

DE LA CRISE DES COLLATÉRAUX À LA REMISE DES DETTES PUBLIQUES

GÉRARD THORIS *

Au moment de l'éclatement de la crise des *subprimes*, le débat, au moins implicite, entre Irving Fisher et John Maynard Keynes n'a absolument pas inspiré les économistes et, encore moins, les hommes politiques. La chose est d'autant plus surprenante que le premier a été mêlé aux affaires politiques au cœur de la crise de 1929, tandis que les analyses du second ne furent véritablement connues qu'*ex post* et fondamentalement appliquées dans un contexte non keynésien. Signalons quand même un point commun lui aussi méconnu : en tant qu'acteur, Fisher a inspiré au président Roosevelt de monétiser tout ce qui pouvait l'être ; en tant qu'auteur, Keynes a soupiré : « Si la monnaie pouvait au contraire être produite comme une céréale ou fabriquée comme une automobile, les dépressions seraient évitées ou atténuées. » (Keynes, 1936). Nous étions en 1936, le *quantitative easing* n'existait pas ; en 2008, il est pratiqué avec surabondance et il y a une dépression aggravée. C'est qu'il manque quelque chose à l'équation de Keynes comme on peut le voir avec un second angle d'analyse.

Fisher s'inquiétait du fait que le bilan des agents était plombé par la dette et il laissait entendre que la déflation naissait du souci de ces mêmes agents de se désendetter (Fisher, 1933) ; Keynes, écrivant quelques années plus tard et prenant acte du fait que des chômeurs avaient été exclus de la production et de la consommation (le fameux « équilibre de sous-emploi »), s'ingéniait à chercher les moyens de les remettre au travail, fût-ce en les payant pour creuser des trous et

43

* Professeur, Sciences po.

les reboucher ou, plus près de nous, pour acheter des voitures neuves en mettant à la casse des voitures d'occasion en état de rouler. Nos deux auteurs étaient vraisemblablement d'accord sur le fond de la question : nous n'aurions jamais dû en être là !

« Les faits sont têtus » : à nouveau, nous y sommes. Nous avons appliqué aveuglément le double principe de Keynes sur la baisse des taux d'intérêt et la dépense publique en n'accordant qu'une importance modérée à la structure de bilan des agents (point de vue de Fisher). Or c'est elle qui commande la solidité à moyen terme de la reprise. Si les bilans sont excessivement plombés par la dette, le désendettement l'emporte sur tous les stimulants en termes de faiblesse des taux d'intérêt ; la prudence, donc l'épargne, l'emporte sur tous les stimulants en termes de consommation.

Bien entendu, ce sont des raisonnements extrêmes. Mais un exemple en fera comprendre rapidement la portée : supposons qu'en revenant de voyage de noces, un jeune couple découvre un tas de cendres en lieu et place du pavillon qu'il avait acheté ; supposons que, contre toutes les lois, ce pavillon n'ait pas été assuré ; comme nous sommes en France, ce jeune couple aurait perdu son patrimoine (disons 50 % de la valeur de l'immeuble), mais il conserverait sa dette, de quinze ans à vingt ans, pour ce qui concerne l'autre moitié. Ce fut en 1929 la situation de nombre d'Américains qui avaient acheté des actions à crédit. Il ne leur restait plus qu'à travailler, non pour consommer, mais pour solder le passé. La question est de savoir quelle est l'ampleur de ce phénomène dans la crise d'aujourd'hui. Il s'agit de cerner la valeur des collatéraux par rapport au montant de la dette qui a permis de les acquérir ou, si l'on préfère, le *net equity*. L'ampleur de l'écart dessine, agent par agent, pays par pays, la profondeur de la crise. Parallèlement, il oblige à découvrir une autre solution que le déficit budgétaire. Ce pourrait être la remise des dettes publiques.

44

LA MULTIPLICATION DES DETTES SANS COLLATÉRAUX

La crise du crédit au logement

Dans un contexte d'inflation des actifs immobiliers, partout où une réglementation foncière sévère a été mise en place, particulièrement en Californie et en Floride, une bulle irrationnelle s'est constituée. Cette bulle n'est irrationnelle que pour un observateur impartial car pour les agents économiques, c'est une question très rationnelle qui se pose à eux : si je ne prends pas le train en marche, si je ne m'endette pas aujourd'hui pour acquérir un logement, compte tenu de la dérive des prix, je pourrai encore moins le faire l'année prochaine. J'ai donc le

choix entre un appauvrissement relatif certain en termes de patrimoine - si je ne fais rien - et le risque de ne pas être capable de rembourser ma dette - si j'achète un immeuble. Sur cette base, des instruments financiers pervers ont été inventés pour rendre l'impossible possible, pour acquérir un logement sans fonds propres, pour ne payer que les intérêts pendant une période de deux ans avant de commencer à rembourser le principal, pour ne rembourser celui-ci qu'en fin de crédit ! De plus, ces instruments financiers n'étaient praticables que parce qu'à travers la titrisation, d'une part, la garantie publique des agences Fannie Mae et Freddie Mac, d'autre part, personne n'en portait réellement le risque.

C'est évidemment ainsi que le crédit s'est révélé, *ex post*, de type *subprime* puisque parmi les critères objectifs qui définissent ce type de crédits se trouve le fait d'avoir connu par deux fois un retard de paiement de plus de soixante jours dans les douze derniers mois. C'est évidemment pour cela que le montant des actifs toxiques ne peut être connu *ex ante*, mais qu'il se révèle au fur et à mesure que les défauts de paiement se manifestent. C'est à cause de cela que le pari sur la reprise à venir, « au coin de la rue » comme le disait le président Hoover en 1929, « cette année » comme l'a dit à nouveau le président Obama en 2009¹, est aussi important puisqu'il arrête l'hémorragie des défaillances et de l'insolvabilité.

Que se passe-t-il lorsqu'un ménage américain ne peut rembourser sa dette immobilière ? La solution la plus radicale consiste à rendre les clés à la banque, à quitter les lieux pour se loger où il peut, typiquement reprendre une location, et à se trouver ainsi dégagé de sa dette. Le problème est réglé pour lui, sous réserve qu'il n'a plus droit au crédit bancaire pendant cinq ans. Il n'est pas réglé pour la banque qui se retrouve avec l'actif qu'elle a financé sans pouvoir faire autre chose que le vendre à un prix de décote, de 40 % à 60 % de sa valeur faciale. On comprend que les banques américaines aient temporisé et temporisent encore avant de mettre leurs débiteurs défaillants à la porte. Ceux qui veulent suivre en direct l'évolution des défaillances des ménages en matière de dette hypothécaire peuvent se rendre sur le site de la Federal Reserve de New York² ; ils y constateront que la crise immobilière est loin d'être terminée et que dans le comté pour le moins sinistré de Dade-Miami, au premier trimestre de l'année 2010, 23,2 % des ménages sont encore en défaut de paiement (contre 5,7 % au niveau national) ! Plus largement, à la même date et sur l'ensemble du territoire américain, le défaut concerne 7,7 millions de prêts immobiliers dont 1,6 million en voie de consolidation et 1,1 million en procédure de liquidation. Ce sont donc encore 5 millions de ménages qui devront quitter leur logement et 6,6 millions de logements qui seront mis sur le marché³.

Dans le bilan des ménages, la dette disparaît du passif en même temps que le logement disparaît de l'actif. Il n'y a donc pas de dette sans collatéraux. Mais, on l'a déjà dit, l'accès au crédit est impossible pour cinq ans. Le marché de l'immobilier ne peut être que déprimé par la disparition d'un aussi grand nombre d'acquéreurs potentiels pour une aussi longue période. Mais le marché des biens durables est également déprimé pour autant qu'il fonctionne sur la base du crédit. Or la croissance américaine a été stimulée par l'endettement généralisé et la baisse de l'épargne des ménages. Elle perdra ici, pour la population concernée, l'un de ses moteurs.

