

## POUR UNE REMISE DES DETTES PUBLIQUES

GÉRARD THORIS\*

La confiance dans la capacité des gouvernements appuyés sur l'élite des professionnels de l'économie de venir à bout de la crise issue des *subprimes* est maintenant sérieusement ébranlée. Cette confiance était rassurante car elle permettait de ne pas regarder la spécificité de la crise et de se projeter en avant sur le mode *business as usual*. Cette confiance était néanmoins aveugle car, il faut le dire et le répéter, la macroéconomie dominante n'intégrait pas dans ses modèles une crise de la dette sans collatéraux, c'est-à-dire une crise où l'actif financé par l'endettement a disparu (matériellement, économiquement, financièrement), alors que la dette est toujours là, inscrite au passif du bilan. Ce n'est pas que le phénomène ne se soit jamais produit, au contraire : ce fut le détonateur de la crise de 1929 où la montée finale

des cours a été alimentée par l'endettement des boursicoteurs ; ce fut également le détonateur de la crise actuelle où nombre de ménages américains se sont retrouvés avec une dette immobilière supérieure à la valeur de leur maison. Mais les économistes ont préféré s'intéresser à l'erreur effective de la Federal Reserve, qui a maintenu le marché monétaire dans l'asphyxie, et à la politique du New Deal dont l'iconographie garantit à elle seule l'efficacité. Aujourd'hui, le consensus des économistes estime que les politiques monétaire et budgétaire ont été extrêmement réactives, que l'ampleur de la réaction a été substantielle - depuis les taux d'intérêt zéro jusqu'aux taux de déficit budgétaire d'ampleur inconnue en temps de paix. Et pourtant, les faits sont là et tout le monde pressent bien que la crise n'est pas encore sous contrôle.

---

\* Professeur, Sciences Po.

Jusqu'à présent, la solution a consisté à procéder à un moratoire sur les dettes en attendant des jours meilleurs et à couvrir des dettes (privées) par d'autres dettes (publiques) ! Il est temps de s'interroger s'il ne faudrait pas, purement et simplement, à la manière des anciens Hébreux, effacer les dettes. Au fond, c'est peut-être là l'un de ces secrets que l'histoire longue des peuples peut nous révéler en temps utile, sous réserve de l'analyser méticuleusement pour en tirer des solutions ajustées à la situation actuelle, en espérant qu'elles n'arrivent pas trop tard. Nous le ferons en montrant que les autres solutions retenues par l'histoire ne sont pas praticables dans le cadre de la crise actuelle, avant de présenter quelques pistes pour une application volontaire plutôt que subie de ce principe. Avant d'en arriver au cœur du sujet, il faut rappeler quelques principes du capitalisme sérieusement écornés durant la crise actuelle.

### **UN RISQUE NORMALEMENT INHÉRENT AU CAPITALISME**

Le pari sur le futur est le principe même du capitalisme. Lorsqu'il se fait sur fonds propres, l'entrepreneur confronté à l'insuccès est réduit à la faillite, mais il n'y a aucun problème de dette. Lorsqu'il monte une société par actions, l'entrepreneur fait participer l'ensemble des actionnaires à ce risque. Les actionnaires de Worldcom (2002), de Lehman Brothers (2008) ou de British Petroleum (2010) s'en sou-

viennent à leurs dépens, surtout si, salariés de ces entreprises et au mépris de toutes les analyses de risques, ils y ont placé l'essentiel de leur patrimoine financier. Reste que dans toutes ces situations, le risque industriel est pris en connaissance de cause, l'échec est supporté avec violence, mais son impact est circonscrit.

Les choses se compliquent lorsque, à côté des actionnaires, se multiplient les prêteurs. Karl Marx avait déjà expliqué que cette pratique permettait au capitaliste de dégager un profit encore plus grand du fait qu'une partie du capital acceptait d'être « dévalorisée ». Aujourd'hui, loin de ces allégations semi-morales, on parle pragmatiquement d'effet de levier de la dette. Reste que toucher un simple taux d'intérêt et accepter de supporter un risque de perte en capital est pour le moins surprenant. Les banquiers l'ont bien intégré dans leurs calculs puisqu'ils prêtent normalement à hauteur de la moitié d'un projet en prenant une garantie sur sa totalité. Ils limitent ainsi considérablement le moment à partir duquel ils risquent de subir une perte en capital.

Jusque-là, le bon sens est sauf. La cupidité est certainement un moyen de le perdre, mais certaines formations en mathématiques financières ont sans doute eu le même effet. Avec la titrisation, la prise de risques avait été diffusée sur l'ensemble des marchés financiers et les preneurs de risques ignoraient tout, ou presque, de leur situation patrimoniale. Derrière la sécurité des analyses en termes de probabilité, on avait oublié de considérer la qualité effective de la contrepartie réelle, à savoir le couple

prix actuel/probabilité de prix futur du bien financé à crédit.

La première réaction du système économique américain a été conforme à la prise de risques capitalistes : les banques fragiles ont été absorbées par des banques mieux gérées à un prix de décote et les actionnaires des premières ont perdu une partie de leur capital. Les choses ont été radicalement modifiées lorsque la reprise de Lehman Brothers par Barclays a été rapportée et que la première a été mise en faillite. À partir de ce moment, la logique qui consistait à faire payer leurs erreurs par des créanciers trop distraits ou trop cupides ne pouvait plus fonctionner puisque l'ensemble du système financier mondial était en risque de défaut de paiement.

Notons encore une caractéristique significative d'un système qui accepte le profit en refusant le risque. La Banque centrale chinoise avait acquis jusqu'à 300 Md\$ de titres sur Fannie Mae et Freddy Mac. Elle l'a fait parce que ces titres rapportaient davantage que de simples obligations sur le Trésor américain. Mais lorsque le risque de perte en capital s'est manifesté, elle a obtenu la conversion de ces titres désormais considérés comme toxiques en bons du Trésor américain considérés comme plus sûrs. Dans le cadre des politiques monétaires non conventionnelles ou *quantitative easing*, les banquiers ont obtenu le même privilège. Que reste-t-il de la notion de prise de risques lorsque, le risque s'étant produit, les autorités monétaires autorisent d'échapper à la sanction du marché sans aucune pénalité ? Plus largement, ces actifs toxiques, combien de temps les banques centrales

vont-elles les porter dans leur bilan ? C'est une question sur laquelle nous reviendrons.

## **DIFFÉRENTES MANIÈRES D'EFFACER LES DETTES LÉGUÉES PAR L'HISTOIRE**

Comme les crises de la dette sans collatéraux sont aussi anciennes que les prêts aux paysans à des taux usuraires, il peut être intéressant de regarder quelles sont les solutions léguées par l'histoire pour en venir à bout. On passera successivement en revue la destruction physique de la créance, voire du créancier, la fausse idée de la destruction physique du capital et le rôle de l'inflation dans la résorption des dettes.

