

Olivier Berruyer

STOP!

Tirons les leçons de la crise

Et ce n'est pas fini : la preuve par les chiffres !

ÉCONOMIE



éditions
Yves Michel

« Certains pensent que l'austérité est le prix à payer, un mal passager mais nécessaire. Mais non – **l'austérité mène au désastre**. Elle ne fait que retarder la solution des problèmes. Les économies seront plus faibles, les rentrées fiscales aussi, et le chômage sera plus élevé. [...] C'est intenable. [...] En fait, par les tensions qu'elle génère, **l'austérité est une menace pour les démocraties**. » [Joseph Stiglitz, Marianne, janvier 2011]

« Il y a une **limite à l'intensité de la douleur qui peut être supportée dans les démocraties**. » [Edward Parker, responsable chez Fitch pour les pays émergents]

3) Option 3 : ne plus rouler la dette

Donc si la dette continue à augmenter, les prêteurs vont fuir, et si on essaie de la diminuer par de la rigueur, le remède risque d'empirer le mal, et les prêteurs vont fuir. Dans tous les cas, l'État va brutalement devoir cesser de rouler sa dette – ce sera donc la cessation de paiements. Il n'aura alors plus que 4 options.

3.1. La fausse « solution » de l'inflation

Dans les années 70, l'inflation a aidé à rembourser les emprunts. La hausse des prix permet en effet de réduire la valeur de l'argent, donc le poids de la dette. Certains aujourd'hui en arrivent à préconiser le retour à l'inflation pour alléger le fardeau de la dette publique.

Toutefois, ce choix n'est probablement **pas souhaitable**. Tout d'abord, les experts s'accordent à reconnaître que les conditions d'une inflation « maîtrisée » durable ne sont pas réunies. À l'image de la crise de 1929, nos économies souffrent d'une **trop grande capacité de production** pour une trop faible consommation. Le risque d'une baisse des prix pour écouler les marchandises est donc beaucoup plus fort que celui d'une hausse des prix.

De plus, les États (hors zone euro) utilisant de plus en plus la planche à billets pour se financer, il est également à craindre qu'un début d'inflation ne dégénère rapidement en **hyperinflation**

– comme on le voit avec la hausse des matières premières. Il n’y a pas une manette magique permettant de définir l’inflation que l’on souhaite. Et on ne peut pas facilement revenir en arrière.



Mais l’inconvénient majeur de l’inflation « euthanasie du rentier » est que dans les années 2010, elle sera également « **l’euthanasie du salarié** » – ce qui commence à faire beaucoup... En effet, le système économique et les relations sociales ne sont plus les mêmes qu’en 1970. À l’époque, une hausse des prix se traduisait mécaniquement par une hausse collective des salaires. Mais désormais, il est plus que probable qu’une hausse des prix ne soit pas compensée par une hausse des salaires, donc que le pouvoir d’achat chute, en particulier celui des moins protégés. Le pays entrerait alors probablement en récession (puis en déflation).

3.2. Ne pas rembourser

b) Le défaut souverain

L’**effacement des dettes** est vieux comme le monde, et reprend l’idée du **jubilé juif**.



8- Tu compteras sept semaines d’années, sept fois sept ans, c’est-à-dire le temps de sept semaines d’années, quarante-

neuf ans. [...] 10 Vous déclarerez sainte cette cinquantième année et proclamerez l'affranchissement de tous les habitants du pays. **Ce sera pour vous un jubilé : chacun de vous rentrera dans son patrimoine**, chacun de vous retournera dans son clan. [...] 14 Si tu vends ou si tu achètes à ton compatriote, que nul ne lèse son frère ! » (Lévitique 25, 10.11)

Concernant les défauts des États, il convient de bien comprendre qu'il existe une distinction importante entre **volonté de payer** et **capacité de payer**. Et qu'un pays ne fait jamais « faillite », mais il décide de ne pas rembourser ses créanciers car le remboursement ne vaut pas le sacrifice qu'il imposerait. C'est différent d'une entreprise qui serait saisie par ses créanciers dans cette hypothèse. Personne ne saisit un pays, il ne sera pas liquidé. Il a donc toujours le choix, contrairement à un individu ou une entreprise.

« **Un pays ne fait jamais faillite !** » [Walter Wriston, ancien président de Citybank]

« Un pays ne se trouve pas ruiné au sens où une entreprise peut l'être. D'abord, il n'est généralement pas obligé de baisser le rideau. Deuxièmement, son défaut résulte souvent d'un **calcul coûts/bénéfices complexe**, où entrent en jeu des considérations politiques et sociales, et pas seulement économiques et financières. Dans la plupart des cas, **le défaut intervient longtemps avant que le pays soit littéralement à bout de ressources**.

Le plus souvent, un pays, avec assez d'efforts et de souffrances, un pays débiteur déterminé est capable de rembourser ses créanciers étrangers. La question qui se pose à la plupart des dirigeants est de savoir **où placer le curseur**.

Puisque **les prêteurs dépendent de la volonté d'une nation souveraine de rembourser ses dettes**, et pas seulement de son **aptitude** à le faire, la faillite souveraine est tout autre chose que la faillite d'une entreprise. » [Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff, *Cette fois c'est différent*, 2009]

Les défauts souverains sont de vieux souvenirs pour nos pays développés ; ceux-ci semblent cantonnés aux pays sous-développés. Pourtant, en 1789, la France détenait le record du nombre de

défauts : 1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770 et 1788 (non comptés les défauts plus anciens, où le roi exécutait ses créanciers...). Depuis lors, aucun défaut n'est intervenu dans notre pays.