Dans le bilan des banques, à supposer qu'elles aient gardé leur créance sur les ménages, celle-ci se trouve à l'actif. Dans un monde prudent, le prêt aux ménages a été rendu possible par des dépôts à long terme qui sont inscrits au passif de la banque. Lorsqu'une banque récupère un logement laissé vacant par son client, elle le met en vente et ne retire qu'une partie de la somme prêtée : le passif bancaire l'emporte sur l'actif ou, pour conserver un bilan équilibré, les fonds propres de la banque sont réduits du montant de la perte. La banque ne pourra poursuivre son activité qu'en étant recapitalisée, ce qui veut dire que le patrimoine des actionnaires sera normalement diminué de la perte bancaire. À moins qu'elle ne préfère la faillite, ce que les statistiques montrent assez bien : 150 banques ont fait faillite depuis le début de la crise aux États-Unis. Ici, c'est le site de la Federal Reserve de Saint-Louis qu'il faut consulter pour suivre le mouvement des faillites bancaires⁴.

46

Sans faire le tour du monde, la crise de l'immobilier est passée par l'Espagne, Dubaï et elle pourrait toucher la Chine. À chaque fois, des investisseurs se sont trouvés ou vont se trouver avec un actif surévalué par rapport à la dette contractée. À chaque fois, des fonds propres devront être utilisés pour consolider le passé plutôt que pour préparer l'avenir. Les conséquences sur la croissance future se lisent d'elles-mêmes ; la seule difficulté consiste à mesurer le degré effectif de correction et son importance relative sur le PIB. Ainsi, pour Dubaï, la dette de 80 Md\$ représente 70 % de son PIB et 50 000 dollars par habitant ! Si cette dette est intégralement investie dans de l'immobilier et que la baisse des prix est de 30 % en moyenne, c'est 21 Md\$ qui se sont évaporés. On discutera encore longtemps du heureux hasard qui a fait découvrir du pétrole à moins de 70 kilomètres des côtes de ce pays⁵. Les banquiers ont retrouvé un collatéral à la dette, mais cet argent n'ira pas à de nouveaux projets...

La crise du système financier

L'analyse du marché du logement américain a pu se faire pratiquement sans aucune référence à la titrisation. Néanmoins, celle-ci est

responsable, en amont, de l'ampleur de la bulle immobilière et, en aval, de la transformation d'une crise très localisée en désastre mondial. Pour ce qui est de l'amont, il est clair que les banques n'auraient pu aussi facilement prêter de l'argent aux ménages si elles n'avaient pu se refinancer en vendant leurs créances hypothécaires. L'aval est bien connu : les titres garantis par l'immobilier américain ont été placés dans le monde entier, avec la caution de deux entreprises bénéficiant de la garantie publique, Fannie Mae et Freddie Mac. Compte tenu de la structure par tranches des CDO (*collateralized debt obligations*), les *hedge funds* ont été les premiers touchés par les défaillances des ménages américains avant que les banques ne soient contaminées avec les tranches *equity*.

Dans un premier temps, les plus imprévoyantes de ces banques réduites à l'insolvabilité ont été rachetées par leurs concurrentes à un prix qui intégrait la perte de valeurs pour les actionnaires - Fortis par BNP Paribas, pour prendre un exemple en Europe. D'une certaine façon, le marché procédait à son propre nettoyage de bilans. La catastrophe est venue lorsque au moment d'être touchée par une opération similaire - son rachat par Barclays -, la banque Lehman Brothers a résisté, n'imaginant sans doute pas la décision qu'allait prendre la Federal Reserve. Car la mise en faillite de cette banque d'affaires a introduit une incertitude radicale sur la solidité des bilans bancaires de la planète entière. Plus personne ne connaissait la valeur exacte des collatéraux de ses engagements. Autant dire que l'activité bancaire était impossible, ce qui explique l'aide des États sous forme de prêts pour les banques modérément engagées - globalement, les banques françaises -, de recapitalisations par les États - comme pour UBS à hauteur de 3,9 Md€ -, de nationalisations pour les banques devenues insolubles - typiquement la Royal Bank of Scotland.

Dans ce cas, le collatéral de la dette s'étant évaporé, la dette est payée non par les actionnaires des banques, dont la responsabilité est limitée à leur apport, mais par les générations futures. Comme les budgets publics ne sont pas illimités, ces générations ne bénéficieront pas, de la part de la puissance publique, de la qualité des services que l'on peut légitimement attendre dans un pays moderne. On commence à voir quelles dépenses seront rognées prioritairement, mais même si l'on s'en défend, on touchera aux dépenses d'investissement, ce qui n'augure pas bien des conditions de la croissance future.

La crise du financement de l'économie

C'est le principe même du pari entrepreneurial que de risquer une divergence entre la valeur de la dette et celle des machines qu'elle finance. La prudence légendaire des banquiers prouve simplement que

la valeur réelle de ces machines réside dans la capacité de vendre à bon prix les biens qu'elles contribuent à fabriquer. En bref, tout est dans la crédibilité du *business plan* !

Sous l'angle du financement de l'entreprise, la situation des pays est des plus contrastée. Globalement, les entreprises américaines s'en tirent plutôt bien dans la mesure où, en moyenne, l'investissement est autofinancé à 100 %. Comme personne ne les a obligées à conserver du personnel en attendant la reprise, elles ont pu maintenir la qualité de leurs bilans et sont prêtes à redémarrer dès que les consommateurs sortiront de leur léthargie. Les entreprises françaises se trouvent presque à l'autre extrême, elles qui ne peuvent compter sur l'autofinancement que si les débats sociaux ne stigmatisent pas excessivement leurs profits ! Moyennant quoi, et c'est une constante dans ce pays, l'investissement est réduit à ce qu'une composition habile d'autofinancement et d'endettement permet.

Sous l'angle de la croissance économique, il est plus difficile de faire un jugement pondéré car il existe de nombreuses causes aux faillites, dont les erreurs de gestion ne sont pas les dernières. Par contre, la brutalité extrême du retournement conjoncturel a remis en cause toutes les stratégies d'entreprise. Pour s'en rendre compte, il suffit d'imaginer une seconde ce qui serait arrivé aux constructeurs automobiles si, d'une manière ou d'une autre, ils n'avaient bénéficié de subventions publiques. D'autres secteurs et d'autres entreprises, médiatiquement moins visibles, n'ont pas démerité, mais elles disparaissent, emportées par une dette devenue tout d'un coup excessive au vu du rendement des machines tiré vers le bas par la faiblesse de la demande.

Cependant, hormis l'ampleur du retournement, tout cela est le vécu ordinaire des chefs d'entreprise et l'on peut constater que les entreprises résistent plutôt bien à ces conditions difficiles.

Il existe néanmoins un exemple emblématique où l'on a poussé à l'extrême la diminution des fonds propres et où l'anticipation de revenus futurs est devenue l'actif principal de l'entreprise, c'est le LBO (*leverage buy-out*). On comprend facilement que la solidité financière de l'entreprise est proportionnelle à l'importance des fonds propres. Celle des LBO dépend, bien entendu, de leur structuration, mais l'importance de la dette les rend naturellement plus vulnérables aux retournements conjoncturels, pour peu qu'ils durent... Les données publiques sur le sujet sont difficiles à trouver et encore plus difficiles à interpréter avec rigueur. Certaines informations parues dans la presse font état de difficultés possibles à hauteur de 1 400 Md\$ pour les seuls États-Unis⁶, tandis qu'en Europe, le taux de défaut devrait passer de 7,5 % du nombre total des sociétés en 2009 (1,8 % en 2008) à 15 %-20 % d'ici à la fin de l'année 2010 (Fitch, 2010).

La crise du financement personnel

Il n'y a normalement pas de risque majeur pour le financement à crédit de biens durables, sauf si la dette est libellée en devises étrangères et que la monnaie nationale est dévaluée. C'est le cas aux portes de la zone euro, dans les pays baltes, d'une part, en Hongrie et en Ukraine, d'autre part. Ici, ce n'est pas le collatéral qui se déprécie, c'est la valeur de la dette qui, en monnaie nationale, augmente. Mais le prix à payer est étendu à tous par une déflation des salaires et des prix dans les premiers pays (changes fixes), par une dépréciation monétaire dans les seconds (changes flottants). L'ajustement en termes de pouvoir d'achat international est brutal, mais les conditions de la reprise sont, normalement, plus rapidement obtenues.

Il n'en est pas de même lorsque, comme c'est le cas pour une partie des étudiants américains, les études supérieures sont financées par l'endettement. Ici, le collatéral de la dette se trouve dans les revenus futurs de l'étudiant. Ceux-ci dépendent du taux de chômage futur, du niveau de salaire d'embauche et des perspectives de carrière. Or la crise a entraîné un doublement du chômage aux États-Unis ; celui-ci se traduit nécessairement par un délai plus long pour obtenir un premier emploi et pour certains par un salaire d'embauche moindre. Ceci explique sans doute l'accroissement des défaillances dans les prêts étudiants (retards de soixante jours). Bien que variable selon les États, elle touchait 18,8 % des prêts étudiants en Arizona et 10,6 % au niveau national (premier trimestre 2010)⁷ !

