

ÉPHÉMÉRIDES D'UNE CRISE ANNONCÉE : MORATOIRE OU REMISE DES DETTES PUBLIQUES SANS COLLATÉRAUX ?

GÉRARD THORIS*

Depuis un an, les politiques publiques sont entièrement tournées vers la solution du problème légué par la solution de la précédente crise ! Les déficits budgétaires, qui devaient permettre de retrouver le chemin de la croissance, se sont partout transformés en une gigantesque montagne de dettes. Les alertes se multiplient les unes après les autres, sous forme d'avertissement tardif des agences de notation, et les mesures prises visent davantage à contenir la pression de la dette, à en endiguer la puissance destructrice plutôt qu'à résoudre le problème à la racine, en explorant la voie proposée dans ces colonnes il y a un an, à savoir la remise des dettes publiques.

Il n'est pas sûr qu'il soit trop tard, mais les échéances se rapprochent dangereusement.

Il faut revenir sur ce qui apparaîtra, dans l'histoire, comme un déni de réalité, une ignorance coupable ou un aveuglement volontaire : transgresser les principes du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), c'est transgresser des règles de bon sens. Car l'effet boule de neige de la dette n'est pas une image, c'est une réalité écrasante dont les pauvres paient ou paieront le prix fort.

Pour rester sur cette image, nous n'avons que peu d'instruments pour tenter de maîtriser l'accumulation de dettes. Nous avons épuisé l'efficacité des taux d'intérêt et il ne nous reste plus que le régime amincissant de la rigueur. Or ce régime risque seulement d'accroître le poids de la dette, pour peu que la croissance nominale soit inférieure au taux d'intérêt nominal.

Il faut donc réfléchir plus avant, non plus sur le principe, mais sur les modalités concrètes d'une remise des dettes publiques.

* Professeur, Sciences Po.

UN AN DE TERGIVERSATIONS, VOIRE DE NÉGATION DE LA RÉALITÉ

Les contraintes du PSC sont conçues à la façon d'un triangle de compatibilité : le taux d'endettement public est stable si certaines conditions en matière de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt nominal sont obtenues. Mais une fois cet équilibre brisé, les incompatibilités l'emportent et la machine se dérègle. Même avec des taux d'intérêt réduits à rien, la dette n'est ni absorbée par la croissance, ni effacée par l'inflation.

Retour sur un modèle simple

« La description de la dette ne vise qu'à faire peur », assure Jean-Luc Mélenchon, eurodéputé et candidat du Front de gauche¹. Compte tenu de son engagement politique, on peut supposer qu'il a quelques connaissances de la pensée de Karl Marx et, en particulier, de la fameuse inversion qui marque de son empreinte le système capitaliste tout entier. Alors que la production est normalement un échange de marchandises à travers la médiation de l'argent (marchandise-argent-marchandise), la production capitaliste est un échange d'argent dans lequel la marchandise n'a qu'un rôle subordonné (argent-marchandise-argent). On y reconnaît le spéculateur – la marchandise pouvant être une matière première revendue en l'état, le boursicotier, même occasionnel –, la marchandise étant le titre échangé dans des aller-retour sans justification économique, mais aussi, aujourd'hui, les chefs d'État et de gouvernement qui ont plongé les économies dans le désastre d'une dette publique réellement insupportable – la marchandise étant l'obligation d'État qu'il faut refinancer à des conditions toujours plus draconiennes à chaque échéance.

Reprenons encore et toujours les calculs élémentaires qui ont servi de base aux critères de Maastricht et au PSC. Une dette publique est dite soutenable si les conditions macroéconomiques du moment, hors politiques publiques, assurent sa stabilité en pourcentage du PIB. La formule mathématique qui le montre est donnée par :

$$bp + id = (\pi + g)d$$

où bp est le solde primaire du budget (hors charge d'intérêts), id représente le montant des intérêts (taux d'intérêt sur la dette publique \times poids de la dette publique dans le PIB), π est le taux d'inflation, g le taux de croissance économique réel et d le ratio dette publique/PIB.

En régime de croissance naturelle, on estime, pour faire simple, que le taux de croissance réel de l'économie atteint 3 % et que le taux d'inflation est de 2 %. Dans ce cas, en suivant la règle de Taylor, le taux d'intérêt optimal est de 5 %².

Le tableau 1 donne quelques exemples d'application de cette équation dans les conditions de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt que l'on peut qualifier d'optimales.

Tableau 1
Conditions de soutenabilité de la dette publique
Modèle de base

Dettes/PIB	Croissance	Inflation	Taux d'intérêt	Montant des intérêts	Solde primaire	Solde budgétaire
d	g	π	i	id	bp	$bp + id$
Ratio	Taux annuel (en %)	Taux annuel (en %)	Taux (en %)	(en % du PIB)	(en % du PIB)	(en % du PIB)
20	3	2	5	1	0	- 1
40	3	2	5	2	0	- 2
60	3	2	5	3	0	- 3
80	3	2	5	4	0	- 4
100	3	2	5	5	0	- 5
120	3	2	5	6	0	- 6
200	3	2	5	10	0	- 10

Source : calculs de l'auteur.