Les premiers défauts souverains, 1300-1799

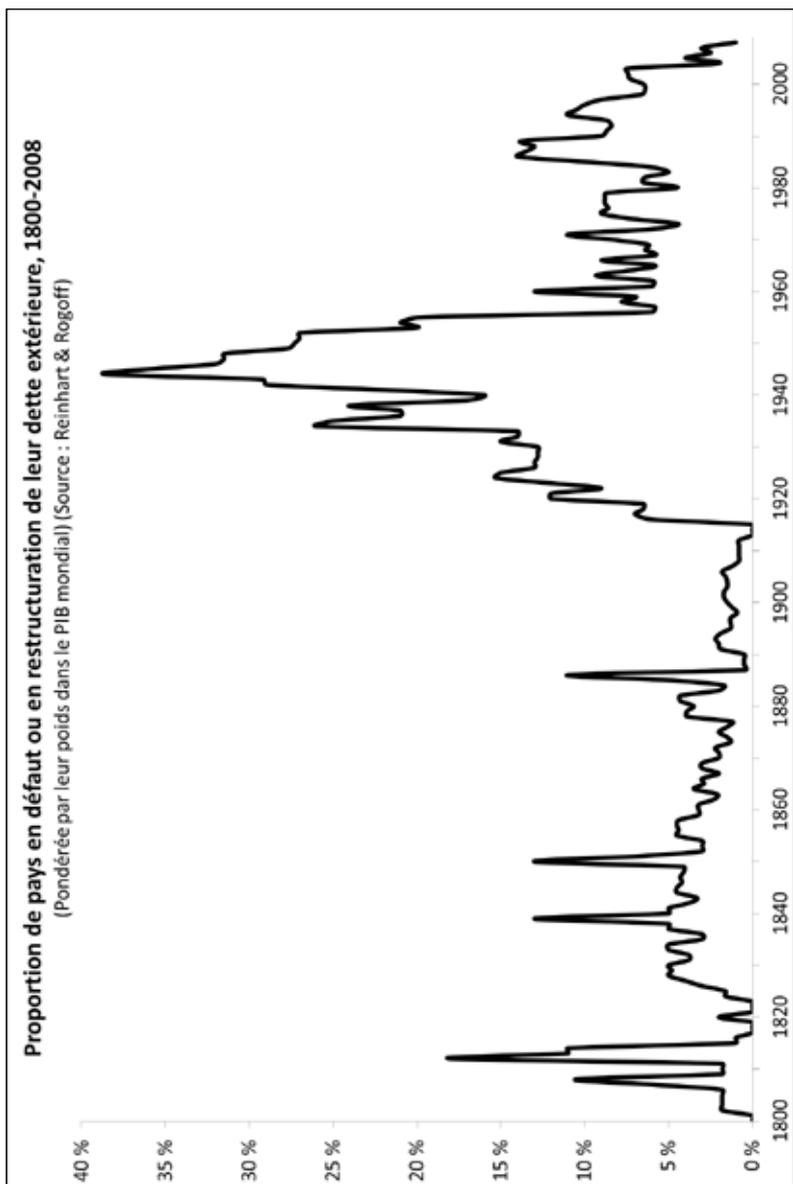
	Année du défaut	Nombre de défauts
France	1558, 1624, 1648 1661, 1701, 1715, 1770, 1788	8
Espagne	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6
Angleterre	1340, 1472, 1594	3
Portugal	1560	1
Allemagne	1683	1
Autriche	1796	1

Source : Reinhart & Rogoff

Exemples de ratios de dette au moment du défaut souverain

	Année du défaut	Ratio Dette publique extérieure / Recettes	Ratio Dette publique / Recettes
Mexique	1827	1,6	4,2
Espagne	1877	5,0	15,80
Argentine	1890	4,4	12,50
Allemagne	1932	0,6	2,4
Chine	1939	3,1	9,0
Turquie	1978	1,4	2,7
Mexique	1982	3,3	5,1
Brésil	1983	0,8	2,0
Philippines	1983	0,2	1,3
Afrique du Sud	1985	0,1	1,3
Russie	1998	3,9	5,0
Pakistan	1998	3,3	6,3
Argentine	2001	1,6	2,6

Source : Reinhart & Rogoff



On constate ainsi que les défauts souverains ne sont pas si rares, mais qu'il ne semble pas y avoir de « règle » magique permettant de définir le plafond de dette acceptable avant un défaut.

Plusieurs grands pays en ont connu au cours des quinze dernières années. On pense à la Russie en 1998 (90 % de décote sur 30 Md\$) ou à l'Argentine en 2001 (50 % de décote sur environ 100 Md\$) – qui ont apparemment plutôt bien survécu... On note qu'elles ont fait défaut à des niveaux **nettement inférieurs** à notre niveau actuel de dette.

« L'Argentine est un bon exemple. Après avoir dévalué, et surtout restructuré sa dette, elle a payé le prix fort. Mais elle a connu ensuite six années de croissance, qui lui ont permis de réduire à 13 % un taux de pauvreté qui atteignait auparavant 40 % de la population. Le chômage est aujourd'hui inférieur à celui que connaissent les Etats-Unis. Tous les problèmes de l'Argentine n'ont pas été résolus, mais **la situation est objectivement meilleure aujourd'hui qu'auparavant**. En sortant de l'euro et en restructurant leur dette, la Grèce et l'Espagne retrouveraient leur compétitivité. Ces pays n'auraient évidemment plus accès aux marchés de capitaux. Mais c'est déjà le cas de la Grèce aujourd'hui. La pire des punitions, c'est ce qui leur arrive en ce moment... » [Joseph Stiglitz, *Marianne*, janvier 2011]

b) Le défaut partiel : la restructuration

« Qui perd ses dettes s'enrichit. » [Honoré de Balzac]

Bien entendu, on ne peut sérieusement imaginer que la France déclare un défaut total sur ses 1 700 Md€ de dettes (dont 1 200 Md€ détenus par des étrangers). En revanche, un défaut partiel de paiement serait tout à fait possible. Une telle restructuration (que les Anglais appellent joliment *haircut*, coupe de cheveux) peut prendre plusieurs formes :

- diminution de tous les taux d'intérêt à 2 % (par exemple) ;
- suspension du paiement des intérêts (46 Md€ d'économies par an) ;

- allongement unilatéral de la durée de l'emprunt ;
- remboursement d'une fraction du capital, correspondant par exemple à une rémunération rétroactive limitée à 2 % ;
- remboursement d'une simple fraction du capital. Dans cette hypothèse, l'État annonce qu'il ne remboursera pas tout le capital restant dû. Il ouvre alors des négociations avec les prêteurs, étant alors en position de force (puisque les prêteurs craindront de tout perdre).