49

La crise de la dette publique

La logique voudrait que le déficit budgétaire ne concerne que les dépenses publiques d'investissement, tandis que les dépenses courantes devraient être financées par le seul impôt. En effet, pour poursuivre selon notre logique, si l'on s'endette pour payer des dépenses de santé, le collatéral de la dette s'évanouit dans la prestation même du personnel médical. La dette des États est donc sans collatéraux dans la mesure même où elle a financé des dépenses courantes. On comprendra que c'est en France, selon toute vraisemblance, que le problème se pose avec le plus d'acuité. On ne prendra, pour illustrer ce point, que la situation de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades). Le principe même de cette caisse est de reporter dans le futur une dette dont le collatéral a disparu. Ainsi, en 2009, la situation cumulée depuis 1996 fait état de 140 Md€ de dépenses d'assurances sociales financées à crédit, c'est-à-dire par les générations futures. C'est exactement comme si dans un pays sans assurance sociale, un enfant s'endettait auprès de sa banque pour financer les soins de santé et les dépenses quotidiennes

de ses parents. Si rien n'est fait, c'est près de 160 Md€ qui devraient s'ajouter à cette somme d'ici à l'année 2013 !

Plus généralement, on se souvient que dans la perspective keynésienne, le déficit budgétaire n'est qu'une avance sur recettes. En effet, ce déficit entraîne un accroissement de la dépense privée, au *prorata* de l'effet multiplicateur, qui génère elle-même un surcroît de recettes fiscales. Évidemment, tout cela ne tient que si le multiplicateur est suffisamment élevé et qu'il est au moins égal à 2 si le taux de prélèvements obligatoires est de 50 %. Or dans le programme de relance du président Obama de 2009, le multiplicateur ne dépassait 2 que pour 30 % du programme dans l'hypothèse haute et était toujours inférieur à 1 dans l'hypothèse basse⁸. Dans la mesure où le déficit budgétaire aura été utilisé pour financer des dépenses courantes, il aboutira à laisser une dette sans collatéraux.

Ainsi, la plupart des pays du monde ont assisté à une diminution de la valeur des collatéraux, en lien plus ou moins direct avec la crise financière. Plutôt que d'obliger les agents économiques à assumer les pertes financières de leurs mauvais choix, les autorités politiques ont, partout dans le monde, tenté de socialiser les pertes en les faisant remonter soit dans les budgets publics, soit à l'actif de la banque centrale - on pense ici particulièrement à l'acquisition d'actifs toxiques par la Federal Reserve.

50

Par ailleurs, mais c'est un autre sujet, facteur aggravant du premier, les autorités politiques ont pratiqué des politiques de relance selon les canons officiels de la science économique. Si la formation économique était ce qu'elle devrait être, elles auraient pu savoir que la trappe à liquidité existe, que c'est dans les périodes de déflation qu'elle a le plus de chance de se manifester et qu'avant même que la monnaie soit produite « comme une céréale », les périodes de déflation s'expliquent par l'obligation dans laquelle sont les agents économiques de se désendetter. Une action directe sur le bilan des agents est donc plus efficace qu'une mise à disposition de monnaie qui, si elle est utilisée, accroît encore la dette. Elles auraient aussi pu savoir que les politiques budgétaires ne fonctionnent que si et seulement si la demande autonome générée par le déficit est maintenue pendant assez longtemps - ce qui explique le nouveau plan de relance du président Obama (septembre 2010) et qui fait tellement craindre pour les pays européens⁹ -, que cela suppose de trouver des acquéreurs pour les obligations d'État - ce qui explique la crise grecque et la politique de rachat d'obligations d'État par la Federal Reserve - et enfin, comme on l'a vu, que le multiplicateur soit assez élevé pour que les déficits ne se transforment pas en dettes sans collatéraux - ce qui approfondit la crise. On n'est donc pas loin de l'impasse (Thoris, 2010)

et il n'est sans doute pas inutile de réfléchir à une sortie de crise « non conventionnelle ».

DES MODALITÉS DIFFÉRENTES DE DELEVERAGING

Si la crise est bien une crise de la dette sans collatéraux, la sortie de crise passe par une remontée de la valeur des collatéraux et/ou par l'alignement de la dette sur la valeur effective des collatéraux qu'elle a servis à financer, c'est-à-dire une forme ou l'autre d'abandon de créance.

La sortie par le haut ou la croissance économique

La première branche de l'alternative a abondamment été tentée. Aux États-Unis, au niveau microéconomique, elle passait par la remontée de la valeur des logements. Celle-ci est, pour l'heure, symbolique, malgré les programmes Making Home Affordable (février 2009-avril 2010) et Home Affordable Refinance (mars 2010-juin 2011). Au niveau macroéconomique, on l'a vu, elle s'appuyait sur des politiques de stimulation économique qui ont certes évité l'approfondissement de la crise, mais dont on se demande comment et jusqu'où les poursuivre. En bref, la croissance n'est pas au rendez-vous ; en tout cas, elle n'est pas assez importante pour espérer que la valeur des dettes diminue spontanément par rapport au chiffre d'affaires des entreprises ou aux revenus des ménages (microéconomie) ou par rapport au PIB pour le budget de l'État (macroéconomie). De toute façon, sur 31 épisodes de *deleveraging*, cette formule ne s'est rencontrée qu'une seule fois (McKinsey Global Institute, 2010) et il a fallu que la croissance économique atteigne un rythme double de celui des dix années précédentes. S'il faut accueillir les bonnes nouvelles lorsqu'elles se présentent (*double dip or not*), il faut cesser de compter sur un événement vraisemblable dans sa tendance et hypothétique dans son calendrier, à savoir le retour de progrès de productivité de l'ordre de 4 % par an (le double des dix dernières années en France).

Il le faut d'autant plus que la crise actuelle est mondiale, que le moteur américain est cassé, vraisemblablement pour aussi longtemps que nécessaire afin d'apurer les bilans de l'ensemble des agents économiques, et que le moteur chinois n'est pas conçu pour alimenter la croissance mondiale. Autrement dit, ce n'est pas demain que les Chinois accepteront un déficit de leur balance commerciale, ce qui caractérisait, il faut s'en souvenir, la puissance du moteur américain. Il reste à espérer que les politiques publiques resteront aussi coopératives que possibles, autrement dit, que les tensions protectionnistes seront contenues. À entendre certains discours, il n'est pas sûr que l'on mesure toujours

bien les conséquences de la désorganisation générale des circuits économiques et donc de la perte de croissance qui s'ensuivrait.

La sortie par le bas ou l'inflation

Le ratio d'endettement rapporte un stock à un flux. Le stock de dettes est exprimé en unités monétaires d'une année donnée ; le flux de revenus est exprimé en unités monétaires de l'année courante. Il suffit de faire dériver la valeur de l'unité monétaire de l'année courante par rapport à celle de l'année d'engagement de la dette pour obtenir une diminution du ratio d'endettement : cela s'appelle l'inflation. Chacun le sait, l'inflation modérée est un rêve et l'hyperinflation, un cauchemar. Le passage de l'un à l'autre est lui-même nourri par la fuite en avant dans l'endettement¹⁰. Tout cela nous permet de mesurer le risque réel d'inflation et d'hyperinflation dans la conjoncture actuelle.

Jonglant avec les citations comme si c'était des connaissances, la conscience collective identifie la création monétaire avec l'inflation. Que « l'inflation ait toujours et partout des causes monétaires » ne veut pas dire que l'accroissement de la masse monétaire se traduit, toujours et partout, par de l'inflation. Un incendie détruit un atelier, le principe de l'assurance permet à l'industriel autrement ruiné (avec ses salariés) de relancer son activité (sous réserve du temps de la reconstruction). Mais la somme versée par l'assureur a été prise sur l'ensemble des autres agents économiques, dont le niveau de consommation ou d'investissement diminue à due proportion de la valeur du sinistre (mesuré simplement par la valeur des primes d'assurance). Si une agence publique pouvait, sans entraîner de modification des comportements, créer *ex nihilo* la monnaie nécessaire à la reconstruction de l'atelier et si les matériaux, les machines et les personnels qualifiés nécessaires à la reconstruction étaient disponibles (problématique du taux d'utilisation des capacités de production), on pourrait dire que l'incendie n'a pas eu de conséquences sur la population économique concernée. Or ce n'est pas un atelier qui a été détruit, mais des millions de bilans dont la valeur de l'actif s'est évaporée.

