Aude Martin, *Alternatives économiques*, 29 avril 2020

Les coronabonds ou la difficulté de se trouver un intérêt commun en Europe

alternatives-economiques.fr/coronabonds-difficulte-de-se-trouver-un-interet-commun-europe/00092643

Après avoir laissé les Etats agir en ordre dispersé pour limiter les impacts économiques du Covid-19, l'Union européenne (UE) cherche depuis plusieurs semaines à prendre sa part. Elle peine toutefois à dégager une solution qui fasse consensus entre ses membres. Surtout, elle rechigne toujours à mutualiser les dettes nationales, au risque de voir la trajectoire d'endettement de certains pays, au premier rang desquels l'Italie, atteindre des niveaux insoutenables.

« Au sein de l'Union européenne, les prérogatives budgétaires sont la compétence des Etats membres, tout comme les principaux instruments régaliens de réponse aux crises », rappellent les économistes Christophe Blot et Xavier Timbeau de l'OFCE dans une analyse des stratégies de relance américaine et européenne.

En clair, ce sont les budgets nationaux qui ont été mobilisés pour soutenir l'activité économique, l'UE s'étant contentée dans un premier temps de réallouer à la lutte contre la pandémie et ses effets des budgets qui existaient déjà, mais qui étaient dévolus à d'autres objectifs.

> En l'absence d'un budget d'ampleur suffisante et de capacité d'endettement européenne, ce sont les Etats qui devront continuer à mettre la main à la poche

Si l'Union a depuis entériné un plan de soutien plus ambitieux, prévoyant 540 milliards d'euros de mesures immédiates – soit 3,3 % de son produit intérieur brut (PIB) –, et ouvert la voie à la création d'un fonds de rétablissement, dont les premiers détails

indiquent qu'il devrait être abondé à hauteur de 1 500 milliards d'euros, le constat reste le même : en l'absence d'un budget d'ampleur suffisante et de capacité d'endettement européenne, ce sont les Etats qui devront continuer à mettre la main à la poche dans les prochains mois. Car si les sommes annoncées semblent mirobolantes, leur efficacité tiendra surtout à la manière dont elles seront financées.

Le cercle vicieux de la divergence

Pour limiter les impacts économiques de la pandémie de Covid-19, les Etats européens ont tous utilisé globalement le même arsenal de mesures. L'ampleur de la réponse a néanmoins été conditionnée par l'état de leurs finances publiques, et l'Allemagne a donc pu être beaucoup plus ambitieuse que l'Italie, l'Espagne ou même la France.

« Le Pacte de stabilité a beau avoir été aboli pour faire face à la crise, la crainte d'un retour de bâton sur les trajectoires d'endettement est forte et conduit les pays du Sud à autolimiter leurs programmes de relance budgétaire », observe Stanislas Jourdan, directeur de l'ONG Positive Money.

Cela contribue à une augmentation forte de la divergence entre les Etats européens. C'est certes un hasard si les économies les plus fragilisées par la crise de la dette de 2010-2011 (Italie, Espagne) ont été les plus affectées par le virus. Mais ce passif les empêche aujourd'hui de prendre toutes les mesures nécessaires pour limiter l'impact économique de cette nouvelle crise, qui les frappe dix ans après et risque de les pénaliser ensuite dans la course au redémarrage mortifère qui s'annonce en Europe.

C'est quoi un « coronabond » ?

Il n'est pas impossible de limiter cet engrenage, mais cela nécessite la mise en place d'un instrument sur lequel achoppent encore les négociations européennes : des « coronabonds ». Littéralement « corona » en référence au Covid-19 et « bond » pour obligation en anglais, c'est-à-dire un titre de dette.

Héritiers des eurobonds – évoqués, mais vite tombés aux oubliettes, lors de la crise des dettes souveraines –, les coronabonds sont un instrument qui permettrait aux Etats européens d'émettre une dette commune pour faire face aux dépenses induites par la pandémie actuelle, plutôt que de s'endetter comme ils le font aujourd'hui, chacun en leur nom propre.

En clair, ce ne serait plus l'Italie ou l'Espagne qui contracteraient une dette dans leur coin, mais l'Europe dans son ensemble. L'argent ainsi emprunté serait ensuite redistribué à chacun des gouvernements selon des clés de répartition qu'il reste à préciser (en pourcentage des malades ? En pourcentage du taux de chômage ?) ou par l'intermédiaire d'un budget européen dont la force de frappe aurait été augmentée pour l'occasion.

Tout le monde pourra emprunter moins cher

Le premier avantage de ces coronabonds est qu'ils faciliteraient la réduction des écarts de taux d'intérêt entre les Etats membres. C'est-à-dire, le coût qu'ils doivent supporter pour emprunter de l'argent. On a beaucoup entendu dire que, de ce fait, mutualiser la dette reviendrait à diminuer le coût d'endettement de l'Italie et à augmenter celui de l'Allemagne.

> Plus il y aura d'investisseurs intéressés par cette dette, moins elle sera chère à financer

Comme l'économiste Matthias Weber l'a montré dans un récent post de blog, c'est un peu plus compliqué. *« Si les [coronabonds] sont bien conçus, leur émission ne coûtera rien aux pays du Nord »*, explique-t-il. La raison ? Le taux d'intérêt d'une telle dette européenne ne serait pas, comme on pourrait avoir tendance à le croire, la simple moyenne des taux d'intérêt de tous les pays qu'elle agrège mais dépendrait d'un mécanisme d'offre et de demande assez classique en économie.

En clair, plus il y aura d'investisseurs intéressés par cette dette, moins elle sera chère à financer. *« Quand bien même le taux d'emprunt de la France ou de l'Allemagne augmenterait légèrement, ce n'est rien face au coût induit par une implosion de la zone euro et une sortie de l'Italie »*, ajoute l'économiste Lucas Chancel.

