BF 113 XPress_BF Rubrique edito 08.12.11 10:14 Page10

Il manque un chef d'orchestre.

A propos de la dette grecque
Plan Marshall bis, l'autre alternative?

PAR MARC R. STUDER

Administrateur
Patrimoine & Gestion SA
@ studer@patrigest.ch

Cela fait bientôt dix-huit mois que le citoyen-investisseur-contribuable assiste, incrédule, au spectacle affligeant des errements politiques et économiques liés à la dette grecque. On a tout vu, tout entendu, sauf un peu de bon sens. Aussi, du feu de paille grec, on est passé au brasier européen...

Le dilemme politique, c'est la zone du sinistre. Il faut donc quelqu'un aux commandes. Dans toute société organisée, le service du feu est confié à un corps organisé, en l'occurrence les sapeurs-pompiers. Leur mandat est clair et doté de moyens adaptés, et ils n'ont besoin d'aucun feu vert politique pour être opérationnels avec efficacité. Dans le cas de la Grèce, c'est la BCE qui joue le rôle des pompiers. Elle est compétente et entraînée, même si elle n'a reçu, à ce jour, que la mission de guetter une fantomatique inflation. Dès lors, il serait urgent d'amener tous les Etats à revoir immédiatement son cahier des charges, de lui donner le mandat précis de gérer la crise européenne dans son ensemble, ainsi que de lui octroyer les pleins pouvoirs et des moyens illimités pour remplir sa mission. Nous ne parlons plus ici de rafistolage, mais d'un vrai plan Marshall bis, massif, puissant et convaincant. La crédibilité est à ce prix. Paradoxalement, les politiciens pourraient voir une possibilité de faire coup double, avec cette solution. Alors que chaque pays conserverait sa souveraineté nationale, eux se déchargeraient d'une situation difficile pour laquelle ils n'ont aucune compétence, en fait d'une sacrée «patate chaude» bien encombrante, en cette période pré-électorale.

La question de la dette, c'est le cœur du brasier. Il convient donc engager tous les Canadairs à disposition. La dette grecque était initialement marginale. Elle le reste toujours en comparaison avec celle de ses voisins PIIS. Il faut donc absolument éviter que le feu se propage. A sa création, l'UE était fière de montrer une union économique et monétaire solide et crédible, amenant ainsi implicitement les investisseurs à lui faire confiance, en investissant notamment dans la dette des nouveaux Etats membres. Pour sa crédibilité, la BCE doit montrer sans équivoque sa détermination, en faisant passer clairement le message qu'aucun pays de l'Union ne fera défaut. Il est indispensable de lever immédiatement toute ambiguïté sur ce sujet, et de tourner rapidement cette page de la dette. Si le plan se montre convaincant, la réaction de la rue et des marchés sera immédiate. La contestation se calmera et les valeurs financières exploseront à la hausse, «boostées» par des agences de notation rassurées par des bilans soudain assainis. Les spéculateurs n'auraient ainsi plus rien à gagner et pourraient même changer de camps en accumulant la dette grecque.

Pour y parvenir, la BCE pourrait garantir un prix plancher pour la dette grecque. Elle le ferait à des conditions particulières sans relation avec un quelconque défaut, en instaurant un cours minimal sous lequel l'emprunt ne pourrait plus se traiter, pendant la durée du sauvetage. A ce sujet, il importerait, comme la BNS l'a fait, de fixer un prix suffisamment élevé

BF 113 XPress_BF Rubrique edito 08.12.11 10:14 Page11

Un chantier gigantesque.

pour dissuader tout spéculateur de s'essayer sur la dette du pays voisin. Cette dernière a d'ailleurs eu le cran d'affronter seule le monde financier et a réussi le pari de le prendre à revers, de même que de ramener le cours de l'EUR/CHF de 1 à 1,20 franc. La marché a été convaincu par sa détermination, alors que les sommes gigantesques, englouties précédemment, étaient restées sans effet. Le taux de remboursement ne devrait cependant pas se situer trop haut, afin de permettre une réduction potentielle de la dette par le remboursement de porteurs prêts à brader volontairement leurs titres, ni trop bas pour ne pas être assimilé à un défaut. Un niveau de 70%, par exemple, serait idéal à ce stade. La dette grecque devenant implicitement une dette européenne, les caisses de pension pourraient en accumuler, malgré un cours momentanément déprécié.

Egalité de traitement

A l'échéance d'un emprunt, proposer un prix de remboursement volontaire plus attrayant, de 80% par exemple, de façon à motiver les porteurs de titre à valoriser immédiatement leur portefeuille, permettrait une nouvelle réduction de la dette. La Grèce reconduirait l'emprunt ainsi réduit pour une nouvelle période de 5-10 ans, avec un taux d'intérêt identique et un prix plancher toujours garanti par la BCE. Celle-ci devrait bien évidemment assurer le service de la dette grecque et garantir le paiement des intérêts. Pour y parvenir, il faudrait maintenir un taux d'intérêt très bas sur l'ensemble de la zone Euro jusqu'à la résolution finale de la crise, en mettant tous les emprunts européens au niveau de l'Allemagne, une façon d'assurer un équilibre, une cohésion et une égalité de traitement.