Pour que la création monétaire se traduise par de l'inflation, il faut, dans un premier temps, que les agents économiques qui en bénéficient dépensent cet argent (problématique de la trappe à liquidité) et que cette dépense soit supérieure à l'épargne constituée ailleurs par d'autres agents économiques soumis au risque de chômage. Dans un deuxième temps, il faut que cette dépense bute sur le mur des ressources mondiales de matières premières, d'une part, sur celui des capacités productives mondiales, d'autre part. Les deux sont improbables à court terme. En ce qui concerne les matières premières, la demande reste conditionnée

à l'intensité de la reprise mondiale. Quant aux capacités de production, elles dépendent du rythme de mise à la casse des entreprises en faillite, sous réserve des excédents de capacité de production existant avant la crise. La folie des hommes étant une contre-valeur sûre, on ne va quand même pas laisser s'enclencher un processus de destruction physique des usines dans le sang pour faire remonter les prix dans la sueur de la reconstruction et dans les larmes du désastre.

La conclusion précédente est néanmoins conditionnée au maintien de l'ouverture des frontières. Si le risque de protectionnisme devenait réalité, les goulots d'étranglement se multiplieraient et l'augmentation sectorielle des prix pourrait se transformer en inflation et en retards, donc en baisse de production. On aurait gagné sur un tableau et perdu sur l'autre. L'inflation, dont on rêve parfois, ne se commande pas.

Si, contre toute attente, le déluge monétaire se traduisait en inflation, nous ne serions pas encore condamnés à l'hyperinflation. On l'a dit, le passage de l'un à l'autre est conditionné par la fuite dans l'endettement. Ce serait quand même une étrange surprise que de voir les ménages américains ou anglais à peine entrés dans une cure de désintoxication se précipiter vers une nouvelle dose d'endettement... Il est d'ailleurs plus que vraisemblable que leurs banquiers auraient retrouvé le chemin de la prudence, sinon de la sagesse.

L'étude de McKinsey Global Institute (2010) montre que la sortie de crise a été permise par l'inflation dans 8 cas sur 31. Il n'est pas inutile de préciser que cela signifie une inflation supérieure à 10 % pour les économies développées et à 20 % pour les économies émergentes. Dans les pays démocratiques, aucun gouverneur de banque centrale ne pourrait le tolérer ; aucun homme politique ne pourrait le justifier devant l'opinion publique. En effet, l'inflation se traduit par une perte de richesse des créanciers. On a beau fustiger les riches, tout le monde est aujourd'hui plus ou moins créancier. Même si les pertes sont proportionnelles à la valeur des créances, les conséquences de ces pertes en termes de niveau de vie sont psychologiquement et réellement plus graves pour les classes moyennes.

Nous sommes déjà emportés par la boule de neige

Il reste théoriquement une porte de sortie pour opérer le désendettement de manière conventionnelle, à savoir une croissance économique nominale supérieure au taux d'intérêt sur la dette. L'étude de McKinsey Global Institute (2010) montre que c'est le fait le plus fréquent : 16 cas sur 31. Néanmoins, on peut se demander s'il n'est pas déjà trop tard. L'opinion publique éclairée sur les questions économiques joue avec le concept de boule de neige de la dette comme

s'il s'agissait d'un risque à venir alors que tout montre qu'au niveau macroéconomique, nous sommes déjà emportés par cette forme de trou noir de la croissance économique. L'exemple du Japon devrait d'autant plus faire réfléchir que les données en sont simples et rondes : la dette publique atteint 200 % du PIB, le taux de croissance économique nominal est nul en moyenne ces dix dernières années¹¹ et le taux d'intérêt sur les obligations d'État à dix ans tourne autour de 1,5 %. On voit tout de suite que les intérêts versés sur la dette publique se montent à 3 % du PIB et que, à structure fiscale constante, ces intérêts ne peuvent être payés que par un emprunt supplémentaire¹². La finance tourne sur elle-même, pour elle-même, au détriment de l'économie réelle : c'est bien l'effet boule de neige.

On peut toujours se consoler en considérant que nous n'en sommes pas là. C'est évidemment ignorer l'expérience du Japon, englué dans les pressions déflationnistes depuis vingt ans et qui n'a pas démerité tant que cela en termes de politiques économiques conventionnelles. C'est aussi faire fi des engagements futurs dont le rapport Pébereau avait voulu faire la comptabilité précise, mais que l'on avait rapidement glissés dans les oubliettes, à savoir les engagements des différents régimes de retraite. Que ces derniers soient de capitalisation collective ou de répartition, leur équilibre à long terme dépend de la croissance économique. Si celle-ci n'est pas au rendez-vous et que l'on ne veut pas augmenter les impôts, il faut accroître l'endettement. C'est tout le sens des études sur la soutenabilité de la dette publique. On voit bien que lorsque l'effet boule de neige est enclenché, la dette n'est pas soutenable : si le Japon réussissait à voter un budget primaire durablement équilibré, les seuls intérêts de sa dette actuelle¹³ se traduiraient par une augmentation de l'endettement public de 100 % du PIB en une génération de vingt ans ! L'idée de soutenabilité consiste donc à regarder ce que devrait être la situation budgétaire à partir d'une date donnée pour que la dette publique soit stable. On reconnaît bien là le raisonnement qui a servi de base aux critères de Maastricht, puis au Pacte de stabilité et de croissance : avec une croissance de 3 % en volume et une inflation moyenne de 2 %, le taux d'endettement public est stable à 60 % si et seulement si le déficit budgétaire est contenu à 3 % du PIB. Ce déficit est partagé entre déficit primaire et charges d'intérêt de sorte que la baisse des taux a été interprétée comme un encouragement à accroître la dette publique. On a oublié les conditions en termes de croissance et d'inflation et l'opinion publique en a conclu qu'un déficit budgétaire de 3 % constituait une situation normale. Si la croissance devait durablement se tenir autour de 1,5 % et l'inflation peiner à dépasser les 1 %, le déficit budgétaire devrait être réduit à 1,5 %. Avec un taux d'intérêt sur les obligations

d'État à long terme de 3 %, le budget primaire devrait être excédentaire de 0,3 %¹⁴. Par rapport aux prévisions gouvernementales, il faudrait faire immédiatement un effort représentant 7 points de PIB. Dans le meilleur des cas, le déficit budgétaire serait encore de 3 % en 2013. Il est donc clair que la dette publique continuera à croître par rapport au PIB, alors que nous sommes à la veille d'enclencher un effet boule de neige sur la dette¹⁵. Or à ces charges dûment répertoriées s'ajoute, on l'a vu, le poids des échéances en matière de vieillissement (retraite et soins de santé des personnes âgées) que la Commission européenne estime à 1,8 % du PIB (Buti et Derrose, 2009). L'effort à faire aujourd'hui pour stabiliser la dette publique est donc sans doute proche de 9 points de PIB.

Bien entendu, ce chiffre peut être discuté ; il dépend de nombre de variables futures que l'on ne connaît pas bien (taux de croissance, taux de chômage, taux d'inflation, taux d'intérêt sur la dette publique...), mais il donne une idée de l'effort à faire immédiatement et il est facile de comprendre qu'en démocratie, personne ne veut lui faire trop de publicité. Il est aussi aisé de comprendre qu'un tel effort ne peut reposer sur les épaules d'une catégorie de population et que les riches ne sont pas assez riches pour l'assumer. Cela rend l'ambiance politique française un peu surréaliste : après le défilé, la fleur au fusil, contre une réforme insuffisante du régime général des retraites, les coups de canon de la crise des finances publiques ne sont sans doute pas loin.