Toutes les lignes du tableau 1 permettent de stabiliser le poids de la dette publique par rapport au PIB. Parallèlement, toutes les lignes correspondent déjà à un schéma qui a conduit Charles Ponzi en prison puisque les intérêts de la dette sont payés par de nouveaux emprunts. Pour l'éviter, il faudrait que les intérêts de la dette soient payés par les impôts, c'est-à-dire que le solde primaire soit égal au montant des intérêts à payer (cf. tableau 1). Mais cela voudrait quand même dire que le gouvernement se comporte comme une holding de tête dans un LBO (*leverage buy-out*), faisant remonter jusqu'au budget de l'État tout ou partie de l'augmentation de la valeur ajoutée réelle pour le donner à des institutions financières.

Au-delà de ces images, on voit bien qu'il y a quelques points critiques. Le premier est, justement, celui qui a été retenu pour le PSC. Lorsque la dette publique est de 60 % du PIB, un déficit budgétaire de 3 % représente exactement le montant des intérêts à verser qui, eux-mêmes, absorbent la totalité de la croissance économique réelle. Le paiement des intérêts est fondamentalement assuré par la croissance et c'est une garantie sérieuse pour les prêteurs. C'est d'autant plus vrai que la stabilité du ratio dette publique/PIB est assurée. Mais, au-delà du couple déficit/dette de 3-60, le paiement des intérêts est certes assuré par de

nouveaux emprunts, mais les prêteurs savent que le remboursement final n'est plus conditionné seulement par la croissance réelle, mais par une réduction du niveau de vie des agents économiques. Cela devient politiquement plus difficile à garantir. Pour autant, il n'y a pas encore d'effet boule de neige de la dette.

Ce dernier commence lorsque le taux de croissance nominal de l'économie devient inférieur au taux d'intérêt nominal. Dans les conditions optimales du tableau 1 (ci-avant), ce second seuil critique est atteint lorsque le ratio de dette publique représente 100 % du PIB. Pour prendre un exemple simple, un pays qui serait endetté à 120 % du PIB devrait payer, en intérêts annuels, 6 % de son PIB, alors que sa croissance nominale serait seulement de 5 % et sa croissance réelle de 3 %. Au total, la diminution réelle du niveau de vie des agents économiques devrait être chaque année de 3 %. On retrouve bien le mécanisme mis en lumière par Marx à propos des capitalistes du XIX^{ème} siècle, mais parfaitement applicable aux relations entre les gouvernements et les banquiers : lorsqu'un système bancaire accepte de prêter jusqu'à 200 % du PIB à un gouvernement, comme c'est le cas au Japon, il en retire chaque année 10 % du PIB en intérêts, alors que la croissance économique nominale n'est que de 5 %. Il prélève ainsi deux fois la richesse créée.

Il y a une vraie question, que nous ne pouvons traiter ici, qui consiste à déterminer quel est le circuit effectif des sommes prêtées par les banques et des intérêts qu'elles perçoivent. Ce qui est clair, c'est que l'effet boule de neige est difficilement maîtrisable et que, dans la conjoncture actuelle, il est bien plus grave que le risque d'hyperinflation auquel on lie généralement la création monétaire. Reste à savoir comment on en est arrivé là et si l'on peut s'en sortir.

Paris ratés sur la croissance

Cette forme épurée de la réalité qu'est un modèle mathématique au demeurant fort simple n'en épouse pas la complexité. Cela permet de comprendre pourquoi les libertés prises un moment avec les contraintes de l'équilibre budgétaire se retournent aujourd'hui contre ceux qui en ont abusé.

Pour des raisons diverses et complexes, les taux d'intérêt ont été maintenus artificiellement bas dans de nombreux pays. C'est vrai aux États-Unis où les responsables de la politique monétaire se sont refusés à tenir compte de l'accroissement du prix des actifs ; c'est vrai pour de nombreux pays de la zone euro qui ont bénéficié de taux particulièrement faibles du fait même qu'ils émettaient leurs titres de dette publique en euros. Si l'on reprend quelques lignes du tableau 1 (ci-avant) et que nous imaginons que le taux d'intérêt moyen sur la dette est de 3 %, nous constatons que le seuil de dette publique à partir duquel le montant des intérêts absorbe toute la croissance réelle est de 100 % du PIB, tandis que l'effet boule de neige de la dette est reporté au-delà de 166 2/3 de dette publique en pourcentage du PIB (cf. tableau 2 ci-après).

Tableau 2
Conditions de soutenabilité de la dette publique
Apport de faibles taux d'intérêt

Dettes/PIB	Croissance	Inflation	Taux d'intérêt	Montant des intérêts	Solde primaire	Solde budgétaire
d Ratio	g Taux annuel (en %)	π Taux annuel (en %)	i Taux (en %)	id (en % du PIB)	bp (en % du PIB)	$bp + id$ (en % du PIB)
100	3	2	3	3	0	-3
166,67	3	2	3	5	0	-5

Source : calculs de l'auteur.