En fait, il semblerait assez normal que les citoyens demandent à renégocier la part de la dette contractée pour réparer les dégâts d'une crise financière qu'ils n'ont pas causée. La mise entre parenthèse d'une partie de la dette semble donc justifiée moralement et défendable politiquement.

c) Justifications du défaut

« Moi, je ne me ferai jamais sauter la cervelle pour des dettes. D'abord, je n'aurai jamais autant de cervelle que de dettes. » [Jules Berry]

Plusieurs arguments peuvent justifier un défaut partiel.

i) La dette odieuse

La notion de dette odieuse pourrait trouver à s'appliquer en partie, lorsqu'elle n'est pas conclue dans l'intérêt des peuples (et même si nous ne sommes pas sous un régime despotique, bien entendu...).

« Si un pouvoir despotique contracte une dette non pas pour les besoins et dans les intérêts de l'État, mais pour fortifier son régime despotique, pour réprimer la population qui le combat, etc., cette dette est **odieuse** pour la population de l'État entier [...] Cette dette n'est pas obligatoire pour la nation ; c'est une dette de régime, dette personnelle du pouvoir qui l'a contractée, par conséquent elle tombe avec la chute de ce pouvoir » [Alexander Sack, qui a théorisé cette doctrine en 1927]

ii) La force majeure

Un défaut partiel pourrait aussi se justifier par la théorie juridique de la force majeure.

« Une condition tacite, liée à tous les contrats, est que ceux-ci cessent d'être obligatoires dès qu'il se produit des **changements substantiels** dans l'état des faits et des conditions sur lesquels ils ont été basés. » [Charles Fenwick, 1948, à propos de la *common law*]

« Force majeure : l'impossibilité d'agir légalement [...] est la situation dans laquelle un événement imprévu et extérieur à la volonté de celui qui l'invoque le met dans l'incapacité absolue de respecter son obligation internationale en vertu du principe selon lequel « à l'impossible nul n'est tenu ». [...]

On ne peut attendre d'un État qu'il ferme ses écoles, ses universités et ses tribunaux, qu'il supprime les services publics de telle sorte qu'il livre sa communauté au chaos et à l'anarchie simplement pour ainsi disposer de l'argent afin de rembourser ses créanciers étrangers ou nationaux. **Il y a des limites à ce qu'on peut raisonnablement attendre d'un État, de la même façon que d'un individu.** » [Commission de Droit International de l'ONU, 1980, cité par www.cadtm.org]

La force majeure justifie que la parole donnée par l'État ne soit pas entièrement tenue.

« On nous rassure constamment sur le fait que les gouvernements ne manqueront pas à leurs engagements concernant la dette. Dans les faits, cependant, **les gouvernements un peu partout dans le monde font défaut à leurs engagements avec une incroyable régularité** soit directement soit par le biais de l'inflation ; ce qui fut le cas pour les États-Unis dans les années 70 mais aussi dans les années 30 lorsqu'ils ont procédé à la dévalorisation de l'or par rapport au dollar de 20 dollars à 34 dollars l'once. » [Kenneth Rogoff, *Project Syndicate*, 2009]

« Les sauvetages de l'Irlande et de la Grèce ainsi que la création du FESF sont des **transgressions majeures du Traité de Lisbonne**. [...] **Nous avons enfreint toutes les règles** car

nous voulions resserrer les rangs et vraiment sauver la zone euro. » [Christine Lagarde, Wall Street Journal, 17/12/2010]

Ne peut-on pas raisonnablement penser que sauver la collectivité nationale et une génération est également important, et nécessite quelques transgressions ? On peut également rappeler cette promesse :

« Le droit à la retraite à 60 ans doit demeurer » [Nicolas Sarkozy, 23/01/2007]

Eric Woerth a déclaré le 27 mai 2010 que cette remarque était « un très mauvais procès, on ne savait pas qu'il y aurait une crise ! ». L'argument peut s'entendre (et encore, pas complètement, la crise n'est pas une catastrophe naturelle, mais la conséquence d'années de laxisme politique), mais la crise doit-elle entraîner des conséquences douloureuses pour les **seuls salariés**, et pas pour les **détenteurs de capitaux** ?

iii) Le soutien abusif

« Si vous devez cent dollars à la banque, c'est votre problème. Si vous devez cent millions de dollars à la banque, c'est le problème de la banque. » [John Paul Getty, homme d'affaires, 1892-1976]

On a vu que la situation des finances publiques est déplorable. Prêter de l'argent dans ces conditions, alléchés par des taux d'intérêts relativement élevés, implique d'assumer sa propre part de risque. C'est une notion jurisprudentielle qui s'applique pour justifier le non-remboursement d'une banque prêtant de l'argent à une entreprise non viable.

iv) La responsabilité du prêteur

Si un État ne doit pas faire défaut, alors le prêteur est évidemment assuré d'être remboursé. Son taux d'intérêt doit alors être égal au **taux sans risque** – environ 1 ou 2 points au-delà de l'inflation.

Quand la Grèce est obligée d'emprunter à un taux de 13 %, ce

taux signifie implicitement que le prêteur anticipe de lui-même (et doit accepter) une probabilité de défaut total de 50 % ou une décote de 50 % sur son capital au moment du remboursement...