### **La destruction physique des créances, voire des créanciers**

L'histoire ne manque pas de ces situations limites où l'asphyxie provoquée par l'endettement des pauvres produit une situation révolutionnaire. Dans ce contexte, les créances disparaissent avec leurs porteurs. Quelques exemples peuvent nous en convaincre même si la violence n'est pas, en soi, une bonne solution ! En 1869, le Manifeste de López Chávez ouvrait la voie de la rébellion aux paysans mexicains. On pouvait y lire le témoignage suivant : « Nos parents ont été achetés par l'*hacienda* pour le prix d'un réal journalier de salaire. Comme il n'était

pas possible de subsister avec un réal, parce que dans les marchés installés dans les *haciendas*, on achetait les articles aux prix les plus exagérés (même les articles que nous produisions de nos mains), au fur et à mesure des mois et des années, il se formait une dette à la charge de nos parents. [...] Quand nous sommes venus au monde, nous nous sommes trouvés avec des dettes de nos parents qui passaient à notre charge et ainsi, à cause de tout cela, nous sommes nés esclaves avec l'obligation de continuer à travailler au même endroit, sous le même système, afin de couvrir la fameuse dette.» (Rosas-Ribeyro, 2006). L'esclavage n'existe plus, mais les résidents paieront effectivement, par l'impôt direct et indirect, les dettes laissées par leurs parents, à moins qu'ils ne choisissent l'expatriation.

Plus près de nous par l'histoire, au Népal, au début des années 2000, l'insurrection maoïste justifie son combat par la pauvreté des paysans endettés : « Le premier camp de rééducation du Népal maoïste est établi au fond d'une vallée perdue, dans la ferme d'un *capitaliste* expulsé. Cet usurier exploitait une famille de paysans, contrainte de travailler sans salaire pour rembourser ses dettes, explique *camarade* Sagalmatha, dix-huit ans à peine. Nous l'avons chassé. [...] Sagalmatha désigne les rizières en terrasse aux alentours. Ces terres appartiennent aujourd'hui au Parti et toute la communauté en profite. On a même construit un moulin. » (Gouverneur, 2003).

Aujourd'hui, la vindicte publique se porte contre les banquiers et l'opinion semble se satisfaire d'une taxe

qui pèserait sur eux. Qui ne voit que cette taxe ne résout absolument rien puisque, en réalité, le principe de la solution serait que les banquiers renoncent à tout ou partie de leur créance pour alléger le fardeau de la dette et qu'ils ne peuvent le faire que si et seulement si leurs structures dégagent d'importants bénéfices ! Or Patrick Artus a montré qu'un défaut organisé et partiel (50 %) sur les seules dettes grecque et espagnole coûterait 42 Md€ aux banques et 84 Md€ aux institutions financières. Comme les profits des premières se monteront annuellement au maximum à 54 Md€ pour un ensemble constitué par l'Allemagne, la France, les Pays-Bas et l'Italie (Artus, 2010c), ils suffiraient à peine. L'idée d'un défaut ordonné des créances des pays débiteurs, même en s'en tenant aux pays les plus exposés, ne serait aujourd'hui plus supportable par les institutions financières.

### **La destruction physique du capital**

*A priori*, la destruction physique du capital est plutôt l'une des explications possibles d'une crise de la dette sans collatéraux. Il suffit de se rappeler que la Première Guerre mondiale a fait perdre à l'Angleterre son statut de *leader* financier par perte d'actifs, d'une part, par désorganisation des flux commerciaux, d'autre part. Il suffit aussi de penser à toutes ces situations de catastrophe naturelle où une multitude de biens sont détruits. En principe, comme le risque n'est pas probabilisable, les assurances ne fonctionnent pas. Certes, en France,

l'État se propose de dédommager les sinistrés. Cependant, il n'est pas sûr que cela couvre le dommage effectif. Si le bien a été acquis par endettement, il est possible qu'une dette résiduelle reste à la charge des victimes.

En fait, il s'agit de considérer ici la manière dont les États-Unis sont réellement sortis de la crise de 1929. Le réarmement mondial, en multipliant les commandes à l'industrie américaine, a contribué à redresser les prix à la production et à sortir définitivement de la spirale déflationniste. La remontée des prix et de la croissance permet mécaniquement de rembourser la dette. Par la suite, les besoins mondiaux de la reconstruction, en particulier à travers le plan Marshall, ont continué à soutenir l'économie américaine. Il n'est pas neutre de considérer que l'excédent commercial américain a fait place à un déficit à partir des années 1970 et que, de ce fait, le moteur de la croissance américaine a cessé de bénéficier des effets multiplicateurs d'un excédent commercial.

Si nous avons titré ce paragraphe « destruction physique du capital », c'est bien pour montrer que la guerre n'est une source de sortie de crise que pour le pays qui n'en supporte pas les destructions, pour dire aussi que la sortie de crise est plus facile lorsqu'il existe une ou plusieurs économies en croissance à l'étranger. Ce rôle, tout le monde a pensé que la Chine allait le jouer sans se rendre compte de deux choses. Premièrement, l'asymétrie de puissance n'est pas telle que les importations chinoises puissent tracter l'économie américaine, surtout si l'on tient compte des effets de structure

du commerce international qui favorisent plutôt l'Allemagne ou le Japon. D'autre part, l'histoire économique longue montre que le cycle des investissements a lui aussi une périodicité marquée par des paliers, que ces cycles ont une durée approximative de huit ans et que, justement, la Chine venait d'atteindre ce palier de maturité relative (2000-2008). Autrement dit, même s'il n'y avait pas eu de crise financière aux États-Unis, la croissance des importations chinoises aurait vraisemblablement connu une inflexion. Il reste que la démarche de l'administration Obama qui cherche à pousser les partenaires économiques des États-Unis à stimuler leur économie relève de cette logique. Seulement, lesdits partenaires n'ont plus les capacités d'endettement pour le faire.

### **La fausse solution de la destruction économique du capital**

Le risque qui pèse sur toutes les crises économiques, lorsqu'elles durent, consiste à vouloir en faire porter le poids par d'autres. Dans une crise de la dette sans collatéraux, la déflation guette. Or la baisse des prix industriels peut être à chaque instant à l'origine d'un nouveau cycle de faillites. Cela fonctionne *a priori* comme un véritable trou noir hormis que, au lieu de détruire de la matière, on détruit ici du capital.

Le protectionnisme, d'une part, la dépréciation monétaire, d'autre part, représentent deux manières d'essayer de se protéger tout en approfondissant la crise ailleurs, ce qui la fait

revenir à son point de départ en l'approfondissant. Rappelons que ces deux politiques ont pour objectif intermédiaire d'accroître les prix et les marges et pour objectif final de permettre le désendettement. Du fait des excédents de capacité de production, il est peu probable que le protectionnisme, à lui seul, soit capable de faire remonter les prix. Par contre, la dévaluation a cet effet de manière immédiate et, sous réserve des comportements de marge, à due proportion du taux immédiat de dévaluation. C'est ce que le président Roosevelt a tenté en 1933, il est vrai après la dévaluation forcée de la livre sterling en 1931. Or si la dévaluation a permis à l'économie américaine de connaître une « vive reprise de l'activité économique » (Sauvy, 1984), elle a contraint les pays du bloc-or, dont la France, à pratiquer une politique de déflation. Il s'agit bien de reconstituer le capital américain en détruisant du capital en Europe continentale. À supposer que tous les pays aient pratiqué la dévaluation en même temps, l'effet en termes de prix relatifs internationaux aurait été nul et aucun effet de relance n'aurait eu lieu. Par contre, cela aurait permis un accroissement des monnaies fiduciaire et scripturale sur le même stock d'or, ce qui aurait été bienvenu à l'époque, mais qui n'est plus nécessaire sous cette forme aujourd'hui.