De telles marges de liberté ne pouvaient être laissées de côté et c'est sans doute pourquoi, à juste titre d'un point de vue mathématique, les gouvernements ont accordé si peu d'importance aux critères du PSC. Le tableau 3 (ci-après) montre qu'avec un même taux de déficit budgétaire de 3 %, pour un taux d'endettement public de 60 %, les intérêts ne représentent plus que 1,8 % du PIB et il reste 1,2 % de déficit discrétionnaire possible. On l'a dit plus haut, il est difficile de savoir si les intérêts payés par les États sur la dette publique ont un effet de relance, car cela suppose de faire des hypothèses pour le moins hasardeuses sur le comportement des bénéficiaires de ces revenus d'un capital bien étrange – il s'agit bien de revenus du capital sous forme d'obligations d'État, mais le sous-jacent s'est le plus souvent évaporé avant même l'émission de ces titres s'il s'est agi de dépenses publiques courantes ou de transferts sociaux. Cependant, si l'on applique un multiplicateur budgétaire standard de 2, par exemple, au déficit de 1,2 %, on obtient une relance à terme de 2,4 points de PIB, ce qui n'est pas négligeable. D'une façon plus ou moins étroite, c'est dans ce phénomène multiplicateur que se trouvent la clé de la solvabilité de ces dettes publiques et la facilité avec laquelle les marchés financiers acceptent de les financer.

Laissons passer l'*annus horribilis* (2009) pour nous concentrer sur l'année 2011, estimations fiables en fin d'année (cf. tableau 4 ci-après). Un véritable bilan supposerait de connaître le taux d'intérêt moyen sur la dette. À défaut, on utilise ici le taux des obligations d'État à dix ans nécessairement supérieur au coût réel de la dette compte tenu des conditions de (re)financement auprès de la banque centrale. Si le taux effectif moyen sur la dette est inférieur, c'est que les autorités du Trésor public empruntent à brève échéance. L'avantage acquis en termes de poids de la dette est payé d'une fragilité de refinancement si les taux d'intérêt venaient à monter. Sous ces réserves, on observe que les ratios de dette publique ne sont pas encore inquiétants à une nuance et une réserve près.

Tableau 3
Conditions de soutenabilité de la dette publique
Faibles taux d'intérêt et stimulation budgétaire

Dettes/PIB	Croissance	Inflation	Taux d'intérêt	Montant des intérêts	Solde primaire	Solde budgétaire
<i>d</i>	<i>g</i>	π	<i>i</i>	<i>id</i>	<i>bp</i>	<i>bp + id</i>
Ratio	Taux annuel (en %)	Taux annuel (en %)	Taux (en %)	(en % du PIB)	(en % du PIB)	(en % du PIB)
60	3	2	3	1,8	-1,2	-3
80	3	2	3	2,4	-1,6	-4
100	3	2	3	3	-2	-5
200	3	2	3	6	-4	-10

Source : calculs de l'auteur.

Tableau 4
Conditions de soutenabilité de la dette publique
Conditions réelles de l'année 2011

Estimations	Dettes/PIB	Croissance	Inflation	Taux d'intérêt	Montant des intérêts	Solde primaire	Solde budgétaire
	<i>d</i>	<i>g</i>	π	<i>i</i>	<i>id</i>	<i>sp</i>	<i>bp + id</i>
	Ratio (en %)	Taux annuel (en %)	Taux annuel (en %)	Taux (en %)	(en % du PIB)	(en % du PIB)	(en % du PIB)
États-Unis	99,40	1,30	3,10	2,20	2,19	-6,71	-8,90
Union européenne	88,20	1,50	2,60	2,00	1,76	-2,34	-4,10
Allemagne	80,90	2,70	2,50	2,00	1,62	-0,08	-1,70
France	85,70	1,70	2,10	2,50	2,14	-3,56	-5,70
Royaume-Uni	81,60	0,80	4,50	2,30	1,88	-5,82	-7,70
Japon	213,00	-0,70	-0,30	0,90	1,92	-7,18	-9,10

Note : le taux d'intérêt retenu est celui des obligations d'État à dix ans. Pour la zone euro, c'est le taux de l'Allemagne qui a été retenu. L'inflation est mesurée par l'indice des prix à la consommation. Le solde primaire est une estimation par différence entre le déficit budgétaire et l'évaluation des intérêts sur la base des obligations d'État à dix ans.

Source : BNP Paribas, *Conjoncture, taux, change*, octobre 2011.

