

Il faut créer des eurobonds

La Banque centrale européenne doit sauvegarder sa crédibilité et les Etats membres prendre enfin leurs responsabilités.

En mai 2010, la brutale fermeture du marché obligataire à l'Etat grec conduisait la Banque centrale européenne (BCE) à inaugurer, en catastrophe, une politique inédite d'achat d'obligations d'Etat des pays en mal de financement. Effectuée exclusivement sur le marché secondaire, destinée officiellement à ramener les taux des emprunts d'Etat à des niveaux soutenables (autour de 6 %), et présentée comme limitée et temporaire, cette nouvelle politique non conventionnelle contournait le Traité de Lisbonne qui interdit tout financement direct de la BCE aux Etats membres. En ce début 2012, nombre d'économistes exhortent la BCE à faire preuve de beaucoup plus d'audace (le montant cumulé des achats représente 211 milliards d'euros fin 2011, soit 3 % de la dette publique en euros) en s'inspirant des exemples de la Réserve fédérale et de la Bank of England qui détiennent chacune environ 17 % de leur dette publique.

Cette comparaison est insidieuse car les déséquilibres budgétaires des Etats-Unis, première puissance économique mondiale, sont d'abord le fait d'un blocage politique essentiellement dû au refus - idéologique - des élus républicains de remettre en cause les fortes réductions d'impôt accordés aux riches sous l'administration Bush. Quant à la solvabilité du Royaume-Uni, elle n'est nullement en cause. Si l'Allemagne, l'emprunteur le plus sûr de la zone euro, peut être comparée aux deux pays anglo-saxons, les seize autres pays ont un crédit aussi hétérogène que celui des Etats fédérés (si l'Etat fédéral n'a jamais fait défaut sur ses obligations à long terme, les Etats fédérés ont, eux, un solide historique de défauts, le dernier en date étant l'Arkansas au milieu de la Grande Dépression en 1933). Dans ces conditions, l'achat d'obligations par la BCE, même à des cours relativement bas, comporte un véritable risque en capital (d'autant que le taux implicite de l'obligation grecque à 10 ans est passé de 10 % en mai 2010 à 37 % fin 2011...). Dans le cas, de plus en plus probable, d'un défaut de l'Etat grec, la



Eric Pichet, professeur à BEM (Bordeaux Ecole de management)

Les membres du Conseil des gouverneurs n'ont pas d'expérience du trading sur les marchés obligataires

BCE pulvériserait le record de Jérôme Kerviel (4,9 milliards), alors même que ses fonds propres récemment rehaussés sont de 10 milliards d'euros... Si la politique d'achat d'obligations de la BCE a permis de reculer l'échéance du défaut grec, elle trahit aussi la naïveté des 23 membres de son Conseil des gouverneurs. Ils ont en général tous une longue et utile expérience de la gestion d'une politique monétaire mais aucun d'entre eux n'en a du *trading* sur les marchés obligataires...

Qu'une banque centrale ne puisse imposer sa loi hors des frontières du marché monétaire est pourtant une évidence. Ni les achats directs depuis mai 2010, ni les prêts aux banques, sans limite autre que leur *collateral*, à 1 % pour 3 ans, n'ont empêché les taux italiens d'atteindre 7 % lors de la dernière émission obligataire de l'Etat, le 29 décembre 2011, avec seulement 2 milliards d'euros de demande. C'est pourquoi la solution à la crise des dettes souveraines de la zone euro est désormais uniquement dans les mains des chefs d'Etat et de gouvernement. Ils doivent en principe mettre en place le Mécanisme européen de stabilité avec 500 milliards d'euros en mars 2012, le rendre actif en juin, et devraient s'inspirer de l'exemple d'Alexander Hamilton, le premier secrétaire au Trésor américain en 1790, qui créa les obligations fédérales par échange avec celles des Etats fédérés. C'est la création des eurobonds, dont les modalités techniques peuvent être modulées presque sans limite, qui permettra tout à la fois de sortir par le haut de la crise de la dette

de la zone euro et de relancer le processus d'intégration européenne. En revenant à son cœur de mission, assurer la stabilité interne de la monnaie, en s'interdisant une monétisation globale des dettes publiques contraire à l'esprit du traité de Lisbonne et que l'hétérogénéité des signatures rend dangereuse et illusoire, en obligeant enfin les dirigeants des Etats membres à faire preuve de discipline budgétaire, la BCE sauvegardera son principal actif, patiemment construit depuis douze ans par une politique monétaire plutôt réussie : sa crédibilité. ■