De même, faire le choix d'investir son argent à l'étranger implique également l'acceptation d'une éventuelle perte de contrôle de son argent – la naïveté n'est pas toujours une excuse.

v) *La puissance levant l'impôt*

« À un journaliste qui lui posait la question de sa vie politique future, James Carville, ancien conseiller de Bill Clinton, répondait plaisamment qu'il rêvait d'être réincarné en marché obligataire, à ses yeux (très justement) le summum de la puissance puisque – la Grèce s'en aperçoit assez ces temps-ci – c'est là le lieu d'où l'on peut faire plier les États et **prendre la main sur leurs options économiques les plus fondamentales.** » [Frédéric Lordon]

« Il n'y a pas de risque que l'un des pays riches ne fasse faillite, car il n'y a **pas de limite à leur solvabilité** : ils ont en effet les moyens d'augmenter leurs actifs liquides ou encore de **préempter la richesse de leurs habitants.** » [Pierre Cailleteau, ancien directeur du groupe risque souverain de Moody's]

Ainsi, les marchés voudraient qu'un pays se coupe les bras pour rembourser ses créanciers – et s'imaginent que les peuples acquiesceront tranquillement. Ceci est d'une naïveté confondante – au moins pour les démocraties, où le peuple a son mot à dire.

Soulignons que la structure étatique faisant défaut est aussi la **puissance émettrice de l'impôt** – ce qui ne permet pas de comparer un défaut souverain à un simple problème de « parole non tenue », pour un prêt entre personnes privées. Ainsi, pour rembourser, l'État peut lever des impôts – et qui mieux que les plus fortunés vont pouvoir les acquitter ? Or, ce sont également eux qui possèdent les créances de dette ! Alors rembourser la dette, oui, mais **on prend l'épargne de qui du coup ?** Ainsi, le défaut, loin d'être un seul « non-respect de la parole donnée », pourrait aussi s'analyser en une levée immédiate d'impôt, sous forme d'une **taxe** sur les bons

du trésor détenus ! Bref, quelle différence quand on détient 1 000 € de bons du Trésor, entre le fait que l'État ne nous rembourse pas, ou qu'il nous prélève 1 000 € pour nous rembourser ?

vi) La justice sociale

Rappelons un fait trivial : s'il y a des déficits depuis des décennies,

- c'est bien parce qu'il n'y a **pas eu assez d'impôts** prélevés par le passé. On pourrait dire qu'il y a eu trop de dépenses, mais comme elles ont soutenu l'économie, et que sans elles, il y aurait eu des récessions et du chômage (donc de nouveaux impôts...), cela revient pratiquement au même ;
- c'est qu'il y a eu des prêteurs, qui disposaient de « trop d'argent » (à un moment donné), et décidaient de le prêter à l'État.

Comme ce sont probablement les seconds qui auraient supporté les hausses d'impôts nécessaires, on peut donc dire que les classes les plus aisées ont réalisé le tour de force de transformer des impôts qui auraient dû être versés en une épargne investie à taux garanti (face aux **1 700 Md€ de dettes** se trouvent **1 700 Md€ de créances**), l'État ayant promis de les rembourser dans le futur. Ainsi, avant, les riches payaient des impôts et l'État était en équilibre, aujourd'hui, ils ne les payent plus, l'État est en déficit, et il doit donc emprunter... aux riches cet argent, en leur payant des intérêts !

Les politiques de réduction d'impôts mises en œuvre depuis plus de dix ans ont contribué à augmenter notablement le poids de la dette. Le député UMP Gilles Carrez a calculé que l'État a perdu entre 101 et 119 Md€ de recettes fiscales annuelles entre 2000 et 2009.

« En l'absence de baisses de prélèvements, la dette publique serait environ 20 points de PIB plus faible aujourd'hui qu'elle ne l'est en réalité, générant ainsi une économie annuelle de charges d'intérêt de 0,5 point de PIB [soit 10 Md€] » [Rapport Cotis / Champsaur sur la situation des finances publiques, avril 2010]

Finalement, on pourrait penser que cela revient à faire payer par les citoyens les plus modestes des intérêts financiers aux plus riches sur de l'argent qui aurait dû être payé sous forme d'impôt. Un défaut partiel correspondrait finalement à une **perception rétroactive des impôts non acquittés** toutes les années précédentes de déficit... Car 1 € de dette est 1 € d'impôt futur.

Enfin, soulignons que par rapport à une solution de type « inflation », un défaut partiel est la solution la plus **juste socialement** : ne sont touchés que les prêteurs, donc des personnes qui disposaient d'un patrimoine financier important. De plus, comme la dette serait alors restructurée, il serait possible de créer une « progressivité du défaut », les choix possibles étant nombreux : tout rembourser en dessous d'un seuil, rembourser en fonction du patrimoine ou de l'ancienneté du prêt...

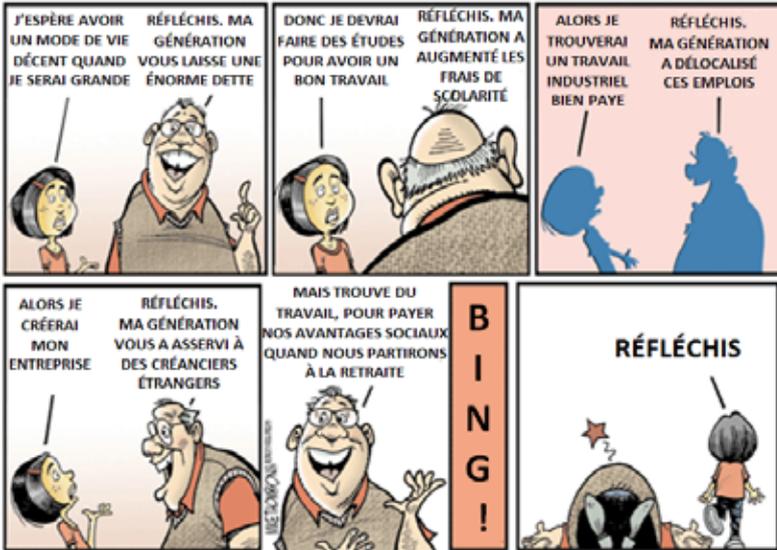
« Le fardeau le plus lourd sera porté par les épaules les plus solides. » [George Osborne, ministre anglais du Budget, octobre 2010, à propos du plan d'austérité]

vii) L'immoralité de la dette publique

Terminons par un mot sur **l'immoralité profonde** de l'endettement public. Il revient finalement à transmettre des dettes entre générations de contribuables. C'est déjà peu défendable, même quand la dette a servi à des investissements productifs. Mais elle devient **totalemt indéfendable** quand elle ne contribue qu'au simple maintien du bien-être d'une génération.