Dans la crise actuelle, la demande américaine en faveur d'une appréciation du yuan chinois relève certainement de cette même logique, même si elle fait aussi écho à une demande identique vis-à-vis du Japon dans les années 1970. Cela signifie qu'elle relève autant du risque qu'encourt

l'industrie américaine du fait de la concurrence chinoise que de la volonté de faire monter les prix pour éviter la déflation intérieure. *A contrario*, l'agressivité ordonnée des marchés financiers contre l'euro sous prétexte de fragilité de la zone, si elle a l'avantage de masquer les risques de long terme qui pèsent sur le dollar, ne favorise pas l'économie américaine à court terme. Cependant, et c'est là que les choses deviennent intéressantes, ce sont les Chinois qui, désormais, sont les maîtres du jeu. Ce sont eux qui vont décider à quel rythme l'appréciation du yuan se fera ; ce sont surtout eux qui décideront, *in fine*, des parités respectives entre le dollar, l'euro et le yen. Et ils feront, à n'en pas douter, en fonction de leurs objectifs à long terme qui sont, ils le disent et le répètent à l'envie, de remplacer le dollar par un panier de monnaies.

À défaut d'une dévaluation unilatérale, comme en 1933, la possibilité d'une dépréciation concertée du dollar, comme ce fut le cas lors des accords du Plaza, est aujourd'hui peu probable. Les Européens sont dans une situation encore plus délicate puisque la politique de change relève du conseil économique et financier alors que la politique monétaire dépend de la banque centrale. Dans ce cadre, la récente proposition d'Artus (2010b) n'en est que plus surprenante puisqu'il propose sans y croire de relever les salaires de 20 % dans la zone euro tout en laissant l'euro se déprécier d'un même pourcentage. Même si le Conseil Ecofin réussissait à convaincre la Banque centrale européenne (BCE) de laisser filer l'euro, il faudrait compter avec les réactions des autorités mo-

nétaires chinoises, voire américaines, pour connaître l'état futur des taux de change.

C'est donc plutôt une bonne nouvelle que, sous réserve de l'imagination des autorités monétaires, la guerre des changes ne peut pas avoir lieu, au moins entre les grandes puissances. Car il faudrait prendre le temps de regarder l'évolution du taux de change effectif des pays émergents autres que la Chine pour s'apercevoir qu'ils ont effectivement utilisé cet instrument de politique économique et ce que cela leur a apporté. On observera par exemple les situations respectives de la Hongrie (changes fixes) et des pays Baltes (changes flottants) pour se rendre compte de l'impact de ces politiques sur la croissance à moyen terme.

### **L'inflation et la destruction de la dette**

Historiquement, l'inflation fut la façon la plus efficace, mais la plus inéligante d'effacer les dettes. *A priori*, cela fonctionne de manière totalement mécanique. Pour une entreprise, le taux d'endettement est mesuré par la dette (stock) rapporté au chiffre d'affaires (flux). Or la valeur de la dette est donnée une fois pour toutes : c'est le montant emprunté auprès d'un intermédiaire financier. Elle n'augmente donc pas avec l'inflation. Par contre, le chiffre d'affaires étant le produit des quantités vendues par les prix, à volume d'affaires constant, il augmente avec les prix. Au final, le taux d'endettement de l'entreprise diminue. Le même raisonnement est valable pour un ménage dont la dette immobilière

n'augmente pas (même à taux d'intérêt variable), mais dont les revenus augmentent, à condition qu'ils soient indexés sur l'inflation. Enfin, les États endettés bénéficient de cette mécanique puisque les recettes fiscales constituent, pour faire simple, une proportion du chiffre d'affaires (TVA) et des revenus nominaux.

Cependant, l'inflation joue à plein sur l'illusion nominale : je crois être riche à hauteur du chiffre inscrit sur mon compte en banque, mais mon pouvoir d'achat est faible car le prix des biens a augmenté ; inversement, je crois que ma dette est considérable, mais en réalité l'effort de remboursement est extrêmement faible. Irving Fisher donne cet exemple absolument délicieux où une Américaine devait 28 000 marks sur une hypothèque en Allemagne. Au départ, cette dette équivalait à 7 000 dollars. Au moment de rembourser, le banquier lui annonça qu'elle ne devait plus que 250 dollars. Elle lui dit : « Oh, je ne veux pas tirer profit de la baisse du mark, j'insiste pour payer 7 000 dollars. » (Fisher, 1929). C'était vraiment une autre époque !

Mais justement, dans une crise de la dette, l'inflation ne se commande pas. On oublie souvent que, avant de se lancer dans une politique de déficit budgétaire qui, au demeurant, ne dura pas assez longtemps pour assurer la reprise de l'économie, le président Roosevelt a utilisé tous les moyens pour obtenir de la reflation. Comme nous étions en étalon de change-or, il fallait accumuler des métaux précieux ; il a donc interdit aux citoyens américains de détenir de l'or (Executive Order du 5 avril 1933 et Gold Reserve Act

de 1934) et poussé le Trésor à acheter et monétiser tout l'argent extrait aux États-Unis (Farm Relief and Inflation Act de mai 1933). Par le même texte de loi, il est autorisé à utiliser l'arme de la dévaluation. Depuis la crise de 1989, et surtout depuis 1992, le problème principal du Japon est d'éviter la déflation et il n'y est toujours pas parvenu, malgré la création monétaire et les déficits publics. Comment expliquer une telle situation ?

En entraînant un effondrement de la demande, la crise laisse d'importantes capacités industrielles inutilisées, entre le tiers et le quart en moyenne. Dans un tel contexte, il est difficile d'imaginer que les industriels aient la capacité d'augmenter leurs prix. Pour que cela devienne possible, il faudrait qu'ils acceptent de détruire économiquement une partie de ces capacités excédentaires en envoyant les machines à la casse, voire en les vendant à un industriel dans un pays émergent. Comme la solution risque de leur créer un concurrent à bas prix, ils devraient préférer la première. Mais le besoin de liquidités dans lequel ils se trouvent peut leur faire préférer la seconde si le prix offert pour une machine est supérieur au prix du métal recyclé.

Plus largement, malgré ce que nous avons dit de la pause temporaire de la Chine, il existe, dans une économie mondialisée, des facteurs de production disponibles et, en particulier, du travail qualifié, en quantité très importante. Quand bien même la reprise serait là, il n'est pas certain qu'elle se traduise par de l'activité dans les pays occidentaux. Sur ce point, la nature de la demande commande l'essentiel

de la réponse, selon qu'il s'agit de produits industriels, de services, de produits de base ou de produits de luxe, de biens d'investissement ou de produits de consommation courante. De cet ensemble de constats, on peut tirer la conclusion qu'une reprise modérée de la demande peut n'avoir aucun effet significatif sur les prix industriels.

Or les prix industriels commandent la capacité de financer un investissement par l'emprunt. L'entrepreneur qui s'endette, même à 4 %, doit être sûr de pouvoir intégrer les intérêts dans le prix des futurs produits vendus : c'est la rançon de cette frénésie qui consiste à dépenser avant d'avoir épargné. De ce fait, toute baisse anticipée des prix industriels se traduit par de l'attentisme de la part des entrepreneurs qui souhaitent investir. Pour le dire en termes keynésiens, l'incertitude sur la demande et sur les prix futurs fait que le taux d'intérêt réel est supérieur à l'efficacité marginale du capital. Ici, c'est la mécanique de l'offre qui est en suspens. Elle l'est d'autant plus que puisque la demande est contrainte, les investissements doivent permettre de faire baisser les prix - ce sont des investissements de productivité. Or ils sont obtenus par une diminution de l'emploi et de la masse salariale. Le pouvoir d'achat de la société diminue, ce qui rend encore plus difficile une hausse des prix industriels.