La nuance est que, dès 2010, avec 2,9 % de croissance nominale et un taux d'intérêt à dix ans de 3,36 %, la France est déjà dans la zone dangereuse où la dette se multiplie par l'effet boule de neige. Même si l'Agence France Trésor

se débrouille bien, il est peu probable que les bénéficiaires de la croissance nominale aillent ailleurs qu'aux créanciers, au détriment des créateurs de richesses réelles. Le sursis dont elle a bénéficié en 2011 provient d'une baisse des taux d'intérêt à dix ans (2,5 %) remise en cause au quatrième trimestre. La réserve se trouve dans l'ampleur des déficits budgétaires dont la trajectoire commence à pouvoir être dessinée. Les politiques discrétionnaires ont été d'une ampleur peu commune, mais n'ont pas donné les résultats attendus en termes de reprise économique. Ainsi, il est à peu près certain que l'ampleur du stimulus budgétaire aux États-Unis représentera 45 % du PIB sur la période allant de 2009 à 2013, tandis que l'on sera bien content de trouver en contrepartie une croissance cumulée de l'ordre de 8 %. Le multiplicateur budgétaire s'est transformé en diviseur dont la valeur est inférieure à 0,2.

Nous continuons à penser sous réserve d'investigations approfondies, la transformation du multiplicateur budgétaire en diviseur est facile à comprendre. Partout où les dépenses publiques ont été utilisées pour soutenir des actifs dont les collatéraux avaient disparu, elles n'ont fait que soutenir l'édifice sans avoir aucun effet de relance. C'est vrai au Royaume-Uni ou en Irlande qui ont tant dépensé pour soutenir leur système bancaire. C'est vrai aux États-Unis qui ont plutôt soutenu leurs ménages en espérant que les réductions d'impôt compensent les pertes de richesse sur les marchés financiers³. C'est plus difficile à discerner en France dans la mesure où le déficit budgétaire est structurel et où l'on s'interroge sur l'opportunité d'en limiter l'usage à des dépenses d'investissement public, avec une pression forte pour un élargissement aux dépenses courantes de capital humain⁴.

Alerte tardive des agences de notation

La météo plus qu'orageuse de l'été 2011 était largement prévisible, sous réserve des actions et des réactions des marchés financiers et des responsables politiques. Or la faculté d'anticipation des trois grandes agences de notation anglo-saxonnes paraît bien faible. On est donc conduit à s'interroger sur la nécessité de créer une agence de notation européenne ou, tout simplement, de s'intéresser aux évaluations de l'agence de notation chinoise Dagong Global Credit Rating Co., créée en 1997. Nous n'ignorons pas le caractère pour le moins diplomatique de tout ce qui se crée ou s'écrit en Chine, mais quelques coïncidences doivent nous faire réfléchir.

C'est ainsi que cette agence chinoise est la première à dégrader la note des États-Unis à AA dès le 2 juin 2010⁵, puis à A le 3 août 2011. Or c'est le 5 août 2011 que Standard & Poor's violait modestement le pacte au moins implicite dans la défense des bons du Trésor américain en dégradant à AA+ la note de la dette publique américaine. Erreur d'appréciation – encore que la discussion portait sur un taux de déficit budgétaire à l'horizon de 2021 – ou évitement politique,

le directeur de Standard & Poor's, Deven Sharma, a démissionné de son poste dix-sept jours plus tard. Pourtant, la dégradation de la note américaine se trouve dans l'effet multiplicateur évoqué plus haut et elle est corrélative du moment où, à la face du monde, la demande de relèvement du plafond d'endettement public (14 300 Md\$) correspond au montant d'un PIB qui plafonne dangereusement (14 300 Md\$ au 1^{er} janvier 2010, 15 000 Md\$ au 1^{er} avril 2011).

Quant à la France, dont on a vu qu'elle était sur le fil du rasoir en matière d'effet boule de neige, c'est encore en juin 2010 que cette même agence chinoise dégradait sa note à AA- avec une perspective négative avant de récidiver un an plus tard en « observation négative »⁶. À la même époque, Moody's évoquait la même possibilité, mais seulement sous forme d'avertissement⁷, et n'est pas, à ce jour, passé à l'acte. Il est vrai que l'avertissement *ex post* donné par le président Obama (« Nous n'avons pas besoin qu'une agence de notation nous dise que nous avons un problème de déficit. ») devient pour la France un avertissement *ex ante*. Même si c'est apparemment un message à usage interne au pays, c'est Alain Minc qui le dit : « Le triple AAA de la France est un trésor national. »⁸ Qui oserait y toucher ?⁹

Venons-en à ces pays dont on ne sait quel acronyme (PIGS pour Portugal, Irlande, Grèce, Espagne ou PIGSI si l'on ajoute l'Italie) les dessert le mieux (du moins en anglais). L'agence de notation chinoise a dégradé la note de la Belgique, de l'Espagne et de l'Italie à A- dès juin 2010. Tout le monde sait aujourd'hui que les agences anglo-saxonnes ne se privent plus d'en faire autant, de « jusqu'à un point du défaut de paiement » (Moody's, Grèce, 25 juillet 2011) à « spéculative » (Moody's, Irlande, 13 juillet 2011). Elles sonnent l'hallali quand on leur demande d'anticiper le risque.