VERS LA REMISE DES DETTES PUBLIQUES

Nous sommes en 1918, à quelques jours de la signature du traité de Versailles et nous nous interrogeons, avec Keynes, sur les conséquences économiques de la paix. Nous nous demandons si les contrats doivent être honorés et les dettes payées ou s'il faut trouver une autre solution. Des quatre puissances représentées lors de ce traité, Keynes écrit, *ex post* : « Les réparations furent leur principale incursion dans le domaine économique et ils réglèrent cette question comme un problème de théologie, de politique et de tactique électorale, s'occupant de tous les points de vue, sauf de celui de l'avenir économique des États dont ils avaient en main la destinée. » (Keynes, 1920). Aujourd'hui, peu de monde s'imagine à quel point nous sommes proches de cette situation. Si l'on oblige les États endettés à rembourser leur dette, on est totalement sûr qu'ils ne pourront le faire que par une dépression prolongée. Est-ce bien raisonnable ? Ne faut-il pas faire violence au principe moral du respect des engagements et décider, de manière concertée, qu'il faut tourner la page et procéder à un important mouvement de remise des dettes publiques ?

Un précédent à méditer

La théologie dont parle Keynes est donc celle des contrats dans la philosophie politique libérale. Fondement de l'ordre social bilatéral, national et international, elle est fondée sur le principe du respect des engagements : la justice exige la restitution de l'argent prêté, c'est bien le moins que l'on puisse en attendre. Ce n'est pas la règle de celui qui cherche à frayer son chemin dans la vie avec le Dieu qui se révèle dans le livre de Deutéronome (15, 1 et 2) : « Au bout de sept ans, tu feras remise. Voici en quoi consiste la remise. Tout prêteur, détenteur d'un gage personnel qu'il aura obtenu en gage de son prochain, lui en fera remise. » (traduction de la Bible de Jérusalem). Pour ceux qui aiment les nuances, la nouvelle version de *La nouvelle bible Segond*, publiée par l'Alliance biblique universelle, traduit : « Au bout de sept ans, tu observeras la remise. Tout créancier qui aura fait un prêt à son prochain en fera remise. » On voit la nuance et l'élargissement.

À la même époque, à Athènes, Solon pratique la « délivrance du fardeau » en interdisant l'esclavage pour dette et en abolissant toutes les dettes aussi bien privées que publiques (Aristote, 1891). Il le fait, sans doute, pour des motifs de raison économique qu'un libéral devrait comprendre. Méditons cette formule de Gustave de Molinari : « C'est seulement lorsque le travailleur se trouve placé sous l'aiguillon de la concurrence, et qu'il peut disposer pour lui-même de tout le produit de son travail, qu'il est excité à fournir la plus grande quantité et la meilleure qualité de travail. Or cette situation ne peut se présenter que sous un régime d'entière liberté du travail¹⁶. » Qu'est-ce à dire sinon que l'esclave ne travaille pas de manière efficace parce qu'il ne bénéficie pas du fruit de son travail. La multitude des esclaves dont bénéficiaient les riches Athéniens était, de ce fait, une source d'appauvrissement pour la Cité. L'analogie avec aujourd'hui n'en est que plus évidente. Quelle peut être l'ardeur au travail d'un Américain chargé d'une dette immobilière supérieure à la valeur de sa maison ? Il est comme enchaîné à sa situation économique désastreuse qu'il a contribué à provoquer en achetant un bien déjà trop cher. Mais il ne peut être tenu pour responsable des défaillances de la régulation monétaire et financière. Quelle peut être l'ardeur au travail d'un Irlandais dont le gouvernement annonce 3 000 euros de réductions budgétaires par personne d'ici à l'année 2014¹⁷ ? Si l'on impute la somme à payer (en baisse de prestations, de services publics, ou en augmentation d'impôts) sur une famille de quatre personnes, cela représente quatre mois d'un salaire brut moyen, soit un mois de salaire par an. Ce travailleur n'est pourtant pas responsable de la faillite de l'Anglo Irish Bank et l'on ne lui a pas demandé expressément son avis sur la reprise des dettes de cette banque dans le budget de l'État lors

de la nationalisation de janvier 2009. Faut-il invoquer Karl Marx, pour qui le marché plane, tel le *fatum* antique, dans des sociétés qui ont pourtant fait de la providence de l'État une valeur sûre¹⁸ ?

C'est là que les théologiens entrent en scène. Ils sont évidemment du côté des « purs », de ceux qui n'ont pas abusé du crédit, qui n'ont pas titrisé leurs recettes futures comme d'autres ont vendu leur blé en herbe¹⁹. À vrai dire, beaucoup peuvent se reconnaître parmi eux, mais, pour boucler avec l'histoire économique séculaire, nous pensons particulièrement aux Allemands. Ils ont géré avec talent la hausse du deutschemark, puis de l'euro, par rapport aux autres devises, amené les lands de l'Est à une parité relative avec les lands de l'Ouest, payé leur tribut à la crise financière en recapitalisant leurs banques à hauteur d'environ 50 Md€ (BNP Paribas, 2009). Ils l'ont fait en maîtrisant la croissance de la dette publique et en contenant les déficits budgétaires. La comparaison France/Allemagne est éloquente à ce sujet²⁰ : en ce qui concerne la dette publique, le couple se tenait main dans la main en 1995 (55,5 %) et encore en 2005 (68 %). Mais la relative sagesse allemande contient la dette de 2009 à 73,4 % du PIB, quand le ratio français atteint 78 % malgré un choc conjoncturel moins important. Or si l'on prolonge les différentiels de déficit budgétaire de 2009 (3 %, contre 7,5 %), l'écart de la dette publique (4,6 points de PIB en 2009) s'accroît de 4,5 points de PIB chaque année. L'Allemagne paraît donc en position de force pour demander que les dettes soient payées au prix d'une épargne dûment constituée.

Mais l'Allemagne devrait se méfier considérablement d'une situation structurelle apparemment rassurante. D'abord, les études de soutenabilité ne lui sont pas aussi favorables que cela. Si l'effort budgétaire pour stabiliser la dette au niveau atteint en 2010 est plus faible qu'en France (1,4 %, contre 4,9 %), les dépenses sociales supplémentaires de 2010 à 2050 liées au vieillissement de la population exigent un effort immédiat beaucoup plus important (4,9 %, contre 2,5 %) (Centre d'analyse stratégique, 2010). Au total, entre la France et l'Allemagne, il n'y a pratiquement pas de différence dans l'effort à faire dès aujourd'hui pour stabiliser la dette publique. Ensuite, et c'est là que nous bouclons avec Keynes, l'Allemagne a été victime de la « théologie » des nations qui voulait que les dégâts de la guerre soient payés par ceux qui en étaient la cause. Après l'hyperinflation qui ruina tous les créanciers (1922-1923), elle s'est engagée dans une politique de déflation qui avait pour but d'exporter de façon à pouvoir rembourser ses dettes de guerre (1924). Aujourd'hui, par analogie, elle doit bien se rendre compte que si les pays d'Europe moins vertueux doivent rembourser les dettes publiques qu'ils ont accumulées, ils seront obligés de pratiquer une politique de déflation qui se traduira pour

elle par autant de commandes en moins. Plus largement, si elle devait se poursuivre, la baisse du dollar se traduirait par un appauvrissement du pouvoir d'achat international des Américains (soit la même chose qu'une politique de déflation) et une diminution de la demande américaine que, par ricochet, les Allemands ne pourraient pas ne pas ressentir.

Dans l'interdépendance générale où nous sommes, une position de principe trop rigide peut conduire à la catastrophe que tout le monde redoute. D'où l'urgence de réfléchir à des solutions alternatives.

La force du pragmatisme ou la solution découverte en marchant

Contrairement à l'Irlande qui, par l'intermédiaire de la National Asset Management Agency (NAMA), a transformé les actifs toxiques de ses banques en obligations d'État à des taux qui ne cessent de s'accroître²¹, les États-Unis les ont fait reprendre directement par la Federal Reserve. Le 31 septembre 2010, on trouvait à l'actif de son bilan 1 079 Md€ de MBS (*mortgage-backed securities*). Ces titres ont été rachetés à Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae et inscrits à leur valeur faciale²². Qui croit un seul instant que ces créances pourront un jour, même à échéance de trente ans, être reprises par ces trois agences en échange d'un paiement en bonne et due forme provenant des ménages endettés pour l'acquisition de leur logement ? Au moins faut-il remarquer que si ces opérations se font au taux directeur de la Federal Reserve (0 %-0,25 %), il n'y a pas de risque avéré de boule de neige de la dette dans le bilan desdites agences !