Par exemple, la Sécurité sociale devrait avoir une interdiction absolue d'être en déficit – avec un réajustement automatique du taux de CSG pour équilibrer les comptes par exemple. S'endetter pour payer des retraites ou des feuilles de soin est **indéfendable**.

« Aucune génération n'a le droit de contracter des dettes qui ne pourront pas être remboursées durant sa propre existence. » [George Washington, 1789]



© Mike Thompson – Detroit Free Press

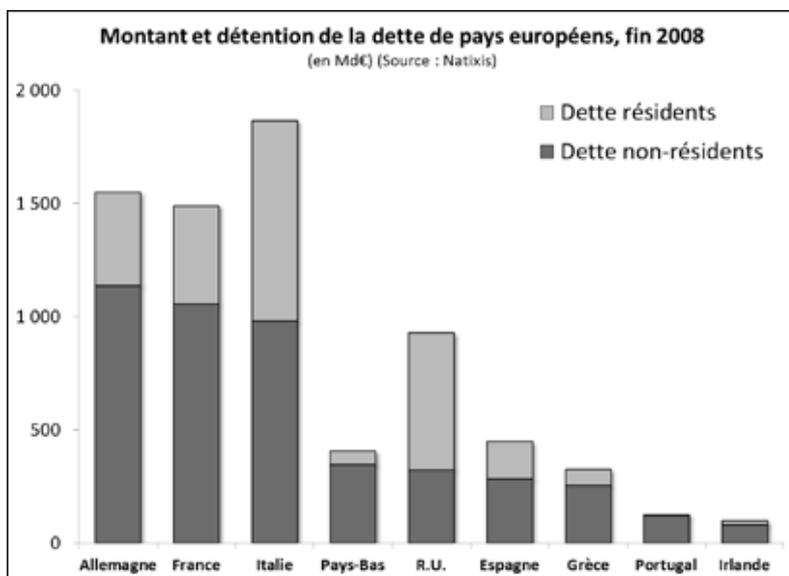
d) Une option risquée

« Il n’y a de nouveau que ce qui est oublié. » [Rose Bertin]

« On ne meurt pas de dettes. On meurt de ne plus pouvoir en faire. » [Louis-Ferdinand Céline]

En économie de marché contemporaine, l’effet d’un défaut de paiement à l’échelle d’un pays comme la France n’a jamais été expérimenté. Un défaut total de paiement serait donc extrêmement risqué, et porteur de conséquences politiques difficiles à mesurer en l’état.

Risques politiques tout d’abord : une bonne partie de notre dette ayant été acquise par des résidents étrangers, ce qui montre bien le problème d’indépendance nationale. Le graphique suivant montre une estimation de la détention de la dette de différents pays. Les sommes en jeu sont extrêmement problématiques.



Risque de financement ensuite. Il est évident qu'un défaut fait fuir les prêteurs, qui craindront ensuite de prêter à l'État défaillant. **Il faut donc limiter au maximum le besoin de recourir aux marchés, ce qui repose le problème du déficit primaire.** Rappelons qu'en France, dans le budget 2011, le paiement des intérêts de la dette représente 47 Md€, mais le déficit est prévu à 89 Md€ – le déficit primaire, avant le service de la dette serait donc de 42 Md€. Ainsi, en cas de défaut ou même de cessation du paiement des intérêts, **il manquerait toujours 42 Md€** à l'État, qu'il ne pourra plus financer en externe et difficilement en interne.

C'est une situation très dangereuse, puisque même en suspendant le paiement de sa dette, l'État serait toujours dépendant des prêteurs et risquerait la cessation de paiement. Un État souhaitant réaliser un défaut partiel doit donc tout d'abord rétablir un quasi-équilibre primaire. C'est très probablement ce qu'est en train de faire le gouvernement grec – ce serait d'ailleurs pour lui la seule solution stratégique pérenne.

- « L'euro a franchi le cap, et la zone euro a désormais le pire de la crise de la dette **derrière elle**. » [Christine Lagarde, 25/01/2011]
- « Une restructuration de la dette publique n'a jamais été et **ne sera jamais** un sujet de débat. » [George Papaconstantinou, ministre grec des Finances, août 2010]
- « Une restructuration de dette n'est **pas à l'ordre du jour** au sein de la zone euro » [Christine Lagarde, De Tijd, 19/12/2010]
- « **Les promesses n'engagent que ceux qui les reçoivent.** » [Jacques Chirac, *Le Monde*, 22 février 1998]



© Man – www.caricatures.fr

- « **La spirale mortelle de la Grèce cessera avec la restructuration de sa dette ou le défaut pur et simple sur sa dette souveraine.** [...] La restructuration de la dette peut être nécessaire pour un ou deux pays de la zone euro fiscalement fragiles. Elle pourrait être **inévitabile** dans les cinq ans, mais ceci ne signifie pas la fin de l'euro, cela signifie simplement la restructuration de la dette. » [Robert Mundell, Mai 2010]

« Une restructuration de la dette, qu'elle soit publique ou privée, est **inévitabile**. [...] La question n'est pas s'il y aura une restructuration de la dette grecque mais plutôt **quand** elle aura lieu et à **quelles conditions**. **Le plus tôt sera le mieux** : cela serait plus favorable aux marchés et plus ordonné, attendre pour le faire signifie de plus grandes pertes pour les investisseurs. » [Nouriel Roubini, mars 2011]

Risque bancaire également : au vu des montants de dette publique de nombreux pays possédés par les banques européennes, il est probable qu'un défaut important n'abatte le système bancaire de plusieurs pays. Un défaut souverain se transmettrait alors entre pays.