Ceux qui estiment que la hausse du prix des matières premières suffirait à relancer l'inflation oublient que cela suppose que cette hausse soit mécaniquement reportée sur les consommateurs. Si tel n'est pas le cas,



elle se traduit par un affaiblissement accru d'entreprises éventuellement conduites à la faillite.

On ne voit donc pas comment l'inflation est possible. Mais, si l'on y parvenait, cela poserait d'autres problèmes.

### **L'inflation et la destruction de la société**

L'inflation, en effet, est un jeu à somme nulle : ce qui est gagné par les uns est perdu par les autres. D'une manière générale, on l'aura compris, le fardeau de la crise repose entièrement sur les détenteurs de créances nominales. On pense d'abord aux créanciers, qui ne retrouvent qu'une partie du pouvoir d'achat de l'argent qu'ils avaient prêté. Mais les créanciers d'aujourd'hui ne sont plus ceux d'hier : les bourgeois et autres rentiers ont cédé la place à des institutions financières et les pertes de recettes de ces institutions seraient immédiatement reportées en hausse des frais bancaires et en hausse du taux d'intérêt nominal. La boucle est donc bouclée autour des institutions financières, cause au mieux passive de la crise mondiale et enjeu stratégique de la sortie de crise, on y reviendra.

On peut aussi penser aux salariés, selon que leur salaire est ou non indexé sur l'inflation. Comme c'est le cas pour le Smic en France, cette catégorie de salariés ne serait pas directement touchée, mais personne ne peut dire ce qu'il en serait des autres, ni comment ils se défendraient. Jouer avec l'inflation, c'est donc, socialement, jouer avec la solidité du tissu social déjà affaibli

par la crise économique et son cortège de faillites et de licenciements.

On peut encore penser aux propriétaires bailleurs car, selon les règles d'ajustement des loyers à la situation économique, ces derniers ne seraient ajustés qu'avec retard sur le coût du logement. L'inflation se traduirait par un accroissement du désintérêt pour la construction de logements en vue de leur location et obligerait à accroître encore les aides fiscales dont on n'est pas sûr qu'elles soient optimales en termes d'équilibrage des marchés locaux du logement.

Enfin, jouer la carte de l'inflation, c'est prendre le risque d'une demande d'indexation généralisée, c'est donc produire de l'hyperinflation et c'est détruire à la fois le système économique et le système social. Ce risque serait encore accru si un pays jouait cette carte en solitaire puisque son tissu industriel ne résisterait pas à la concurrence.

L'histoire moderne et contemporaine est riche de situations où les dettes ont été effacées, mais elle ne fournit aucune recette fiable pour y parvenir aujourd'hui et elle montre que cela s'est fait dans la douleur et dans l'injustice. Il faut donc réfléchir à des solutions nouvelles, même si elles ont pu être pratiquées à de petites échelles dans des sociétés préindustrielles.

### **DU MORATOIRE À L'EFFACEMENT DES DETTES**

L'idée d'effacer partiellement les dettes publiques, si elle paraît « non

conventionnelle », est pourtant susceptible de favoriser la sortie de crise ; elle risque même de devenir rapidement incontournable. Il convient d'abord de voir pourquoi, de passer par quelques exemples historiques avant de mettre en place les premières fondations d'une solution adaptée à notre temps.

### **Le désendettement spontané : une impossibilité croissante**

Le caractère extraordinairement confiant dans l'amélioration à court terme de la situation économique de la part des hommes politiques comme des responsables économiques est proche du discours incantatoire, dans lequel la répétition est l'âme de l'imprégnation, et du discours magique, qui ne s'appuie que modérément sur les faits. Passons sur la répétition qui continuera aussi longtemps que la crise durera et approfondissons les deux arguments principaux qui montrent l'impasse où nous sommes collectivement.

Une définition simple de la soutenabilité de la dette publique consiste à considérer qu'elle doit être stable<sup>1</sup>. Or les modèles analytiques de soutenabilité de la dette publique publiés en 2009 et n'intégrant pas le coût de la crise montrent que le taux de déficit budgétaire que la plupart des pays européens devraient atteindre est hors de portée en termes de rigueur à mettre en œuvre. Pour la France, le solde primaire requis pour rendre les finances publiques soutenables à horizon infini est de 2,8 % du PIB sur la période allant de 2011 à 2015. Comme chaque

terme compte, il faut prendre le temps d'en percevoir les attendus. Nous sommes en 2009 et l'objectif recherché est de stabiliser le ratio de dette publique tout en finançant les dépenses prévisibles liées au vieillissement de la population (retraite et santé). Le poids de la dette génère des intérêts immédiats et des charges de remboursement lissées dans le temps. Pour couvrir ces dépenses prévisibles, il faudrait que le budget primaire, donc hors charges de la dette, dégage un excédent de 2,8 % sur la période allant de 2011 à 2015 et qu'il n'y ait ensuite aucun changement de politique économique. Or le solde primaire structurel de la France en 2009 étant de 2,7 %, l'effort à faire en termes budgétaires (S2 - Buti et Servaas, 2009) atteint 5,6 points de PIB. C'était avant la crise, c'était sous des hypothèses de croissance modestes (1,6 % à 2 % en termes réels), mais sous des hypothèses de chômage héroïques puisque jamais atteintes depuis 1982 (6,2 % en tendance longue - 2020-2060) et la roue de la dette tourne très vite... La rigueur que l'on n'ose avouer à l'été 2010 se donne pour objectif d'atteindre un taux de déficit budgétaire de 3 % en 2013. On est loin du compte<sup>2</sup> ! L'Allemagne s'en tire un peu mieux puisque l'effort à faire en termes budgétaires se monte à 4,2 %, lié principalement à un coût plus élevé du vieillissement démographique. Mais que penser du Royaume-Uni qui devrait viser une amélioration de 12,4 points de PIB de son taux de déficit budgétaire actuel<sup>3</sup> !

Plus largement, l'histoire économique elle-même va dans le même sens. Une étude de McKinsey effectuée

sur 32 exemples de désendettement faisant suite à une crise financière montre que la solution a pris, en moyenne, six à sept ans en utilisant des procédés variables (McKinsey Global Institute, 2010). Or aucun de ces procédés n'est disponible aujourd'hui. Il est peu probable que la croissance de la dette puisse être inférieure au rythme de croissance avant longtemps ; mais avec seize épisodes, c'est le cas le plus fréquent. Nous avons déjà dit que l'inflation ne se commandait pas, surtout à des taux supérieurs à 10 %, voire 20 % ; or ce fut dans huit cas le principe de la solution. Il vaudrait mieux éviter des faillites massives, même si cela a facilité le désendettement dans sept cas - mais il s'agissait principalement de dette privée. Enfin, la croissance économique dans la prochaine décennie n'atteindra pas le double de la croissance passée et c'est le dernier cas. N'ajoutons pas au caractère peu probable de ces solutions que les crises précédentes étaient locales, tandis que celle-ci est globale de sorte qu'il est peu vraisemblable de trouver un moteur de croissance capable de tirer et les États-Unis et l'Europe. N'ajoutons pas encore que le taux de désendettement a représenté, en moyenne, 37 % du PIB (tous secteurs institutionnels confondus) et qu'il faut s'attendre à un désendettement plus important dans la crise actuelle. Enfin, n'ajoutons pas que dans l'un des cas étudiés, à savoir le Royaume-Uni, le désendettement de l'État aura duré trente-trois ans (1947-1980). Tout indique qu'il faut trouver une solution plus radicale avant qu'il ne soit trop tard.