Le 18 mars 2009, la Federal Reserve décidait d'acheter des titres du Trésor de maturité comprise entre deux ans et dix ans à hauteur de 300 Md\$ en six mois²³. Le 10 août 2010, il est décidé que les remboursements des agences n'entraîneraient aucune diminution du bilan de la Federal Reserve, mais donneraient lieu à des achats de titres du Trésor d'une maturité comprise entre deux ans et dix ans. Le 3 novembre 2010, la Federal Reserve décidait d'une rallonge de 600 Md\$ au rythme de 75 Md\$ par mois jusqu'au second trimestre 2011 pour des titres dont la maturité est élargie d'un an et demi à trente ans. Parallèlement, le programme de transformation des titres des agences en titres du Trésor se poursuit au rythme anticipé de 300 Md\$ sur la même période. Qui croit aujourd'hui que ce programme va s'arrêter brutalement le 1^{er} juillet 2011 ? Par contre, l'objectif immédiat de ces opérations est de diminuer le coût des émissions obligataires et de retarder le phénomène de boule de neige : il s'agit de « garantir des taux exceptionnellement bas pour les fonds fédéraux pour une période étendue »²⁴. Les Irlandais doivent avoir envie de migrer massivement aux États-Unis !

Par définition, le pragmatisme est une attitude d'esprit qui consiste à ne pas décider de ce qui n'est pas décidable et à ne pas préjuger des difficultés, ni des opportunités futures. La politique américaine a donc l'immense avantage de ne pas obliger à prendre de décision de nature systémique en attendant des jours meilleurs. Pendant ce temps, des dettes dont la valeur des collatéraux est incertaine, y compris en matière de dépenses publiques, sont cantonnées dans le bilan de la Federal Reserve au lieu d'être reportées sur les épaules des contribuables et des citoyens. Quand le temps aura fait son effet, que tout cela aura été plus ou moins oublié, un alinéa quelconque dans une décision quelconque de la Federal Reserve permettra de procéder à l'apurement de son bilan et, parallèlement, de celui du Trésor public. Cela s'appelle une remise des dettes.

S'il advenait que les choses aillent mieux et que le Trésor public soit en situation de rembourser, tout ce plan de cantonnement apparaîtrait comme une étape tactique dans une stratégie de sortie de crise. Mais les chiffres astronomiques de la dette américaine montrent que cette hypothèse est peu probable. La monétisation de la dette publique ne représente d'ailleurs qu'une faible partie du stock de dettes et même de son accroissement. Laissons le stock (13 600 Md\$ au 31 octobre 2010²⁵) et ne regardons que son accroissement depuis le 31 août 2008, à la veille de la faillite de Lehman Brothers. Par tête, il est passé de 31 000 dollars à 43 800 dollars, soit une augmentation de 500 dollars tous les mois pendant vingt-quatre mois ou 2 000 dollars mensuels pour une famille de quatre personnes. Malgré le niveau de vie américain, cela représente quand même 30 % des revenus mensuels du travail d'un couple qui cumule les salaires moyens masculin (3 750 dollars) et féminin (3 000 dollars) ! Le principe de justice qui veut que la dette soit remboursée bute sur le principe de réalité qui s'interroge sur la manière dont il faut procéder. Mieux vaut donc libérer le monde entier d'une illusion et préparer le futur sur des bases nouvelles. Entre les deux, d'une façon ou d'une autre, la remise des dettes s'impose.

L'Europe peut-elle réagir ?

« Avec tout le respect que je leur dois, la politique des États-Unis n'a pas de sens. »²⁶ La guerre des mots a commencé et cette déclaration du ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, entre dans un processus dont on espère qu'il s'arrêtera rapidement. Car cette réaction, sinon de l'Europe, du moins du gardien allemand de l'orthodoxie monétaire européenne, ne laisse pas présager de la flexibilité conceptuelle et politique dont la situation a besoin. Alors que le communiqué de presse de la Federal Reserve insiste sur le fait que

la monétisation de titres longs du Trésor public a pour objet « d'assurer que l'inflation, à travers le temps, atteindra un niveau cohérent avec son mandat²⁷ », que cela signifie qu'il faut absolument cantonner les risques de déflation, Wolfgang Schäuble ne voit que la contrepartie supposée inflationniste de cette décision. En termes stricts, il a raison. Jacques Rueff a assez montré que l'inflation française des années qui ont suivi la Seconde Guerre mondiale provenait de la monétisation d'actifs longs qui entravaient la possibilité même d'une politique monétaire. Mais il raisonnait dans un monde de plein-emploi des ressources. Si la création monétaire a pour objet d'éteindre une dette dont les collatéraux ont disparu, elle ne présente aucun risque inflationniste. La vraie question devient alors : comment faire pour que la remise des dettes atteigne l'ensemble des agents économiques de façon à les libérer du poids du passé et les inciter à se projeter de nouveau dans le futur par l'investissement et la dépense en biens durables ?

La première réaction de l'Europe à la politique américaine consisterait à pratiquer la même reprise par la Banque centrale européenne (BCE) des actifs sans collatéraux que sont les obligations d'État émises autant pour soutenir les banques contaminées par les actifs toxiques que l'économie et la société durant la crise. Cela dépasse, et de loin, la solution « pragmatique » du 10 mai 2010 qui vise, par le Securities Markets Programme, à assurer « la profondeur et la liquidité » du marché des obligations privées et publiques. Cela dépasse, et de loin, la décision de l'Eurosystème « de suspendre l'application, dans le cas des titres de créances négociables émis ou garantis par l'État grec, de la référence à la notation du crédit et aux prix de marché requise pour l'éligibilité des actifs admis en garantie »²⁸. Cette longue citation est très parlante dans ses non-dits : nous ne changeons pas de principe et nous nous donnons la liberté de revenir en arrière à discrétion ; ce programme ne concerne que l'État grec, alors que la presse ne cesse de citer les autres maillons virtuellement faibles des dettes « souveraines » ; c'est une réponse de circonstance à un problème systémique. Sans doute la BCE a-t-elle prévu d'élargir cette brèche si le futur devait s'écrire comme il est probable. Stratégiquement, il serait néanmoins plus opportun de définir de nouvelles règles, connues de tous à l'avance et qui délivreraient une fois pour toutes l'Union européenne tout entière du fardeau d'une dette sans collatéraux.

Ces nouvelles règles pourraient concerner le rachat systématique de toutes les obligations d'État détenues par les marchés financiers pour la fraction de la dette publique qui dépasse 50 % du PIB. Une fois ces obligations rachetées, elles feraient l'objet d'une remise, c'est-à-dire qu'elles disparaîtraient de l'actif de la BCE et du passif des États

de l'Union européenne. Sans perdre de vue la question de la faisabilité politique, considérons d'abord les aspects techniques de cette mesure :

- la diminution du poids de la dette publique met immédiatement fin aux programmes de rigueur dont l'intensité se révélera rapidement insupportable en termes sociaux et contre-productive en termes économiques. Cela ne met pas fin aux programmes d'ajustement structurel pour tous les pays, et ils sont nombreux, dont le *trend* de dépenses publiques et sociales dépassait, avant la crise, le potentiel de croissance et de financement ;

- ce programme concernerait d'abord la future dette obligataire émise par les États. Celle-ci serait reprise directement par la BCE. Si l'on se donne un programme à cinq ans, il est assez facile de voir ce qui revient de droit aux États et ce qui peut être attribué aux intermédiaires financiers ;

- la dette obligataire passée étant portée pour l'essentiel par les intermédiaires financiers, banques et assurances, son rachat pour un montant important apporterait une liquidité supplémentaire pour des opérations de prêt dans le secteur marchand. On pourrait aussi imaginer que la contrepartie de cette remise des dettes soit une participation au capital des banques et des compagnies d'assurances, bien utile pour respecter les critères de Bâle III et de Solvency II ;

- les risques d'inflation ne devant pas être négligés, ce programme ne devrait être mené qu'avec prudence, par des montants mensuels établis d'avance. Sans remettre en cause l'objectif d'une dette publique ramenée à 50 % du PIB, il s'agirait de moduler le chemin en fonction des événements ;

- malgré tout, il faudrait procéder rapidement, voire très rapidement, en tout cas avant que les promesses actuellement faites de revenir dans les critères du Pacte de stabilité et de croissance pour 2014 n'apparaissent pour ce qu'elles sont.

En dehors de l'idée de remise des dettes en vue d'une réduction à 50 % du taux de la dette publique, personne ne peut dire que ce n'est pas *de facto* la politique inaugurée par la Federal Reserve avec la monétisation des titres longs du Trésor public.