Tableau 5
Conditions de soutenabilité de la dette publique
Conditions anticipées pour l'année 2012 dans les PIGSI

Prévisions	Dettes/PIB	Croissance	Inflation	Taux d'intérêt	Montant des intérêts	Solde primaire	Solde budgétaire
	<i>d</i>	<i>g</i>	π	<i>i</i>	<i>id</i>	<i>sp</i>	<i>bp + id</i>
	Ratio	Taux annuel	Taux annuel	Taux	(en % du PIB)	(en % du PIB)	(en % du PIB)
	(en %)	(en %)	(en %)	(en %)			
Espagne	72,10	0,80	2,30	5,50	2,90	- 2,40	- 5,30
Italie	120,00	0,70	2,50	5,00	5,10	+ 1,50	- 3,60
Grèce	184,00	0,00	0,80	24,10	7,70	+ 0,30	- 7,40
Portugal	115,00	- 2,20	1,20	12,60	6,60	- 0,90	- 5,70
Irlande	114,80	1,10	3,10	13,10	4,80	- 4,20	- 9,00

Note : le taux d'intérêt est le taux des obligations d'État à dix ans. Contrairement au tableau 4 (cf. *supra*), le montant des intérêts en pourcentage du PIB tient compte des différentes maturités de dette publique.

Source : BNP Paribas, *Conjoncture, taux de change*, juillet-août 2011.

Le tableau 5 (ci-contre) confirme que l'effet boule de neige menace dangereusement les efforts d'équilibrage budgétaire des gouvernements. Seule l'Espagne échappe à cet irrésistible enchaînement grâce à un faible taux d'intérêt moyen sur la dette. Juste après, l'Italie, où un léger excédent primaire est prévu, reste dans une situation inquiétante puisque le taux d'intérêt moyen sur la dette (5,10 %) dépasse largement le taux de croissance nominal (3,2 %). Les taux d'intérêt à dix ans pour les autres pays montrent la rapidité de l'enchaînement fatal.

L'inflation désirée et redoutée

Puisque la croissance n'est pas au rendez-vous des politiques budgétaires, on pense à l'inflation, entre le rêve et le cauchemar. Comme pour le sujet précédent, l'état de la réflexion économique est confondant. Soyons simplistes : pour que l'inflation réduise les dettes, il faut qu'il y ait inflation et il ne faut pas qu'il y ait d'indexation des dettes anciennes ou nouvelles sur l'inflation.

Sur le premier point, nous savons bien que le mécanisme inflationniste est conditionné par l'abondance monétaire et le relais des salaires. Il est normalement accéléré par la hausse du prix des matières premières, signe d'une rareté réelle ou spéculative. Il ne se déroule que si les autorités monétaires le tolèrent en maintenant des taux d'intérêt nominaux faibles – et inférieurs à l'inflation. Remontons la chaîne de ces explications. Olivier Blanchard a effectivement, avec l'autorité du FMI (Fonds monétaire international), lancé l'idée que « les décideurs auraient peut-être intérêt à fixer des cibles d'inflation plus élevées en temps normal » et souhaité un objectif de 4 % plutôt que de 2 %¹⁰. Il n'a pas convaincu la BCE (Banque centrale européenne) qui, jusqu'au départ de Jean-Claude Trichet, a effectivement maintenu sa référence à 2 %, tandis que la Fed (Federal Reserve) continuait à avancer des objectifs flous où l'esprit pourrait contredire la lettre. Dans son allocution du 26 août 2011, Ben Bernanke explique qu'il « s'attend à ce que l'inflation s'établisse à un niveau proche, voire inférieur, à 2 % dans les prochains trimestres »¹¹. Comme, le 9 août 2011, il a confirmé le maintien des taux d'intérêt à un niveau proche de zéro jusqu'au milieu de 2013, on peut conclure qu'il tolérerait une hausse des prix jusqu'au niveau indiqué par Olivier Blanchard.

Du fait des pressions déflationnistes endogènes, l'étincelle de l'inflation doit être exogène. Elle peut venir d'une dégradation du change, de la hausse du prix des matières premières et agricoles, voire d'une catastrophe comme celle qui a frappé le Japon le 11 mars 2011. La guerre du change n'a pas (encore) eu lieu entre les grandes puissances en crise pour des raisons de prudence, car ce fut l'origine du « glissement vers l'abîme » à partir de 1931, et pour des raisons de possibilité, car le maître du jeu semble bien être à Pékin. La hausse du prix des matières premières et agricoles a bien eu lieu, mais sans réussir à enclencher un réel mouvement de hausse des prix hors matières premières. Cela signifie qu'elle

a été absorbée par les entreprises et donc qu'elle a, en réalité, accru les pressions déflationnistes.