## Histoire de l'année sabbatique

Dans le livre du Deutéronome (15, 1 et 2), on peut lire : « 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. [...] Si ton frère hébreu, homme ou femme, se vend à toi, il te servira six ans. La septième année, tu le renverras libre. » On ne peut qu'être frappé de la coïncidence de cette prescription juridique hébraïque, qui daterait du VII<sup>ème</sup> siècle avant Jésus-Christ, avec les réformes de Solon (640-558 avant Jésus-Christ), en Grèce, qui procéda à une remise des dettes publiques et privées et supprima l'esclavage pour dette.

Certes, la frénésie moderne ne s'accommoderait pas d'une telle remise, revenant à un rythme aussi rapide. Mais la situation actuelle laisse entendre qu'une remise des dettes publiques serait certainement une piste à creuser de façon à libérer le futur d'une charge passée excessive et redonner un horizon à l'entrepreneur que chacun est, d'une manière ou d'une autre, dans les économies modernes. Et il vaudrait mieux ne pas attendre l'année 2014 - date officielle de la prochaine remise chez les Juifs - pour la mettre en place car soit les prévisions gouvernementales sont exactes et elle serait beaucoup moins utile, soit elles sont exagérément optimistes et elle arriverait vraisemblablement trop tard ! Essayons de comprendre progressivement ce que cette remise des dettes publiques pourrait représenter dans la situation économique présente.

## **Le dilemme des banques centrales : détenir des actifs irrécupérables ou effacer les dettes**

Comme on l'a dit plus haut, les banques centrales ont, à des degrés divers, acquis des actifs toxiques avec l'objectif de consolider les bilans bancaires. Elles y ont mis des conditions minimales dont les banques commerciales ont cherché à se défaire, ce qui explique peut-être que le mouvement de refinancement des créances douteuses n'a pas été aussi radical que ce qui aurait été nécessaire. Il n'empêche que la valeur de ces créances portées à l'actif des banques centrales risque d'être progressivement ramenée à zéro si le marché du logement américain ne repart pas. Cela n'a pas de conséquence spéciale pour une banque centrale hormis le fait qu'elle ne touche pas d'intérêt sur ces prêts. Reste que la taille du bilan de la banque centrale diminuera à due proportion de la richesse qu'elle détient et qui sera détruite.

Ce qu'une évolution marchande produit naturellement, pourquoi une autorité politique ne le déciderait-elle pas ? Quand personne ne s'inquiète du fait que l'évaluation marchande des actifs bancaires portés par la banque centrale tend vers zéro, pourquoi faire un procès d'intention à un gouvernement qui demanderait à cette même banque centrale d'effacer sa dette ? Examinons les tenants et les aboutissants d'une proposition aussi scandaleuse.

L'indépendance des banques centrales est une notion récente et il n'est possible d'en comprendre la justification que dans un contexte

institutionnel donné. Mais on aura sans doute remarqué, on n'aura néanmoins pas assez répété que, depuis la crise de Lehmann Brothers, l'indépendance des banques centrales n'existe plus, non pas du point de vue institutionnel, mais dans les faits. Le prêteur en dernier ressort est tenu par le marché bien au-delà de tout ce que l'on aurait pu imaginer. De gardien de la règle monétaire implacable, d'édificateur perpétuel du « mur de l'argent », il est devenu le canal de la rédemption pour tous ceux qui ont fauté ou cédé à la facilité ! Donc, puisqu'il n'y a plus d'indépendance effective de la banque centrale, que sa générosité bien contrainte serve au moins à alléger la douleur des peuples à travers un moratoire de la dette publique.

Techniquement, l'achat d'obligations du Trésor public est possible au Japon et au Royaume-Uni. Depuis le 18 mars 2009, la Federal Reserve est désormais autorisée à acheter jusqu'à 300 Md\$ d'obligations du Trésor - une goutte d'eau certes face à une dette cumulée de 13 000 Md\$, mais un passage qui, après avoir été utilisé avec modération, s'agrandira à l'instant même où les marchés financiers commenceront à s'inquiéter de la parité du dollar. La zone euro est un exemple prototypique où le gardien du temple monétaire s'est renié lui-même lorsque, dans la même semaine des premiers jours de mai 2010, il a rappelé la règle selon laquelle la BCE ne pouvait acquérir des titres d'État et où il a accepté d'acquérir les titres dégradés portés par les banques sur l'État grec. Maintenant, regardons les choses en face : qui pense sérieusement

que la Grèce sera capable de rembourser ces titres à l'échéance ? Alors, pourquoi ne pas poser un jugement de réalité en écrivant que puisque la Grèce ne sera pas en état de rembourser avant longtemps, la BCE efface sa dette ? Nouveau scandale dirait-on : pourquoi favoriser les cigales et pénaliser, au moins indirectement, les fourmis ? La solution se trouve certainement dans les modalités d'application d'une telle mesure. On peut y réfléchir d'abord zone monétaire par zone monétaire, ensuite au niveau mondial. Avant cela, on essaiera de se donner un objectif en termes de dette publique soutenable.

**De la préférence  
pour la concertation :  
à problème mondial,  
solution mondiale**

Puisque le problème réside dans l'effet boule de neige de la dette, un objectif possible consiste à calculer le taux de dette publique naturellement stable compte tenu de la croissance potentielle de moyen terme et de l'inflation. Les chiffres peuvent varier ici ou là, mais on peut retenir le chiffre de 2 % pour l'un et pour l'autre. Ainsi, la croissance du PIB nominal étant de 4 %, les recettes fiscales croissent au même rythme. Si elles représentent la moitié du PIB, elles accroissent de 4 % certes, mais de 2 points de PIB. Si l'on veut que les intérêts soient payés annuellement par le surcroît de recettes fiscales, il faut qu'ils soient limités eux-mêmes à 2 points de PIB. Si le taux d'intérêt moyen qui pèse sur la dette publique est lui-même de 4 %,

le taux d'endettement maximum pour éviter l'effet boule de neige de la dette est de 50 % du PIB<sup>4</sup>.

Précisons tout de suite que cet objectif concerne la réduction de la dette et, *a priori*, pas le financement des déficits publics à venir. Dans beaucoup de pays, et particulièrement en France, cette indispensable mesure de remise sur les rails ne délivrera pas des efforts à faire pour atteindre l'équilibre budgétaire structurel. Pourtant, on va le voir, les pourcentages de monétisation et de remise de la dette publique sont considérables. Il serait donc prudent de prévoir un plan d'application progressif qui pourrait être suspendu à la moindre tension sur les facteurs de production, que l'on pourrait interpréter comme un embryon d'inflation.

Le pays où le problème est le plus facile à résoudre est le Japon car la dette publique y est détenue presque exclusivement par des résidents. Par ailleurs, on l'a dit, la banque centrale détient déjà des obligations d'État à hauteur de 15 % du stock et de 25 % des émissions - chiffres de 2006 (Arthuis et *al.*, 2006). Il est donc tout à fait possible car c'est une affaire interne d'effacer purement et simplement la dette de l'État auprès de la Banque du Japon. Si, comme il est probable, le montant de dettes à effacer ne permet pas de retrouver une dette publique soutenable, il faudrait que la Banque du Japon achète des obligations d'État détenues par les intermédiaires financiers résidents et procède ensuite à la même opération comptable d'apurement de la dette publique.