En ce qui concerne l'équilibre budgétaire, il constitue le travail du pompier sur le terrain, qui doit contenir le feu et éviter qu'il ne reprenne. L'équilibre budgétaire devrait être facilité par les taux d'intérêt bas, comme évoqué précédemment. Un taux d'intérêt plus élevé ressemblerait au vent qui attise la braise. Il faudrait aussi un coaching budgétaire intelligent. Dans cette optique, la BCE pourrait nommer un «Proconsul financier», chargé de valider toutes les dépenses du ministre des Finances, mais avec un droit de veto. Cette mesure, certes inédite et peu populaire, passerait d'autant mieux qu'elle serait non négociable et motiverait le pays à se sortir plus vite de cette situation de curatelle. En revanche, elle permettrait d'assurer une politique monétaire et fiscale en adéquation avec les directives de la BCE et cohérente avec celles du gouvernement.

Quant à la relance économique, elle représente le déblaiement des débris et doit permettre de reconstruire. L'équation est simple: si votre ratio dette/PIB n'est pas satisfaisant et si vous n'arrivez pas à faire baisser le premier, concentrez-vous sur l'amélioration du 2e, soit la croissance économique. Mais les mesures prises actuellement ne contribuent qu'à creuser le 1er et plomber le 2e. L'UE aurait intérêt à bien s'assurer de ne pas laisser à la traîne les pays fragiles, en proposant des structures fiables incitant sociétés et privés à venir y créer des emplois. Enfin, la réglementation équivaut aux normes de sécurité de la nouvelle construction. La finance inter- ➔

BF 113 XPress_BF Rubrique edito 08.12.11 10:14 Page12

Une remontée difficile.

nationale a dépassé les limites du tolérable. Aussi, une réglementation s'impose qui, dans certain cas, l'empêche d'aller trop loin. C'est à la finance à édicter ses propres lois d'auto-régulation. Parmi quelques formules simples, figurent l'interdiction en tout temps des ventes à découvert, le recours aux longs puts pour des stratégies de couverture directe ou indirecte de positions titre détenues et la suspension temporaire de la cotation d'un titre, lorsque son cours a dévissé de plus d'un certain pourcentage, comme on le fait avec une place boursière. Si toutes ces mesures, pleines de bon sens et finalement assez faciles à mettre en place, étaient assénées avec force et menées de front, elles sauraient convaincre l'opinion publique et les investisseurs. L'UE en ressortirait plus unie, plus forte, plus crédible et pourrait se concentrer sur des plans de relance économique permettant à l'ensemble de la région de retrouver sa compétitivité.

Financer par les impôts?

Le financement pourrait se faire tout d'abord par la méthode Coué, surtout que la BCE a la crédibilité voulue si sa mission est revue dans un sens de gestion globale de la crise. L'investisseur se demanderait alors pourquoi vendre un titre de facto européen. Les titres grecs pourraient même passer au statut de «recherchés». Il existe ensuite la planche à billets, comme les Américains et la Suisse l'utilisent. Contrairement aux préceptes académiques ayant cours actuellement, il n'est pas sûr du tout que cette abondance de liquidité soit inflationniste. D'ailleurs, un bilan de la BCE provisoirement gonflé peut aussi rapidement se résorber, dès le résultat atteint. Mais quelles raisons empêchent Angela Merkel de modifier la mission de la BCE? Il s'agit bien sûr du spectre de l'hyperinflation des années 1933 et suivantes, qui a conduit l'Allemagne et l'Europe au désastre, dont elle-même venant de la partie Est n'est sortie que plusieurs années après la chute du mur de Berlin. Le traumatisme demeure donc encore très frais chez les Allemands, alors qu'il fait partie de l'histoire pour les Suisses. Une manière de traiter la question serait peut-être que cette Allemagne, qui a accepté de prendre le leadership européen, dirige indirectement la BCE, afin d'avoir le sentiment de garder constamment la situation sous contrôle. Il existe, enfin, la possibilité d'émettre des emprunts européens, qui devraient être très courus vu le bas niveau durable des taux d'intérêt et la montagne de liquidités sur laquelle sont assis les investisseurs. Dans cette affaire, il n'y a pas que des chiffres, mais aussi des êtres humains. Les technocrates et bureaucrates de Bruxelles, et des divers gouvernements européens, auraient intérêt à le garder à l'esprit, sous peine de se voir désavouer publiquement par les syndicats, des spécialistes des levées de masses avec des troupes toujours prêtes.

Accepter de revoir sa copie et de proposer des solutions empreintes de bon sens, de pragmatisme et de simplicité, pourrait apporter de meilleurs résultats que ceux obtenus jusqu'à présent. Prenons au moins la peine de les analyser et de les essayer. ■

Par Marc R. Studer