Mais le cœur du mécanisme inflationniste se trouve dans le relais des salaires. Il faut que face à la pression de la hausse des prix, les salaires nominaux s'accroissent pour que la spirale inflationniste se mette en route, d'abord dans les secteurs qui connaissent d'importants progrès de productivité, puis, par contagion, dans l'ensemble des secteurs. L'économie américaine pourrait jouer ce rôle¹² et entraîner le reste du monde dans son sillage, mais les marchés du travail y sont assez souples pour que l'importance du chômage constitue un phénomène bloquant. Il est peu probable que l'on puisse utiliser aujourd'hui les outils imaginés par Roosevelt ! Le paradoxe veut que la France, qui pourrait y parvenir plus facilement, compte tenu de ses structures syndicales, est le pays qui n'a pas de réserves de productivité à partager et qui risquerait d'y laisser, une fois de plus, des points de compétitivité, donc des emplois. De toute façon, Jean-Claude Trichet a arrêté les spéculations européennes sur ce sujet en déclarant, le 19 février 2011, qu'augmenter les salaires « serait la dernière bêtise à faire »¹³ et il a joint le geste à la parole en augmentant par deux fois (7 avril 2011 et 7 juillet 2011) les taux directeurs de la BCE. La baisse surprise du principal taux directeur de la BCE par Mario Draghi, dans la foulée de sa prise de fonction, ouvre des perspectives nouvelles sur ce sujet.

Pour aller plus loin, la capacité théorique de l'inflation à effacer les dettes est conditionnée de multiples manières et principalement par le fait que les engagements ne doivent pas être indexés. Si, en France, environ 90 % de la dette de l'État est libre d'une telle contrainte¹⁴, il est évident que ce pourcentage diminuerait rapidement si la hausse des prix devait connaître une accélération. En d'autres termes, l'allègement du coût de la dette passée se traduirait par une augmentation du refinancement de la dette arrivant à échéance et de la nouvelle dette à constituer. L'importance des taux variables dans les engagements immobiliers des ménages dans certains pays (Royaume-Uni, Espagne) fait que toute hausse des taux accroîtrait le poids des remboursements, augmenterait les défaillances et finirait par fragiliser les banques qui ont prêté. Décidément, l'image d'Épinal de l'inflation qui efface les dettes aurait besoin d'être nettoyée !

En bilan provisoire, on peut conclure que la croissance incertaine rend le paiement des dettes délicat, voire incertain ; leur évaporation par l'inflation est plus qu'improbable. Voilà une situation nouvelle qui exige des solutions nouvelles. Qu'en est-il dans les faits ?

DES MANŒUVRES DILATOIRES

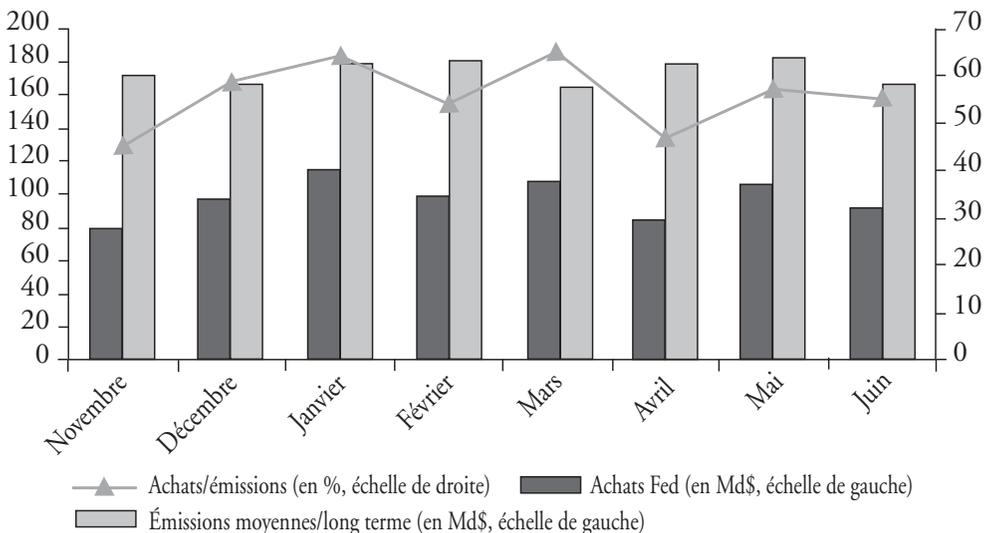
Pendant un an, on a assisté à un mélange d'effervescence de l'action politique et de laisser-faire. L'effervescence est manifeste aussi bien aux États-Unis dans

le débat entre démocrates et républicains que dans l'Union européenne qui réagit à la crise en introduisant progressivement les institutions de demain. Mais, dans les deux cas, le problème de fond de l'apurement des dettes est esquivé.