À l'échelle de la dette près, on peut

considérer que le Royaume-Uni est dans une situation similaire. Le montant des *gilts* détenus par la Banque d'Angleterre se monte à 214,80 Md£ (Artus, 2010a). Cela représente un peu moins du quart des titres émis et approximativement le même pourcentage de la dette publique. Il n'y a pas de problème technique à une remise et en agissant rapidement, l'ordre de grandeur de la dette effacée permet de remettre le budget sur un sentier soutenable. Dans les deux cas, comme il a été dit, une remise en ordre des finances publiques s'imposera.

La zone monétaire où le débat sera le plus vif sera la zone euro. Pourtant, c'est la voie de sa puissance future puisque la spéculation contre la monnaie européenne s'est nourrie et se nourrit encore du risque d'insolvabilité de certains États membres. En faisant descendre le taux de dette publique en deçà du seuil d'insoutenable des finances publiques, la remise des dettes permet d'éviter des programmes de rigueur excessive et de retrouver le chemin de la confiance et de la croissance. Quels pourraient être les termes de ce débat ? Tous les pays européens auraient la possibilité de faire racheter par la BCE des obligations d'État pour une proportion comprise entre le taux de dette publique effective et le taux objectif de 50 %. Pour la France, cela se traduirait par un volume d'acquisitions représentant environ 30 % du PIB ; pour l'Italie ou la Belgique, plus de 60 % ; pour la Grèce, jusqu'à 100 %. D'un point de vue éthique, l'accès inégal au moratoire de la dette n'est pas sensiblement différent des programmes que l'Union européenne met en place pour les pays

qui sont en retard sur la moyenne (cf. les fonds de cohésion). D'un point de vue pratique, mais sous les réserves que nous précisons bientôt, nous n'avons pas vraiment le choix.

La situation des États-Unis n'est pas nécessairement plus complexe et c'est sans doute l'un des pays où une telle solution a déjà été mise en œuvre à large échelle pour les créances toxiques des banques et où la résistance à l'extension d'un tel programme aux obligations d'État sera la moins forte. La part des bons du Trésor dans le bilan de la Federal Reserve est passée de 78,40 % à 32,7 % de janvier 2008 à juin 2010. Par ailleurs, le changement de stratégie en matière de financement de la dette publique a été radical depuis janvier 2009 : les émissions de *Treasury bills* (de maturité inférieure à un an) sont restées globalement stables, les émissions de *Treasury bonds* (de maturité supérieure à dix ans) ont à peine augmenté, tandis que l'essentiel des besoins de financement du Trésor portait sur des *Treasury notes* de maturité comprise entre deux et dix ans (avec plus de 2 000 Md\$ de stocks de dette supplémentaire). Comment ne pas faire le lien avec la décision du 18 mars 2009, évoquée précédemment, qui concerne justement les titres de cette maturité ? Comment ne pas penser que le gouvernement américain présentera ses titres de moyen terme à la Federal Reserve à la moindre défaillance des marchés financiers ? Comment ne pas prévoir que le plafond de 300 Md\$ sera réajusté en fonction des besoins ? Les prévisions montrent qu'en 2018, les intérêts de la dette pourraient représenter jusqu'à 3 % du PIB ; même avec une crois-

sance réelle de 3 % par an, il n'y aurait aucun pouvoir d'achat supplémentaire à distribuer aux salariés ; à la moindre récession, l'effet boule de neige de la dette se mettrait en route. Les États-Unis ont donc tout intérêt et, selon nous, préparent effectivement l'achat de titres publics de moyenne période par la Federal Reserve. Mais pour aller jusqu'au bout de notre proposition, pour obtenir que cette dette publique soit ramenée à 50 % du PIB, il faudrait l'effacer à hauteur de 45 % du PIB en 2010 et de plus de 50 % en 2011. Concrètement, cela signifie que la quasi-totalité de la dette publique détenue par des résidents soit rachetée par la Federal Reserve, monétisée et détruite. C'est un chiffre énorme qui nécessiterait, à n'en pas douter, un minimum de concertation internationale et, assurément, il vaudrait mieux en parler avant que les Américains ne le décident en catimini. Mais ce chiffre énorme n'enlève rien du poids que devraient supporter les ménages américains si, parallèlement, le budget fédéral devait être voté en équilibre. Il cesserait simplement de faire peser sur eux l'épée de Damoclès d'une dette capable de tuer toutes les reprises dans l'œuf.

Pour les autres pays, le procédé est à chaque fois le même et il n'y a pas de raison de s'y attarder davantage. Néanmoins, toutes ces solutions locales supposent de passer par les Parlements nationaux et elles risquent d'aboutir à une réforme mondiale à géométrie variable. Même si ce serait déjà un grand progrès sur la voie de la reconstruction de l'économie mondiale, il n'est pas sans intérêt d'explorer une solution parallèle, mais unifiée,

qui passerait par le Fonds monétaire international (FMI).

Les pays qui le souhaiteraient pourraient racheter leur dette auprès des intermédiaires financiers et se refinancer directement auprès du FMI. Celui-ci, arbitre suprême, déciderait ensuite de la destruction de la dette publique d'un même pourcentage du PIB pour tous les participants. On pourrait profiter de cette innovation pour pousser un peu plus la monnaie mondiale dans le système monétaire international en imaginant que ce refinancement se ferait exclusivement en DTS (droits de tirage spéciaux). Stratégiquement, cela permettrait d'obtenir l'agrément des pays qui souhaitent marginaliser le rôle du dollar dans le système monétaire international.

On a déjà vu que l'intérêt de cette réforme pour les politiques publiques est de ramener les programmes de rigueur à quelque chose de supportable pour les populations, à utiliser cette marge de manœuvre pour effectuer les réformes structurelles. Le rythme avec lequel cette mesure serait mise en place serait lié aux besoins de financement des intermédiaires financiers. Les marchés interbancaires seraient immédiatement sécurisés. On aurait donc restauré les conditions de la confiance et de la croissance.

### **Contreparties et garde-fous**

Toute formule qui fait table rase du passé a des effets ambivalents : certes, elle restaure les conditions de la croissance future mais, en même temps, elle constitue une prime au perdant qui risque de créer ultérieurement

des comportements opportunistes. Clairement, puisque les banques centrales peuvent ainsi effacer les dettes des États à un instant donné, pourquoi ne le feraient-elles pas à tout instant ?

Cela signifie que le rachat des obligations d'État par une banque centrale serait conditionné par la mise en ordre des finances publiques. Selon le système de création monétaire retenu, le taux de déficit budgétaire pourrait être fixé de manière constitutionnelle comme un pourcentage du PIB avec une fourchette de variation qui permettrait de tenir compte de la conjoncture. Précisons ce point en s'appuyant sur les réflexions, déjà anciennes, de Friedman<sup>5</sup>, reprises, pour la France, par Allais (1977).

Pour ces auteurs, le pouvoir de création monétaire doit être réservé à la banque centrale. Cela signifie que le multiplicateur monétaire est égal à 1. Comme c'est le cas actuellement au moins pour les États-Unis, c'est une opportunité pour procéder à un changement institutionnel en douceur. Par contre, le bénéfice de la création monétaire est entièrement réservé à l'État. Sa responsabilité est alors de choisir un taux de déficit budgétaire qui corresponde aux besoins de monétisation de la croissance économique.