« Un défaut des pays périphériques (Espagne, Grèce, Irlande, Portugal) détruirait 60 % des fonds propres des banques allemandes, 12 % des fonds propres des banques françaises, 30 % des fonds propres des banques irlandaises, la totalité ou plus que **la totalité des fonds propres** des banques grecques, espagnoles, portugaises. » [Patrick Artus, *Flash Natixis* n°696, 12/2010]

Une législation particulière devrait alors intervenir, permettant aux banques de répercuter les pertes sur les clients réellement détenteurs, sous peine d'entraîner leur faillite. Et si les banques françaises devaient être de nouveau sauvées par l'État, il est à craindre que ce soit l'État qu'il faille alors sauver...

Enfin, soulignons aussi **le risque de perte de richesse et de recul important de la consommation**, entraînant une récession.

Pour conclure, soulignons bien que cette option de défaut partiel n'est en rien une vision « idéologique », mais bel et bien *pragmatique*. **Un défaut serait, de très loin, la pire des solutions. Mais cela risque malheureusement d'être la seule option à notre disposition – comme pour tout surendetté** qui, un jour, décide de baisser les bras et de se déclarer en faillite, plutôt que de prendre un troisième boulot et travailler quinze heures par jour pour rembourser ses dettes pendant quarante ans.

Un choix politique majeur finira rapidement par apparaître : **combien de temps, et jusqu'à quel point un peuple acceptera-t-il de souffrir pour rembourser des titulaires de gros patrimoines qui ont prêté aux États – a fortiori s'ils sont étrangers ?** Les Islandais ont donné par référendum une première réponse, les Grecs et les Anglais la complètent régulièrement par des manifestations.



© Placide - www.leplacide.com

Si un défaut total est inenvisageable, il pourrait donc bien se poser l'hypothèse d'**un défaut partiel** sur la dette. Mais la stratégie vis-à-vis du remboursement de notre dette doit être décidée collectivement, car elle est et sera assumée par tous les citoyens qui sont les contribuables. Elle ne peut donc être une affaire de spécialistes qui décident dans l'ombre. **Le remboursement à tout prix de la dette risque fort ne pas être soluble dans la démocratie.**

« *Serait-il raisonnable d'organiser aujourd'hui un « haircut ordonné » sur les dettes publiques des pays en difficulté de la zone euro ?*

La thèse officielle est que les pays en difficulté de la zone euro (la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne) sont confrontés à une **crise de liquidité**. Si les prêteurs publics (EFSF, Union eu-

ropéenne, FMI, BCE...) se substituent aux investisseurs privés pour quelques années, les pays ont, d'après cette thèse, le temps de réduire leur déficit public, de réformer leur économie, et pourront alors se financer à nouveau sur les marchés financiers à des conditions normales.

Mais nous pensons que **ces pays sont en réalité confrontés à une crise de solvabilité** : la nature de leurs économies (dé-industrialisation, croissance potentielle faible) ne leur permet pas de rembourser leur dette publique. Il n'y a alors que trois solutions :

- la mise en place du fédéralisme dans la zone euro (transferts de revenus ou émissions obligataires jointes des pays de la zone euro). Cette évolution, qui serait de loin la préférable, paraît très improbable aujourd'hui (refus des opinions, de beaucoup de gouvernements) ;
- un défaut (*haircut*) non organisé, brutal, dans quelques années quand il apparaîtra que ces pays sont encore moins solvables qu'aujourd'hui, malgré les politiques de rigueur et après une forte hausse du chômage ;
- **un défaut (*haircut*) organisé dès aujourd'hui**, et conçu de manière à ce que les porteurs des dettes souveraines concernées subissent, sur une période de temps longue, des pertes suffisamment faibles pour être supportables, année après année. La troisième solution est évidemment **préférable** à la seconde. [Patrick Artus, *Flash Natixis* n°76, 01/2011]

Terminons alors par cette forte pensée :

« **Un État devrait faire défaut tous les cent ans, afin de remettre les finances publiques en équilibre.** » [Abbé Joseph-Marie Terray, ministre français des Finances de 1768 à 1774]

« Toute vérité franchit trois étapes. - D'abord, elle est **ridiculisée**. - Ensuite, elle subit une forte **opposition**. - Puis, elle est considérée comme ayant toujours été une **évidence**. » [Arthur Schopenhauer]

3.3. Monétiser

Il reste toutefois une option – au moins intermédiaire entre les précédentes : la **monétisation** de la dette. Monétiser, cela signifie qu'une banque transforme « quelque chose » en monnaie, ce qui revient à introduire de nouveaux moyens de paiement dans l'économie (c'est de la création monétaire). Ce « quelque chose » peut être une reconnaissance de dette (quand elle accorde un crédit), une hypothèque, un actif existant, etc. Comme nous l'avons vu, ce sont les banques commerciales privées qui réalisent en fait la majorité de la création monétaire, et non pas la BCE. On définit ainsi :

- la **monétisation directe**, où une Banque Centrale achète et met sur son bilan des quantités importantes de dette publique. C'est le cas aux États-Unis (avec le *Quantitative Easing 2*), mais aussi au Japon et au Royaume-Uni, mais pas dans la zone euro ;
- la **monétisation indirecte**, où les banques commerciales achètent et mettent dans leur bilan des quantités importantes de dette publique. Il s'agit bien d'une monétisation, puisque les banques peuvent ensuite utiliser ces portefeuilles de dette publique pour se refinancer à la Banque Centrale. C'est surtout le cas dans la zone euro et au Japon.

Dès lors, on peut se demander laquelle est préférable :

- quand les taux d'intérêt exigés par les prêteurs remontent, le bilan des banques souffre (puisque une telle hausse diminue la valeur théorique des obligations en portefeuille à des taux inférieurs ; elles sont obligées de constater cette perte latente), mais cela est plus dangereux pour les banques privées ;
- on aboutit à la même conclusion en cas de défaut partiel ;
- quand les banques commerciales possèdent de grandes quantités d'obligations, la banque centrale hésitera fortement à remonter ses taux d'intérêt, car cela provoquerait des pertes insupportables pour les banques. Les politiques monétaires expansionnistes (avec des taux très bas) deviennent alors **irréversibles** ;
- l'effet laxiste sur les gouvernements est le même dans les deux cas.

