

L'Europe a besoin d'eurobills

30.01.12

Christian Hellwig, économiste, Toulouse School of Economics et Thomas Philippon, économiste, New York University

La zone euro connaît une période de répit grâce à trois décisions importantes prises au cours du mois écoulé : l'action concertée des banques centrales du 30 novembre, le conseil européen du 9 décembre et, surtout, les opérations de refinancement à long terme de la Banque centrale européenne (BCE) pour soutenir les banques.

Pourtant, ne nous berçons pas d'illusions. Le refinancement des banques ne fournit qu'un soutien partiel et incomplet aux Etats. L'accalmie est temporaire et la tempête financière reprendra dans les trois mois si on ne s'attaque pas au cœur du problème, c'est-à-dire à la stabilité des dettes souveraines.

Les paramètres sont connus. La périphérie doit continuer ses efforts d'ajustement et le centre offrir des garanties de soutien et de stabilité. Le problème fondamental est que ces deux objectifs paraissent incompatibles. Le débat sur les eurobonds (dette de long terme sous garantie commune) tourne au dialogue de sourds entre les partisans d'une intervention massive sans soucis du lendemain, et ceux que le risque de laxisme budgétaire paralyse complètement.

Nous proposons une solution intermédiaire qui offre les principaux avantages des eurobonds sans en présenter les inconvénients : la mutualisation des dettes de court terme, c'est-à-dire d'une maturité inférieure à un an, qui se nomment bons du Trésor en France et Bubils en Allemagne.

Les eurobills que nous proposons seraient émis par une agence européenne indépendante et remplaceraient leurs équivalents nationaux. L'émission cumulée de chaque pays serait limitée à 10 % de son PIB (chiffre correspondant au poids de la dette de court terme en France ou aux Etats-Unis), et les eurobills bénéficieraient d'une garantie commune. Les états continueraient d'assumer leur propre dette de long terme.

Les eurobills constitueraient l'actif sans risque européen pouvant rivaliser avec les *Treasury Bills* américains. En restreignant le volume à 10 % du PIB, un fond de 100 à 200 milliards d'euros suffirait à garantir la sûreté des Eurobills, même dans les pires scénarios sur l'Espagne ou l'Italie. La demande pour ce genre de produit serait très forte, notamment de la part des banques et des investisseurs asiatiques.

Les eurobills auraient un impact immédiat sur la stabilité financière de la zone euro. Aujourd'hui l'Italie emprunte à un an à un taux proche de 4 %, contre zéro pour l'Allemagne, et n'importe quel accident macroéconomique ou financier ferait remonter ce taux vers les 7 % du mois de novembre, voire au delà. Le niveau, et plus encore la volatilité, des taux à un an font peser sur les pays de la zone euro des risques injustifiés. Les eurobills permettraient à l'Italie d'épargner directement 5 milliards par an (en faisant baisser les taux courts), et, selon nos estimations, au moins autant indirectement par un effet stabilisateur sur les taux longs. Les eurobills auraient de fait le même impact que le plan d'austérité de Mario Monti (30 milliards d'économie sur trois ans).

Les eurobills joueraient un rôle fondamental dans la nouvelle régulation bancaire européenne (en particulier les ratios de liquidité dits de Bâle 3) en rompant le cercle vicieux entre le risque souverain et la liquidité des banques. Ils offriraient aussi un nouvel instrument de politique monétaire à la BCE.

Finalement, et surtout, les eurobills encourageraient la vertu budgétaire. Alors que les eurobonds sont fragiles et exposés au laxisme budgétaire, les eurobills seraient protégés par leur maturité courte. Etant de facto prioritaires, ils maintiendraient la discipline de marché dès lors que les Etats continueraient d'emprunter par eux-mêmes à long terme. Ils permettraient aussi une surveillance quasi continue par les partenaires européens. Notre proposition est donc plus que compatible avec l'exigence de rigueur de gestion des finances publiques, elle en est la meilleure alliée.

Il arrive, parfois, que des problèmes compliqués aient des solutions simples. Si l'on fait la liste des contraintes démocratiques, économiques, financières, et politiques qui s'imposent à la zone euro, on en vient à douter de son avenir. Pourtant, si l'on prend la peine de déconstruire ces contraintes une à une, on s'aperçoit dans chaque cas que les eurobills sont une réponse simple et efficace, en un mot, optimale.