« La dette n'est pas un problème »

« Diminuer les écarts de taux entre Etats européens n'est pas urgent pour l'instant, car la Banque centrale européenne a déjà pris des mesures efficaces pour le faire », tempère toutefois Stanislas Jourdan, pour qui l'apport principal des coronabonds serait de *« signaler que l'Europe est prête à changer d'idéologie et que les gouvernements ont enfin intégré ce que le monde financier a déjà compris : la dette n'est pas un problème »*.

Pas d'urgence absolue donc, mais il ne faudra tout de même pas traîner car, selon une étude menée par Lucas Chancel, l'absence de consensus sur les coronabonds aurait déjà effacé l'essentiel des fruits de la politique de la politique monétaire européenne. *« On nous fait croire que les décisions récentes ont déjà sauvé l'euro, mais c'est loin d'être le cas »*, insiste l'économiste.

Autre avantage : imaginer dès maintenant une dette européenne facilite une éventuelle annulation. *« Pour annuler à terme la facture liée au coronavirus, il vaut mieux que la dette soit gérée collectivement dès maintenant »*, explique Stanislas Jourdan.

Alors que la Banque centrale européenne ne peut acheter au maximum que le tiers des dettes nationales pour éviter d'être accusée de financer directement des Etats, l'institution pourrait en outre acheter jusqu'à 50 % de la dette émise par l'institution supranationale qui serait choisie pour émettre cette nouvelle dette européenne, venant ainsi réduire notre dépendance aux marchés financiers.

Intérêts communs

L'émission de dette commune marquerait aussi un pas vers davantage de solidarité en Europe. Ce que demandent avec de plus en plus de vigueur les neuf pays signataires d'une lettre en faveur des coronabonds et que refusent toujours l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande.

Pour certains économistes néanmoins, faire valoir la solidarité et l'effort est une erreur qui complique l'argumentaire des partisans d'une mutualisation de la dette. Cette solidarité est bien sûr essentielle, et elle a d'ailleurs eu lieu du point de vue médical avec, on l'a vu, des transferts de patients d'un pays à l'autre pour soulager les zones sous tension au pic de l'épidémie. Mais *« il aurait fallu mettre en avant le fait que mutualiser la dette c'est simplement une manière plus efficace d'allouer les ressources pour faire face à la crise »*, estime Francesco Saraceno, économiste à l'OFCE au micro du média européen Cosmocène.

« Quand je me retrouve face à des individus ou des populations souffrantes, je me sens obligé de leur donner de l'argent ou de leur offrir un abri (...). C'est de la solidarité. Mais en aucun cas cette solidarité ne me donne envie de contracter des prêts à leurs côtés », explique l'ancien ministre des Finances grec Yanis Varoufakis dans une tribune.

> Comme la reprise de chaque pays européen est conditionnée à la bonne marche de ses voisins, qui lui fournissent biens et services, chacun a intérêt à s'entraider

Le principe d'une mutualisation de la dette aurait donc plus de chances d'être adopté si tous les Etats comprenaient que c'est dans leur intérêt. En l'occurrence, *« au niveau de l'Europe, où les échanges entre pays sont très importants (...) une crise nationale se propage immanquablement aux pays voisin »*, soulignent dans une note de blog trois économistes de l'Institut des politiques publiques (IPP).

Comme la reprise de chaque pays européen est conditionnée à la bonne marche de ses voisins, qui lui fournissent un certain nombre de biens et de services, chacun a intérêt à s'entraider. Et le principe d'une dette commune prend alors toute son importance.

Un budget européen renforcé

Pour Agnès Benassy-Quéré, économiste à l'Ecole d'économie de Paris, une des limites de l'appellation de « coronabonds » est qu'elle met trop l'accent sur l'idée d'un emprunt joint et solidaire. Elle donne le sentiment que la dette ainsi contractée servirait davantage à résorber des supposées erreurs de gestion passées qu'à participer à la construction d'une trajectoire européenne commune.

« A ce titre, la proposition avancée par la Commission européenne d'emprunter de l'argent en échange des contributions futures des Etats au budget européen est une bonne idée », juge l'économiste. A condition bien sûr que chaque pays accepte de ne pas recevoir forcément autant que ce qu'il a versé au pot commun, au risque de perdre totalement l'idée de transferts. *« Politiquement, c'est une des raisons pour laquelle la dette européenne est un sujet si controversé »*, estime Guntram Wolff, directeur de l'Institut Bruegel.

Par rapport à la situation où une entité européenne (déjà existante ou créée pour l'occasion) émettrait de la dette commune, pour ensuite reverser les fonds aux différents états européens selon des critères qu'il reste à définir, passer par l'intermédiaire du budget européen limite a priori les risques de désaccord dans l'utilisation des fonds.

« Ce dont les Allemands ne veulent pas, c'est une situation où le financement de la dette et sa dépense seraient contrôlés par deux entités différentes », détaille Agnès Benassy-Quéré. C'est-à-dire que la dette soit levée par une agence européenne, mais que son utilisation soit ensuite laissée au libre arbitre des gouvernements français, italien, espagnol…

« Dans les fédérations, un emprunt commun est traditionnellement combiné avec un contrôle commun sur les dépenses », décrit Guntram Wolff. *« C'est moins la question de la mutualisation de la dette qui devrait nous occuper que celle de la définition d'un instrument commun pour repayer cette dette, qui serait une nouvelle ressource propre de l'Union européenne ou du groupe d'Etats ayant décidé de mutualiser leur dette »*, estime Lucas Chancel. Tel qu'imaginé par l'économiste, cela pourrait être, par exemple, être la mise en place d'un impôt européen sur les profits des multinationales.