Si l'on souhaite conserver le pouvoir de création monétaire des banques de second rang, alors il faudrait que la remise de la dette publique soit conditionnée par l'obligation constitutionnelle de l'équilibre budgétaire. On pourrait imaginer un plan glissant, mais avec la contrainte que le taux moyen de déficit, nécessairement égal à zéro, soit calculé exclusivement sur

les années passées - sur les sept dernières années, par exemple. Dans ce cas, les parlements seraient obligés de voter des budgets excédentaires en prévision des crises futures.

Les pénalités encourues pour le non-respect d'une telle règle pourraient porter sur l'intermédiaire financier qui accepterait de financer un État qui aurait transgressé sa propre norme constitutionnelle ou, avec des modalités différentes, qui n'en auraient pas. Cette solution est facile pour les intermédiaires financiers résidents, quelle que soit leur nationalité, mais on peut imaginer que le contrôle de cette règle soit confié à la Banque des règlements internationaux (BRI) ou au FMI. Elle est, de toute façon, beaucoup plus efficace que la perte des droits de vote dans les réunions ministérielles, qui a été évoquée pour l'Union européenne.

### **Moralité et faisabilité de la réforme**

On a déjà abordé quelques aspects de la moralité d'une telle proposition. Assurément, elle viole les engagements, alors que la parole donnée est l'un des fondements de la vie sociale et morale ; assurément, elle est choquante puisqu'elle propose de remettre davantage de dettes aux États qui ont été les plus prodigues ; assurément, elle blesse la justice car elle profite aux pays les plus riches du monde, alors que le fardeau de la dette a, plus d'une fois, fait plier des pays émergents. Mais il faut se demander si l'homme est fait pour la morale ou la morale pour l'homme.

Approfondissons cette réflexion à



partir du texte du Deutéronome. Oui, il est prescrit aux riches de renoncer à une créance pourtant inscrite dans les pratiques coutumières ; oui, il est prescrit de remettre en liberté l'esclave qui n'a pu payer sa dette, mais en plus « tu chargeras sur ses épaules, à titre de cadeau, quelque produit de ton petit bétail, de ton aire et de ton pressoir » (Deutéronome, 15, 14). Peut-on considérer comme actuel un livre ancien qui propose de violer la parole donnée et d'inciter à l'indolence ? Après tout, mon esclavage pour dette ne dépassera pas six ans !

Il est sans doute prétentieux de vouloir fournir des réponses définitives à ces questions, mais il faut commencer par remarquer que le but premier de ces prescriptions concerne ce que l'on pourrait appeler la cupidité : accepter de mettre ses terres en jachère pendant un an tous les sept ans, c'est renoncer à un gain immédiat, c'est obliger à prendre de la distance par rapport à l'événement, c'est se mettre en situation d'incertitude sur la manière dont on se nourrira pendant un an. Au fond, n'est-ce pas ce qui serait le plus utile à ces fanatiques de l'instant que sont les *traders* ? Mais plus profondément, renoncer à la cupidité aujourd'hui, ne serait-ce pas tout simplement, pour l'ensemble des citoyens des pays développés, renoncer à anticiper constamment sur les revenus futurs par un endettement poussé à l'extrême ? Sans l'avoir voulu, les ménages américains sont dans ce cas. Quant aux Français, ils pensent encore y échapper par la grâce providentielle de l'État. Il ne serait sans doute pas inutile qu'ils se mettent à réfléchir, pour combien de temps encore.

De manière parallèle et synchrone, la remise des dettes dénoue les erreurs, voire les errements du passé, et fournit les conditions d'une remise en avant. D'une part, l'esclave qui travaille la terre pour rembourser une dette ne peut faire aucun projet d'avenir ; d'autre part, son maître - et propriétaire - est bien incapable d'avoir autant de projets qu'il a d'esclaves. Il y a donc une double stérilisation des talents humains dont l'analogie n'échappera à personne. Les dettes privées des ménages américains les empêchent d'avoir de nouveaux projets ; les dettes publiques des États les obligent à gérer au plus près les recettes fiscales pour satisfaire les créanciers, hommes du passé, et non les entrepreneurs, hommes du futur. On perçoit néanmoins à travers ces remarques combien il sera difficile de communiquer sur la remise des dettes dans une société totalement dépourvue de réserve et de prudence.

Cette conception implicite de la morale peut froisser l'Allemagne, au moins dans sa filiation à Emmanuel Kant. Cela pose la question de la faisabilité de notre proposition en Europe. Comme rien ne pourra se faire sans l'aval de ce pays, il serait sans doute utile que les Allemands méditent sur leur propre passé pour cerner précisément ce qui est utile au présent. Oui, ils ont subi une hyperinflation qui les a ruinés, économiquement et socialement. Mais oublieraient-ils que la question principale qui s'est posée à partir de 1931 (dévaluation de la livre sterling) est celle de la déflation, stratégie obligatoire dans un pays surchargé de dettes extérieures du fait de sa défaite ? Il ne devrait pas leur

être difficile de comprendre que, premièrement, ils sont aujourd'hui aussi chargés de dettes que les autres et que, deuxièmement, la déflation a été, chez eux plus qu'ailleurs, le lit de programmes politiques extrêmes. Dans des temps plus récents, le deutschemark fort ne les a pas protégés ; c'est au contraire la sous-estimation de leur monnaie qui, jusqu'à 1973, leur a permis d'édifier leur puissance industrielle. Certes, ils ont résisté à la hausse du mark comme ils ont résisté à la hausse de l'euro par des politiques de rigueur salariale interne, mais ils ne doivent pas manquer de s'interroger sur la capacité de leur peuple à continuer à travailler pour l'exportation sans en tirer de bénéfices en termes de niveau de vie. Si l'euro était durablement surévalué, ce qui dépend pour une part importante de la Chine, et si la croissance de la Chine était moins riche en importations de machines-outils, ils seraient contraints, comme les autres, d'augmenter les impôts pour assurer le service de la dette.

Finalement, il n'est pas impossible que le secteur institutionnel le plus réfractaire à cette réforme soit la banque elle-même. Les obligations d'État constituent un marché lucratif et bien peu risqué. Dans le passé, quand le risque était avéré, la banque supportait un moratoire ; aujourd'hui, le risque est transmis à la banque centrale ! Si le marché des obligations d'État se dégonflait à hauteur de 50 % du PIB, ce qui n'est pas rien quand même, les banques seraient obligées de se tourner vers les entreprises pour continuer à gagner de l'argent, beaucoup plus difficilement et beaucoup moins sûrement. Si, en plus, la création de monnaie était

exclusivement du domaine du budget, elles perdraient leur pouvoir de création monétaire, ce qui diminuerait encore le produit net bancaire. Ne doit-on pas observer de plus près le cercle vicieux du Japon où une dette publique de 200 % du PIB est financée quasi totalement par les intermédiaires financiers résidents ? Au total, avec un taux d'intérêt inférieur à la réalité, mais supposé égal à 2 %, cela signifie que les intermédiaires financiers au Japon absorbent chaque année 4 % du PIB. Et l'on voudrait que ce pays sorte de la déflation ? On n'a jamais été aussi près de la prophétie marxiste selon laquelle le capitalisme financier asphyxie le capitalisme industriel<sup>6</sup>. Il est temps que cela cesse.