États-Unis : psychodrame public et accord tacite

La première étape d'une remise des dettes publiques est l'achat, par la banque centrale, directement ou indirectement, de titres émis par le Trésor public. Les chiffres montrent que c'est bien le cas aux États-Unis. On aurait pu imaginer que le *quantitative easing* se poursuivrait, mais l'opposition diffuse et multiple, interne et externe, à une telle mesure a obligé Ben Bernanke à y renoncer formellement. Il s'est néanmoins engagé à ce que la liquidité globale du système ne diminue pas, ce qui signifie qu'il achètera des obligations publiques américaines en contrepartie de la reprise éventuelle par les institutions financières de titres détenus à la suite du programme TARP (*Troubled Asset Relief Program*)¹⁵. De toute façon, il n'était pas utile d'annoncer un QE3 aussi longtemps que le plafond de la dette américaine n'était pas relevé. L'accord arraché le 2 août 2011 s'est immédiatement transformé en crise ouverte sur les marchés puisqu'il ne s'agit pas seulement de savoir si l'État fédéral a l'autorisation du Congrès pour s'endetter, mais également s'il existe un acheteur en dernier ressort des titres publics.

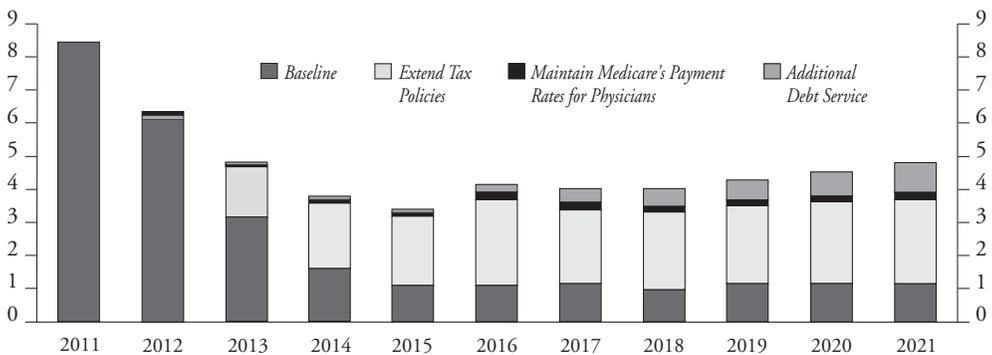
Graphique 1
Achats de T-notes par la Fed



Source : Defossez (2011).

Cela n'empêche pas le président Obama, en tournée dans le Middle West au milieu d'août 2011, de promettre un nouveau plan de relance dont le contenu est dévoilé le 5 septembre 2011, jour férié du *Labor Day*. L'idée que le déficit budgétaire sera rapidement résorbé s'éloigne au moins le temps d'une campagne électorale. Reste à savoir ce que fera Ben Bernanke. À Jackson Hole (24 août 2011), il reconnaît que la politique monétaire ne peut pas tout, que « l'essentiel des politiques économiques qui soutiennent une croissance économique solide dans le long terme sont en dehors des responsabilités de la banque centrale »¹⁶ et que la soutenabilité fiscale en fait partie. L'exégèse de cette formule est difficile. On peut penser qu'il acceptera un nouveau plan de relance, sous la double contrainte du président Obama appuyé par la directrice générale du FMI¹⁷.

Graphique 2
Prévision des déficits budgétaires américains
Schéma de base et variantes selon la poursuite de certaines politiques



Note : *Extend Tax Policies* se réfèrent aux hypothèses suivantes en matière de politique économique : toutes les mesures du *Tax Act* de 2010 qui devaient arriver à échéance en 2001, 2003, 2009 et 2010 sont prolongées au lieu de s'arrêter au 31 décembre 2012 et la taxe alternative minimale est indexée sur l'inflation. *Maintain Medicare's Payment Rates for Physicians* suppose que l'on revienne sur la diminution de 30 % de la rémunération des médecins dans le système Medicare qui était prévue pour la fin de 2011. *Additional Debt Service* est le montant des intérêts à payer sur la nouvelle dette détenue par le public en tenant compte de ces politiques.

Source : CBO (2011).

On peut donc résumer la situation américaine de la manière suivante : la capacité de la politique monétaire à sortir l'économie américaine de la crise a fait long feu ; un soutien budgétaire prolongé apparaît nécessaire ; il serait impossible sans une politique monétaire accommodante ; celle-ci a été annoncée, au moins en termes de taux d'intérêt ; la monétisation de la dette publique américaine ne peut que continuer ; son impact est atténué par la très grande faiblesse des taux d'intérêt dont elle bénéficie ; il reste à la faire passer dans l'opinion publique américaine et auprès des partenaires des États-Unis : Xi Jinping, vice-président de la République

populaire de Chine, à qui Jo Biden a rendu visite le 17 août 2011, Angela Merkel à qui le président Obama a téléphoné le samedi 27 août 2011.

Le grand écart entre les États-Unis et l'Union européenne risque donc de se poursuivre.

Union européenne : la mutualisation peut-elle rendre solvable ce qui ne l'était pas ?

Il est vrai que dans l'Union européenne, le maître du jeu peut se parer de toutes les vertus : croissance économique plutôt solide, pressions inflationnistes contenues, chômage déjà revenu au niveau d'avant la crise et, *last but not least*, des finances publiques proches de l'équilibre. L'Allemagne n'a qu'une parole : « Faites comme moi » avec, en corollaire, ce couperet : « Pas de mesures dérogatoires ».