On ne peut alors que conclure avec Natixis :

« Au total, **la monétisation indirecte par les banques nous paraît beaucoup plus dangereuse que la monétisation directe par les Banques Centrales, ce qui est évidemment l'opposé de l'opinion de la BCE.** » [Patrick Artus, *Flash Natixis* n°696, 12/2010]

Soulignons un problème important issu de la monétisation indirecte. Le schéma est le suivant :

- les banques déposent leurs actifs toxiques à la BCE, en échange de liquidités, à un taux proche de 0 % ;
- puis, elles les prêtent en partie aux États pour qu'ils financent leurs déficits abyssaux, moyennant un taux d'intérêt de 3 % (par exemple). Ainsi, si une banque emprunte 10 Md€ gratuitement pour un an, elle gagne sans risque 300 M€ d'intérêts. L'écart de taux est du bénéfice immédiat pour les banques, qui leur permet de renforcer leurs fonds propres.

L'État se prive ainsi de la possibilité d'emprunter lui aussi **gratuitement** à la BCE directement (il suffirait alors de lui imposer une limite quelconque, par exemple le taux « inflation + croissance »). On a interdit à l'État la monétisation directe, alors qu'il emprunte sans aucune limite aux banques qui empruntent à la BCE, ce qui est une monétisation indirecte ! Cela revient en fait à ce que **le contribuable paie des intérêts indus directement aux banques**. Le contribuable donne ainsi sans raison de l'argent à des entreprises privées, à la place de leurs actionnaires.

Autoriser l'État français à emprunter à la BCE le remettrait ainsi dans la même situation que les États japonais ou américain, qui monétisent en partie leur dette via la Fed (mais aussi les banques centrales des pays émergents et exportateurs de pétrole) et la BoJ. Une telle monétisation doit cependant rester limitée pour éviter de relancer l'inflation. Mais sur le principe, il n'y a pas de raison qu'il y ait plus d'inflation par monétisation directe qu'indirecte

(rappelons les 12 à 14 % de création monétaire annuelle par les banques privées avant la crise).

Pourra-t-on éviter une monétisation durable et complète des déficits publics dans les pays de l'OCDE ?

« Les taux d'endettement public vont considérablement augmenter dans presque tous les pays de l'OCDE. Les taux d'endettement public sont, dans les pays de l'OCDE, sur une tendance haussière qu'il sera difficile d'arrêter. Quelles sont alors les possibilités ouvertes ?

- utiliser **l'inflation** pour réduire les taux d'endettement publics. Mais la « vraie » inflation (domestique) qui réduirait les taux d'endettement publics ne sera pas présente pendant beaucoup d'années ;
- stabiliser dans le futur les taux d'endettement public par une **réduction forte des déficits** publics et le passage à un important excédent primaire du budget ; ceci conduirait à une longue période de grande faiblesse des économies, d'autant plus que le secteur privé continue à se désendetter ; l'effort budgétaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public pourrait ainsi ne pas être acceptable ;
- **faire défaut** (restructurer les dettes publiques) ; mais le coût du défaut risque d'être trop élevé.

Ces solutions apparaissant trop coûteuses, il ne reste alors qu'une seule possibilité : faire **monétiser les dettes publiques massivement et continûment** par les Banques Centrales (ou le FMI), soit directement, soit indirectement au travers des banques. C'est la solution retenue au Japon et aujourd'hui aux États-Unis. Il est ainsi possible que cette solution de monétisation perpétuelle soit finalement adoptée, y compris dans la zone euro (ce qui y serait une forte rupture).

Elle a bien sûr des inconvénients majeurs : détournement de l'épargne mondiale, création monétaire excessive et bulles sur les prix des actifs, dans le très long terme hyperinflation. »
[D'après Patrick Artus, *Flash Natixis* n°42, 01/2011]

3.4. Prélever l'épargne correspondante

Ne nous leurrions pas. Quoiqu'on dise, 1 € de dette c'est normalement 1 € d'impôt futur ou alors on ne rembourse pas ses dettes. Mais il sera impossible de rembourser sans prélever des impôts nouveaux.

Nous avons vu qu'il est impossible de les prélever de façon « classique » sous peine de détruire de l'activité. Or, si la dette ne peut plus être roulée, le passif de l'État devra d'une façon ou d'une autre être annulé, ce qui implique de détruire le même montant d'actif du patrimoine national.

La solution pourrait donc être de prélever en une fois le montant à rembourser là où cela ne détruit pas d'activité : sur l'épargne financière des ménages. Celle-ci étant de 2 500 Md€, il faudrait donc la taxer pour en prélever **la moitié** – douleurs en perspective...

Toutefois, cette solution n'est pas très éloignée du défaut, puisque 80 % de l'épargne financière est détenue par 10 % des ménages ; titulaires d'une créance de 100, on les taxerait de 100 pour leur rembourser 100 : ils perdent donc bien 100.