TOUT CELA EST-IL BIEN RAISONNABLE ?

Cette proposition de politique économique peut donner l'impression qu'hier, on a rasé gratuitement et que demain, la fête continuera jusqu'au délire. Elle peut aussi troubler les nations émergentes ou en développement pour lesquelles un tel programme ne se justifie pas. Elle peut enfin paraître une immense injustice au détriment des peuples

les plus raisonnables dont la remise des dettes publiques serait moins importante. Reprenons ces points en commençant par ce dernier.

Pourquoi ramener le taux de dette publique à 50 % du PIB ?

La soutenabilité de la dette dépend, on l'a vu, du taux de croissance de l'économie, de l'inflation et du taux d'intérêt. Pour beaucoup d'observateurs, la sortie de crise était prévue pour le printemps 2009 et le rattrapage de l'activité perdue n'était qu'une question de mois. Aujourd'hui, il est de plus en plus probable que la crise laisse des séquelles en termes de croissance potentielle. Les chiffres varieront évidemment d'un pays à l'autre, mais supposons que la croissance économique plafonne à 2 %, que la hausse des prix atteigne la cible des 2 % et que le taux de prélèvement fiscal soit de 50 %. Une croissance nominale de 4 % génère un surcroît de recettes fiscales équivalant à 2 points de PIB ; si la dette publique est financée à un taux moyen de 4 %, cela génère 2 points de PIB d'intérêt. C'est ainsi que l'on évite l'effet boule de neige de la dette.

Cet objectif de 50 % se traduirait par des programmes de remise des dettes substantiellement différents selon les pays. L'exemple prototypique est encore celui du Japon : réduire la dette publique de 200 % à 50 % du PIB est une opération considérable. La banque centrale y détient déjà 15 % du stock de dettes, de sorte qu'il n'y a pas d'obstacle institutionnel à une remise des dettes. Mais cette opération libérerait les Japonais du poids d'un tribut annuel aux institutions financières résidentes représentant chaque année 2 % de PIB pour 100 points de base de taux d'intérêt sur les obligations d'État²⁹ ! Dans l'Union européenne, le taux moyen de remise est plus faible, mais la dispersion est grande entre la Grèce (128 % de dettes publiques en 2010), l'Italie (132 %) ou l'Islande (128 %), d'une part, le Danemark (58 %), la Suède (55 %) ou la Finlande (60 %), d'autre part. Entre les deux, la France (94 %) ou l'Allemagne (80 %) joueront les arbitres (OCDE, 2010). Cette zone va donc connaître la double difficulté institutionnelle (l'achat d'obligations d'État par la banque centrale y est normalement interdit) et politique (les fourmis ne voudront pas donner un avantage aux cigales). Une voie médiane pourrait consister à pratiquer la remise des dettes à hauteur des PIB respectifs, mais cela ne résoudrait sans doute pas la question essentielle, ce pour quoi tout ce programme est proposé, c'est-à-dire restaurer les conditions de la croissance et, spécifiquement pour la zone euro, décourager toute forme de spéculation contre la monnaie unique.

On ne répétera sans doute jamais assez que cette remise des dettes ne coûte rien à personne, puisque les dettes sont reprises par les banques centrales avant d'être détruites, que l'impact inflationniste est faible

aussi longtemps que la remise ne concerne que les dettes dont les collatéraux ont disparu et que, typiquement, les dettes publiques rentrent dans cette catégorie, et que, finalement, le programme peut être modulé en fonction de l'intensité de la reprise économique qui s'ensuivrait.

*Pour une mise en œuvre internationale
du programme de remise des dettes*

Bien entendu, le reste du monde pourrait considérer une telle politique avec stupeur. Commençons par les plus pauvres à qui l'on a imposé plus d'un programme de stabilisation pour rendre possible le remboursement d'une dette exprimée en dollars. Il faut même, rétrospectivement, regretter que les hausses intempestives du dollar les aient acculés à des difficultés rédhibitoires de balance des paiements. Une solution à ce problème serait de coordonner ce programme de remise des dettes avec une réforme du système monétaire international qui rend impossible l'alourdissement du poids des dettes du seul fait que l'unité monétaire dans laquelle elles sont émises s'apprécie. En clair, il faut travailler à une unité de compte internationale dont la valeur serait la plus stable possible.

Les pays émergents et particulièrement les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) pourraient savourer cette remise des dettes comme une forme de victoire dans la mesure où celle-ci serait la traduction évidente que la raison économique n'est pas toujours du côté des Occidentaux. À moins qu'ils ne préfèrent poser un veto à cette pratique car ce serait restaurer les conditions de la croissance chez leurs plus puissants compétiteurs. Mais, on l'a vu, les États-Unis ne demandent rien à personne pour pratiquer une telle politique. Parallèlement, la remise des dettes aurait plutôt pour conséquence de conforter la capacité de remboursement des dollars de réserve puisque, d'une part, il y aurait moins de papier sur le marché et, d'autre part, cette remise contribuerait à une sortie durable de la crise. Par contre, là encore, par *fair play*, les Américains pourraient prendre acte de leur situation pour accepter de négocier sur le statut du dollar. À condition de trouver la bonne formule de substitution, les tensions internationales sur le change en seraient certainement apaisées.

Si les États-Unis étaient amenés à élargir leur politique d'achat d'obligations d'État par la Federal Reserve, la position du dollar pourrait s'en trouver consolidée. La décision prise par cette dernière le 3 novembre 2010 a d'abord entraîné un affaiblissement du dollar parce qu'elle signale que la reprise maintes fois annoncée n'est pas au rendez-vous. Cependant, cette décision montre que la question de l'effet boule de neige de la dette est prise très au sérieux, plus qu'en

Europe où le risque est localement avéré. La stabilité des changes serait mieux établie si le programme de remise des dettes était concerté entre les grandes puissances.

Vers un futur sans dettes ?

Reste le risque politique qui ferait de la remise périodique des dettes une sorte de principe empirique des démocraties. Après tout, les déficits budgétaires n'ont pas attendu la crise pour être décidés ; au contraire, en Europe comme aux États-Unis, les pressions sociales diffuses et généralisées pèsent constamment sur les budgets publics. Avec des élections générales ou partielles tous les deux ans, le phénomène n'est pas prêt de s'arrêter. D'où la nécessité de conditionner cet important programme de remise des dettes à l'inscription dans la Constitution de la nécessité de l'équilibre structurel des comptes publics et sociaux. Cet équilibre serait assez souple pour être ajusté dans le cycle, mais pour que l'on cesse de tirer des traites sur la croissance future, le taux de déficit budgétaire ne pourrait jamais dépasser le taux d'excédent budgétaire cumulé des sept dernières années. En démocratie, ce point est sans doute le plus difficile du programme car il entraînerait une modification radicale du discours politique. Non ! La dépense publique n'a pas une vertu supérieure à la dépense privée. Nécessaire pour payer les dépenses régaliennes de l'État, couvrir les besoins sociaux, financer des investissements générateurs d'externalités, accomplir un certain degré de redistribution..., elle n'a pas, en elle-même, un effet d'entraînement qui la distinguerait d'une dépense d'investissement ou de consommation privée. Non ! La dépense publique n'est pas la solution de toutes les formes de crise. Son effet multiplicateur est désormais tellement faible qu'elle diffère seulement le moment où la crise se manifeste dans toute sa force destructrice. Non ! Il n'est pas juste de transférer sur les générations futures les déficits publics et sociaux conjoncturels. Aucun citoyen n'accepterait de souscrire une assurance à une compagnie qui émettrait des emprunts pour couvrir l'excédent annuel des remboursements de dommages sur les primes versées. On le voit, la remise des dettes publiques, pour être un programme apparemment attractif, est aussi difficile que la réalité de marché la plus dure. Car pour voter aujourd'hui des budgets équilibrés, il faut quand même que selon les pays, le solde effectif soit amélioré de 6,6 % du PIB (zone euro) à 10,7 % (États-Unis) !

