspire du droit des créanciers anglo-saxons dans le monde de l'entreprise et essaye d'encadrer le régime de discussion et de négociations avec les créanciers minoritaires (*hold-outs*) : dans le cas de la Grèce, on a vu le pouvoir de nuisance de ces créanciers, surtout quand ils sont de type internationaux ou des *hedge funds*. Nombre de créanciers minoritaires tentent de détourner à leur avantage les conditions d'une restructuration décidée par les majoritaires, souvent en refusant de participer à la résolution de la crise pour en extraire des conditions particulières. Les auteurs proposent une solution statutaire à ces possibles conflits en insérant une nouvelle clause dans le traité ESM qui étendrait la protection contre toute action judiciaire à un État qui négocierait une restructuration de dette avec une super-majorité de créanciers en cas et seulement en cas d'intervention de l'ESM. Cette protection très forte de la résolution des crises par le fait de la majorité serait une spécificité européenne et irait à l'encontre par exemple de la tendance que le FMI a tenté d'imposer. Mais on peut considérer, comme les auteurs, qu'une protection ancrée dans les traités des créanciers majoritaires inciterait les États à négocier des que la crise des finances publiques deviendrait sérieuse.

## | Dénouer le lien entre les banques et la dette souveraine domestique

Les auteurs de l'étude proposent de mettre un terme au lien intrinsèque existant entre la qualité de crédit des banques européennes et les obligations souveraines de leur pays d'origine; et ce d'une part en encourageant la diversification géographique, et d'autre part en créant (sans les fameux *eurobonds*) une obligation synthétique représentative de la zone euro qui servirait de meilleure cible aux politiques monétaires de la BCE.



La crise financière a montré que le fait que les bilans des banques européennes soient massivement constitués de dettes souveraines de leur pays constituait une faiblesse intrinsèque et une source d'instabilité. Dès que les finances publiques sont critiquées, les banques sont attaquées par les marchés financiers et inversement, des difficultés bancaires amènent les investisseurs à se débarrasser de ces titres de dettes alors qu'ils anticipent des ventes massives par les acteurs bancaires. Ce lien, parfois décrit par les auteurs comme un « lien diabolique », n'a été que partiellement découplé par les mécanismes de sauvetage des banques mis en place au cours des dernières années. Par exemple, en Italie et en Espagne, environ 10% de tous les actifs des banques sont des obligations souveraines de leur pays. Comment expliquer une telle absence de diversification ? En premier lieu, le travail de persuasion et d'incitation des autorités publiques de leur pays. Deuxièmement, les banques parient sur un traitement préférentiel du régulateur local en cas de faillite si l'institution détient une part non négligeable de la dette nationale. Enfin, la plupart des banquiers considèrent qu'en cas de crise systémique, leur sort sera lié à leur État d'origine dans tous les cas, et donc que la diversification est ipso facto inutile. Nous ajouterons une autre hypothèse : certains banquiers craignent probablement un possible éclatement de la zone euro et en liant leurs actifs à leurs dettes en termes de géographie, ils diminuent ainsi les risques potentiels liés à un retour aux monnaies nationales.

Il est impératif de rendre possible le défaut d'un pays de la zone euro selon des règles définies *ex ante*, de reconnaître les risques inhérents aux obligations souveraines et d'inciter les banques à une plus grande diversification en matière d'obligations souveraines. Les auteurs proposent deux mesures essentielles : imposer de nouvelles pondérations de risques pour la détention d'obligations souveraines et encourager la création de CDOs (package de dettes) constitués de dettes souveraines afin, sans créer d'*eurobonds*, de créer une sorte d'obligation européenne synthétique.

Sans entrer dans les détails complexes de la nouvelle pondération, l'idée est de permettre aux banques de mieux prendre en compte les risques réels (état des finances publiques, absence de réformes, fiscalité, etc...) des obligations domestiques et, surtout, d'instiller une diversification géographique et une différenciation en termes de risque de crédit. A l'heure actuelle, seules les politiques d'assouplissement quantitatif, la liquidité et le soutien général de la BCE incitent les banques à détenir ces obligations domestiques. En d'autres termes, elles ne sont jamais pénalisées pour détenir des obligations de leur État quand bien même les finances publiques de cet État sont gérées en dépit du bon sens ! Les pondérations seraient définies par l'exercice de l'ESM que nous avons précédemment décrit (*Debt Assessment*).

La deuxième proposition est la possibilité d'enregistrer avec la BCE des CDOs de dettes souveraines avec différentes tranches (senior, junior) donnant lieu à différentes pondérations prudentielles. La tranche senior de ces CDOs s'apparenterait à une sorte d'obligation de la « zone euro » et pourrait servir de référence pour la politique monétaire de la BCE. Il serait l'équivalent européen du *Treasury Bond* américain. Ces propositions constitueraient un jalon important dans la construction d'une union bancaire.

## | Conclusion

La construction européenne pâtit d'un manque de coordination entre les politiques budgétaires et fiscales des différents pays. Plutôt que d'espérer un hypothétique approfondissement de la construction politique (pour lequel le consensus des peuples n'existe pas à l'heure actuelle), il paraît à la fois préférable et réaliste de mettre en œuvre immédiatement des mesures pragmatiques afin de résoudre la crise des finances publiques européennes. Un important effort maintenant pour purger le stock de dettes – sans remettre en cause le fonctionnement normal des marchés financiers – conférerait une grande crédibilité à la zone euro et surtout permettrait aux futures générations européennes de ne pas souffrir de nos erreurs.



**Sébastien LAYE** | De nationalités française et américaine, diplômé d'HEC Paris et de Sciences Po Paris, Sébastien LAYE est un entrepreneur dans le domaine des services financiers (arrangement de crédit et conseil en fusions-acquisitions, principalement aux États-Unis). Économiste et analyste financier de formation, il a débuté sa carrière à New York dans le secteur bancaire et dans plusieurs fonds d'investissement. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages et rapport sur la l'économie et l'entreprise. An sein de l'Institut Thomas More, qu'il a rejoint en mai 2016, il est en charge des enjeux macroéconomiques, des finances publiques et des problématiques liées au financement de l'économie et des entreprises.

Les propos et opinions exprimés dans ce document n'engagent que la responsabilité de l'auteur.

Sa reproduction, partielle ou totale, est autorisée à deux conditions : obtenir l'accord formel de l'Institut Thomas More asbl, et faire apparaître lisiblement sa provenance.

© Institut Thomas More asbl, juin 2016

**Paris** | 20, rue Laffitte – F-75 009 Paris  
+33 (0)1 49 49 03 30

**Bruxelles** | Rue de La Fauvette, 92, B-1180 Bruxelles  
+32 (0)2 374 23 13

[www.institut-thomas-more.org](http://www.institut-thomas-more.org)

[info@institut-thomas-more.org](mailto:info@institut-thomas-more.org)