Les peuples n'en peuvent plus et pourtant, pour l'instant, ils n'ont subi que des annonces. Ce n'est pas qu'ils refusent la rigueur, c'est qu'ils ne peuvent comprendre que la rigueur pèse sur eux alors même qu'ils n'ont rien à voir avec les dérèglements de la finance qui ont précipité le monde dans la crise. Certes, dans nombre de cas, dont la Grèce ou la France, la rigueur actuelle provient autant de problèmes structurels, dont la solution est toujours reportée, que de la crise elle-même. Néanmoins, la démocratie est en danger lorsque le fardeau de la dette passée brouille les perspectives et compromet la croissance future. La solution du report en avant en espérant des circonstances meilleures n'est probablement pas opérationnelle car cela suppose d'attendre encore un long moment avant que les conditions de la reprise soient réunies. La solution

d'une régulation plus grande des marchés financiers peut éventuellement contribuer à éviter une prochaine crise, elle ne résout pas la précédente.

À situation exceptionnelle, réforme exceptionnelle. Dans sa version simple, une remise des dettes publiques peut être mise en œuvre localement, rapidement, sans interférence avec les relations internationales. Il est même assez simple, au moins sur le papier, de la conditionner par des réformes institutionnelles en matière d'équilibre des finances publiques. Dans sa

version internationale, la transformation du rôle du FMI risque de se heurter à des objections fortes de la part des États-Unis. Néanmoins, ils ne doivent pas être incapables de comprendre que le statut hégémonique du dollar est définitivement compromis et qu'ils ignorent seulement comment et quand les Chinois les obligeront à le reconnaître. La crise est donc une opportunité de repenser à neuf le système monétaire international tout en fondant les conditions de la croissance future.

### NOTES

1. Précisément, sans vouloir entrer dans les débats techniques, que la dette respecte la contrainte budgétaire intertemporelle à horizon infini. Pour mémoire, les critères budgétaires de Maastricht repris dans le Pacte de stabilité et de croissance sont fondés sur la soutenabilité de la dette publique. En effet, un taux de dette publique de 60 % reste stable malgré un déficit budgétaire de 3 % (service de la dette compris) si et seulement si la croissance économique réelle atteint 3 % et l'inflation 2 %. Dans notre présentation, nous ne retenons pas l'hypothèse de déficit budgétaire de 60 %, vraisemblablement inatteignable aujourd'hui.

2. La note de *Conjoncture* de BNP Paribas de juillet-août 2010 estime que pour stabiliser la dette publique à 90 % du PIB, sous certaines hypothèses (p. 14), le solde primaire requis serait compris entre 0,4 % et 1,1 %, mais ces chiffres n'intègrent pas le coût du vieillissement, évalué à 1,8 % par la Commission européenne. Au final, on se trouve dans des évaluations comparables. L'impact de la réforme actuelle des retraites sur les finances publiques ne se fera sentir que très progressivement puisque l'équilibre est, sous des hypothèses d'avant la crise, programmé pour 2018. Voir : Cerisier, 2010.

3. Voir : Buti et Servaas, 2009, p. 101 pour l'Allemagne et p. 145 pour le Royaume-Uni.

4. On retrouve en effet que le taux d'intérêt nominal est égal au taux de croissance nominal. Dans la présentation traditionnelle des critères de Maastricht, la contrainte fiscale est incorporée dans la notion de budget primaire. On peut néanmoins vérifier qu'avec un taux d'intérêt apparent sur la dette de 4 % et un taux d'endettement de 60 %, la masse des intérêts représente 2,4 points de PIB. Avec un taux de croissance nominal de 5 % et un taux de prélèvements obligatoires de 50 %, la masse des recettes fiscales s'accroît de 2,5 points de PIB.

5. Parmi d'autres références, on retiendra : Friedman, 1948 et 1951.

6. « Le fétiche le plus absolu, c'est le capital productif d'intérêt. Nous avons ici le point de départ primitif du capital, l'argent et la formule A-M-A (argent-marchandise-argent) réduite à ses extrêmes A-A. C'est la formule première et générale du capital réduite à un résumé inintelligible. » (Marx, 1925).

## BIBLIOGRAPHIE

- ALLAIS M. (1977), *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann.
- ARTHUIS J. et al. (2006), *Rapport d'information fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques de la nation sur le déplacement effectué du 16 au 23 avril 1996 en Corée et au Japon*, Sénat, p. 93. Disponible sur le site : [www.senat.fr/rap/r06-017/r06-0171.pdf](http://www.senat.fr/rap/r06-017/r06-0171.pdf).
- ARTUS P. (2010a), « Dans quelles conditions le *quantitative easing* (QE) permet-il de sortir d'une déflation ? », Natixis, *Flash Économie*, n° 346, 5 juillet.
- ARTUS P. (2010b), « Comment éviter l'étouffement de la zone euro par la dette (publique et privée) : une proposition non orthodoxe et qui n'a aucune chance d'être acceptée », Natixis, *Flash Économie*, n° 342, 1<sup>er</sup> juillet.
- ARTUS P. (2010c), « Défauts souverains organisés, ordonnés : est-ce une bonne solution ? », Natixis, *Flash Marchés*, n° 348, 5 juillet.
- BUTI M. et SERVAAS D. (2009), « Sustainability Report », *European Economy*, n° 9. Disponible sur le site : [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication15998\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15998_en.pdf).
- CERISIER F. (2010), « France : finances publiques, l'heure des choix », BNP Paribas, *Conjoncture*, n° 7 et n° 8, pp. 3-15.
- FISHER I. (1929), *L'illusion de la monnaie stable*, Payot, pp. 19-20.
- FRIEDMAN M. (1948), « Un cadre monétaire et fiscal pour la stabilité macroéconomique » in *Essais d'économie positive*, Litec, 1995.
- FRIEDMAN M. (1951), « Les effets d'une politique de plein-emploi sur la stabilité économique : une analyse formelle », in *Essais d'économie positive*, Litec, 1995.
- GOVERNEUR C. (2003), « Au Népal, la guérilla du peuple des nouveaux maoïstes », *Le Monde diplomatique*, novembre. Disponible sur le site : [www.monde-diplomatique.fr/2003/11/GOVERNEUR/10682](http://www.monde-diplomatique.fr/2003/11/GOVERNEUR/10682).
- MARX K. (1925), *Histoire des doctrines économiques*, Molitor J. (traduit par), Alfred Costes, p. 124.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2010), *Debt and Deleveraging : the Global Credit Bubble and its Economic Consequences*, 10 janvier, p. 39 et suivantes. Disponible sur le site : [www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass\\_pdfs/debt\\_and\\_deleveraging/debt\\_and\\_deleveraging\\_full\\_report.pdf](http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf).
- ROSAS-RIBEYRO J. (2006), « Anarchisme et anarcho-syndicalisme dans les mouvements sociaux : Mexique 1861-1929 », in *Anarchisme et anarcho-syndicalisme dans les mouvements sociaux : Mexique 1861-1929*, thèse de doctorat. Disponible sur le site : [www.fondation-besnard.org/article.php3?id\\_article=474](http://www.fondation-besnard.org/article.php3?id_article=474).
- SAUVY A. (1984), *Histoire économique de la France entre les deux guerres*, Economica, vol. 1, p. 136 et 205.