Certes, cet effort est programmé dans de nombreux pays, mais les agents économiques savent qu'après les augmentations d'impôts et la baisse des dépenses publiques nécessaires pour atteindre l'objectif d'équilibre budgétaire, à supposer que l'effet multiplicateur, faible, certes, mais négatif cette fois, ne repousse pas le moment où l'objectif

sera atteint, il y aura encore l'effort en termes d'augmentation des impôts et de baisse des dépenses publiques pour rembourser le principal de la dette. En atténuant, voire en supprimant cette deuxième étape, la remise des dettes publiques ouvre naturellement des perspectives de croissance. Le calcul du taux de rendement interne d'un investissement n'a plus à intégrer l'éventualité d'une hausse des impôts et sa comparaison avec le taux d'intérêt nominal devient plus facilement avantageuse. Le retour au réel est accompli.

Lorsque les banques centrales se sont lancées dans la solution non conventionnelle du *quantitative easing*, elles ont bénéficié d'une tolérance de l'opinion publique effrayée par l'expression même de « risque systémique ». La même tolérance pourrait être obtenue pour la solution non conventionnelle de la remise des dettes publiques autour de l'idée de « boule de neige de la dette ». Il faut néanmoins méditer ici la parabole du débiteur impitoyable³⁰. À supposer que les banques centrales remettent les dettes des États, comment les États utiliseraient-ils ces degrés de liberté pour libérer certains agents économiques de leurs dettes ? On pense à la question du logement pour les ménages américains, à la dette sociale pour un pays comme la France. Si l'on n'allait pas jusque-là, l'opinion publique aurait le sentiment de « petits arrangements entre amis ». Il y a donc un programme à construire dans l'application de ce principe général et il ne peut être que spécifique à chaque pays.

65

NOTES

1. « Notre conviction et notre attente sont que nous aurons tous les piliers en place pour une reprise cette année », site Internet du *New York Times* du 7 mars, repris par *Les Échos* du 8 mars 2009.
2. Voir le site : <http://data.newyorkfed.org/creditconditions>.
3. Cf. *The Wall Street Journal* du 16 février 2010 ; voir le site : <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703562404575067452797224606.html>.
4. Voir le site : http://research.stlouisfed.org/maps/failed_banks.php.
5. Voir par exemple le site : www.romandie.com/infos/news2/100204100340.sm0j0ln2.asp.
6. Cf. Moody's, via CNBC, février 2010.
7. Voir le site : <http://data.newyorkfed.org/creditconditions>.
8. Voir le site : www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10008/03-02-Macro_Effects_of_ARRA.pdf.

9. Comme on le voit avec le « conseil » du FMI d'éviter la rigueur. Voir le site : www.lesechos.fr/economie-politique/monde/actu/020909721512-le-fmi-conseille-de-remettre-la-rigueur-a-plus-tard.htm.
10. Relire le remarquable « Apologue des marchands de clous de Nuremberg » de Clément Colson rapporté par Allais (1977).
11. En réalité, il a baissé de 5 % de 2000 à 2010, soit une baisse annuelle moyenne de 0,5 % (OCDE, 2010, p. 348).
12. Le calcul est effectué en dette brute, plus significatif (OCDE, 2008). Les chiffres effectifs pour 2007 sont : taux de dette brute, 167 % ; taux d'intérêt des obligations d'État, 1,7 % ; paiement d'intérêts en pourcentage du PIB, 2,7 % (OCDE, 2008, p. 71 ; OCDE, 2010, p. 52 et p. 92).
13. Mêmes hypothèses que précédemment : des intérêts représentant 3 % du PIB financés par des emprunts au taux de 1,5 %, croissance économique en valeur nulle.
14. On trouvera des variantes dans Cerisier (2010).
15. 3 % d'intérêt sur 85 % de dette publique font 2,55 % d'intérêt, soit 1,5 point de croissance et 1 point d'inflation.
16. L'article intitulé « Travail » de De Molinari (1853) paru dans le *Dictionnaire de l'économie politique* de Coquelin et Guillaumin contient l'exposition des principes de la science, l'opinion des écrivains qui ont le plus contribué à sa fondation et à ses progrès.
17. Le 26 octobre 2010, le gouvernement a annoncé qu'il fallait prévoir des économies à hauteur de 15 Md€ pour que l'Irlande respecte les critères du Pacte de stabilité et de croissance à l'échéance de 2014 (voir par exemple le site : www.latribune.fr/actualites/economie/international/20101103trib000569040/les-tensions-autour-de-la-dette-irlandaise-s-exacerbent-.html).
18. Il suffit de remplacer le mot « commerce » par « finance » : « Comment se fait-il que le commerce, qui n'est pourtant rien d'autre que l'échange de produits des individus et de pays différents, domine le monde entier par le rapport de l'offre et de la demande - situation qui, suivant les paroles d'un économiste anglais, plane sur la terre, tel le *fatum* antique, et, d'une main invisible, distribue aux hommes le bonheur et le malheur, et fait naître et disparaître les peuples ? » (Marx et Engels, 1846).
19. Cette confiance dans le futur est manifestée par la titrisation de la propriété intellectuelle. Ainsi, en 1997, David Bowie a titrisé pour 55 Md\$ le produit de ses vingt-cinq prochains albums. Voir le site : http://breese.blogs.com/pi/files/titrisation_canada.pdf.
20. Statistiques européennes disponibles sur le site : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables.
21. 6 % pour l'émission obligataire à huit ans du 21 septembre 2010, par exemple.
22. Voir le site : www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbsreport201010.pdf.
23. Voir le site : www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm.
24. Communiqué de presse du 3 novembre 2010, disponible sur le site : www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm.
25. Disponible sur le site : www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/2010/opdm102010.pdf.
26. Disponible sur le site : www.lesechos.fr/economie-politique/monde/actu/reuters_00295936.htm.
27. Cf. note 24.
28. Discours de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, 17 juin 2010. Disponible sur le site : www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/2010/2010-17-06-discours-noyer-crise-dette-souveraine-risque-contagion-reponse-bce.pdf.
29. Dans l'hypothèse d'un taux de dette publique de 200 %. Le modèle macroéconomique du gouvernement japonais aboutit à des résultats plus modérés : « Une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt à court terme entraînerait un accroissement du déficit budgétaire public de 0,4 point de PIB. » (OCDE, 2008, p. 63).
30. Matthieu, 18, 23-34.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLAIS M. (1977), *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann, p. 174.
- ARISTOTE (1891), *La constitution d'Athènes*, traduit par Bernard Haussoulier, Émile Bouillon éditeur. Disponible sur le site : <http://remacle.org/bloodwolf/philosophes/Aristote/constitution.htm#VI>.
- BNP Paribas, *Conjoncture*, juillet-août 2009.
- CENTRE D'ANALYSE STRATÉGIQUE (2010), « La France et l'Europe face à la crise économique », *Note d'analyse*, n° 191, tableau 2, septembre, p. 11.
- CERISIER F. (2010), « France : finances publiques, l'heure des choix », BNP Paribas, *Conjoncture*, n° 7 et 8, juillet-août, pp. 3-15.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2009), *Sustainability Report*, BUTI M. et DERROSE S. (sous la direction de), Economic and Financial Affairs, *European Economy*, n° 9. Disponible sur le site : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15998_en.pdf.
- DE MOLINARI G. (1853), « Travail », in *Dictionnaire de l'économie politique*, Coquelin C. et Guillaumin G. (éd.), Guillaumin et Cie.
- FISHER I. (1933), « La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation », *Revue française d'économie*, 1988, vol. 3, n° 3, pp. 159-182.
- FITCH (agence) (2010), « Crédits LBO, le calme avant la tempête », 18 février. Disponible sur le site : www.wansquare.com/fr/archives.html?view=article&article=2481.
- KEYNES J. M. (1920), *Les conséquences économiques de la paix*, éditions de la Nouvelle revue française (NRF), pp. 115-116. L'édition anglaise est de 1919.
- KEYNES J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, traduction de Jean de Largentaye, 1975, Petite Bibliothèque Payot, livre IV, chapitre 17, p. 238.
- MARX K. et ENGELS F. (1846), *L'idéologie allemande*, Éditions sociales, 1968, p. 178.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010), *Debt and Deleveraging : the Global Credit Bubble and its Economic Consequences*, 10 janvier. Disponible sur le site : www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf.
- OCDE (2008), *Études économiques de l'OCDE : Japon*, vol. 4, note 3, avril, p. 89.
- OCDE (2010), *Perspectives économiques*, vol. 2010/1, n° 87, mai.
- THORIS G. (2010), « Après la crise, que reste-t-il des instruments de régulation conjoncturelle ? Les politiques monétaire et budgétaire face à l'effet de cliquet », *Revue française de finances publiques*, n° 109, février.