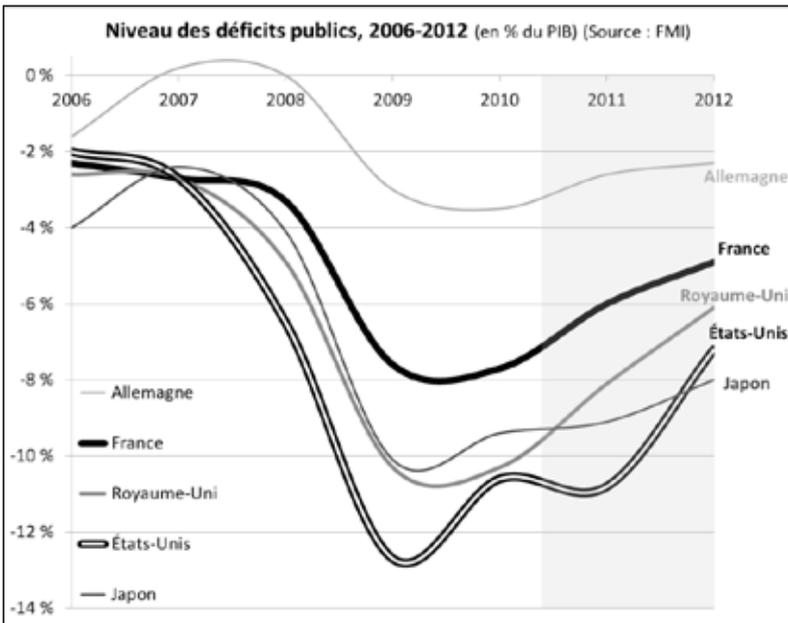


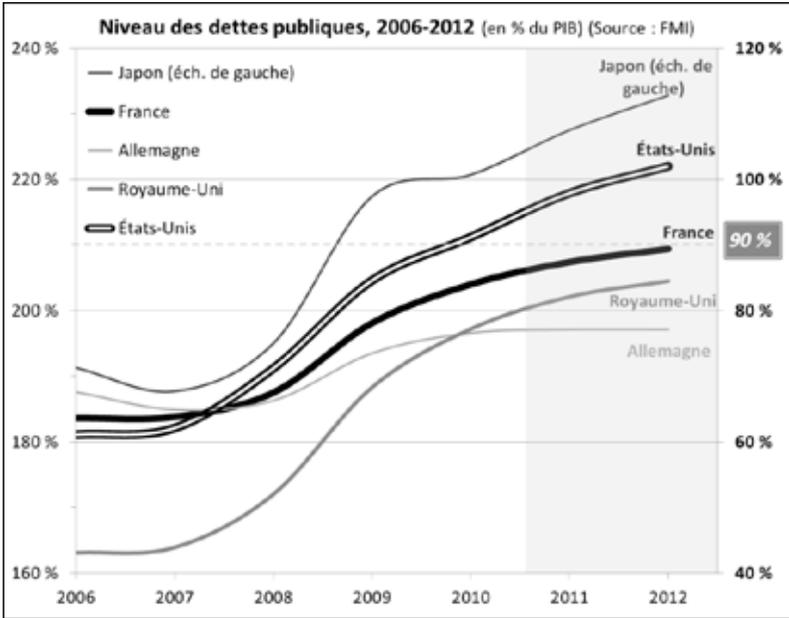
4) Décider !

Renforcer la crédibilité des finances publiques

« En dépit de l'amélioration des perspectives mondiales, le rythme du rééquilibrage budgétaire **ralentit** cette année dans quelques grands pays. Les États-Unis et le Japon adoptent de nouvelles mesures de relance et retardent le rééquilibrage de leur budget [...] Par contre, il est prévu que les pays avancés d'Europe continueront de **durcir** leur politique budgétaire tandis que plusieurs d'entre eux font l'objet d'une plus grande attention de la part des marchés.

Globalement, les risques souverains restent élevés et, dans certains cas, ils ont augmenté depuis novembre 2010 : il est donc urgent de mettre en place des plans de rééquilibrage à moyen terme plus solides et plus concrets. » [FMI, *Moniteur des finances publiques*, janvier 2011]





On observe sur les deux graphiques précédents la dégradation majeure des finances publiques, et les perspectives inquiétantes pour l'avenir. Rappelons que Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff ont montré qu'il existe une barrière importante pour la dette publique, celle des **90 % du PIB**. Au-delà, aussi bien pour les pays industrialisés que les pays émergents, la croissance médiane baisse de 1 %, et la croissance moyenne de 4 %...

Percevons bien tout d'abord le **danger catastrophique** qui menace les États. **L'enjeu majeur et imminent** n'est nullement un épuisement des économies en raison de la charge de la dette qui induirait des récessions prolongées (même si cela en est un), le danger, comme dans tout mécanisme de Ponzi est une **brutale prise de conscience détruisant la confiance des prêteurs** : le placement qu'on recommandait à sa famille un jour est à fuir plus que la peste le lendemain. Une fuite des prêteurs peut survenir en quelques jours, laissant les États sans le sou du jour au lendemain.

« Pendant combien de temps la dette peut-elle enfler ? Nous l'ignorons. [...] Mais, si l'on peut identifier les vulnérabilités, il est pratiquement impossible de déterminer le *timing*. [...] On peut comparer cela à la prévision des attaques cardiaques. [...]

Pour l'instant, la bonne nouvelle, c'est que la crise sera contenue tant que les lignes de crédits publics seront maintenues. La mauvaise nouvelle, c'est que la vitesse à laquelle enfle la dette pourrait bien entraîner une seconde vague de crises financières d'ici quelques années. » [Kenneth Rogoff, *Project Syndicate*, 2009]

« Il n'y a **aucune linéarité** dans le comportement des investisseurs vis-à-vis d'une dette publique. Vous empruntez longtemps avec des taux d'intérêt bas, rien ne se passe... et soudain vous touchez votre plafond de dette, et tout bascule. On ne sait jamais quand cela se produit, si ce sera quand la dette atteint 90, 100 ou 150 % du PIB, mais **tous les pays ont un plafond. Au-delà, la situation n'est plus maîtrisable.** » [Kenneth Rogoff, *NouvelObs.com*, septembre 2010]

Ainsi, soyons clairs : nous ne sortirons de décennies de laxisme que **difficilement**, comme pour tout surendetté. Reste à décider comment répartir équitablement les efforts pour que la société en perçoive la justice et les accepte.

« Je n'ai rien d'autre à offrir que du sang, de la peine, des larmes et de la sueur. [...] Vous demandez quel est notre but ? Je peux répondre en un mot : **la victoire**, la victoire à tout prix, la victoire en dépit de la terreur, la victoire aussi long et dur que soit le chemin qui nous y mènera ; car sans victoire, il n'y a pas de survie. » [Winston Churchill, 13 mai 1940]