Pourtant, un double coin a été enfoncé dès 2010 et la suite de l'histoire ne concerne que son élargissement. Le premier coin est posé le 25 mars 2010 : l'article 125 du traité de Lisbonne qui défend le principe du *no bail-out* était contourné pour aider la Grèce. L'accord Eurogroupe du 2 mai 2010 prévoyait un montage de 110 Md€ pour une durée de trois ans et un taux d'intérêt de 5 %. Depuis, du Fonds européen de stabilité financière (FESF, créé le 9 mai 2010) complété par le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF, créé le 11 mai 2010) au Mécanisme européen de stabilité (MES) qui fusionnera les deux intitulés précédents à partir de 2013, ce qui était conjoncturel est devenu structurel. Le second coin est posé le 3 mai 2010 avec la prise en pension par la BCE des titres de dette « produits ou garantis par le gouvernement » grec. Si Jean-Claude Trichet s'est attaché à limiter l'extension de cette procédure, il y a eu recours dans les moments de grande tempête (à nouveau à partir du 4 août 2011), accréditant l'idée que la BCE était aussi l'acheteur en dernier ressort des titres publics de mauvaise qualité.

Or le principe qui préside à la construction de cette structure est redoutable. Le fait que l'on ait parlé de « véhicule spécial » avant de parler du FESF est significatif. Il ressemble exactement aux montages qui ont donné lieu à la crise des *subprimes*. À l'actif des *special purpose vehicles* (SPV) qui ont facilité le développement d'un crédit malsain aux ménages américains, des titres hypothécaires de qualité variable, à l'actif du FESF, des créances sur les États grecs, irlandais et portugais aujourd'hui, sur les États italiens et espagnols, peut-être demain. La différence entre les deux est que l'on ignorait ou que l'on feignait d'ignorer la qualité effective des crédits hypothécaires pour les *mortgage-backed securities* (MBS) alors que l'on connaît pertinemment la qualité des dettes publiques européennes, ne serait-ce qu'en regardant les *spreads* demandés par le marché avant (voire après) que l'aide ne se mette en route. La similitude entre les deux est que l'on escomptait une reprise rapide du marché du logement aux États-Unis et que l'on croit, ou que l'on feint de croire, que la croissance va revenir dans les pays européens que l'on aide ainsi

aujourd'hui. Il est vrai que la différence entre illiquidité et insolvabilité est subtile et relève du pari sur l'avenir – et en particulier d'une évaluation correcte du retour de la croissance économique. Mais la conditionnalité en termes de retour à l'équilibre budgétaire ne peut qu'être payée par un ralentissement économique, voire une récession.

Au passif, les SPV proposaient leurs titres à une grande diversité d'investisseurs et le calcul mathématique avait montré qu'en période normale, l'essentiel du risque était porté par les *hedge funds* via les titres *equity*. Depuis l'accord des 26-27 octobre 2010, le FESF reproduit servilement cette structure à travers un *special purpose investment vehicle* (SPIV). Cela revient à faire porter sur le contribuable européen la partie la plus risquée de la dette publique (tranche *equity*). La tranche mezzanine est supposée intéresser les investisseurs institutionnels. Mais il s'agit pour l'essentiel de banques fragilisées par la crise, soutenues par des taux d'intérêts proches de zéro et ayant accès au guichet de la BCE via le *Securities Market Program* (SMP). Leurs fonds propres sont notoirement insuffisants, avant même que n'entrent en vigueur les exigences de Bâle III. Quant à la tranche Senior, elle devrait trouver naturellement sa place dans le patrimoine de l'épargnant de base puisqu'elle est supposée sans risque.

De toute façon, l'ensemble du système des MBS bénéficiait, via Fannie Mae et Freddie Mac, en tant que *Government Sponsored Enterprise*, de la garantie du Trésor public américain. Dans les faits, c'est la Fed qui a acheté l'essentiel des titres toxiques dont ces deux institutions voulaient se défaire pour acquérir de la bonne et saine liquidité. Cela représente encore, à la fin de juillet 2011, un peu avant que Standard & Poor's ne dégrade à AA+ la note des deux agences (8 août 2011), la bagatelle de 900 Md\$! En Europe, l'ensemble du système constitué par le FESF est garanti par les États membres, même si les sommes levées sont limitées aux engagements de ceux qui bénéficient (encore) du triple A. Si seulement la BCE pouvait imiter la Fed et se préparer à racheter les titres émis par le FESF avant que les États membres ne soient sollicités, ce serait une bonne nouvelle pour les contribuables allemands ou français, engagés à hauteur de 8 % de leur PIB au cas où l'illiquidité deviendrait insolvabilité. Or comment pourrait-il en être autrement lorsque la dette est reportée aux calendes... grecques puisque le bénéfice de la croissance future est déjà (partiellement) préempté par les intermédiaires financiers !

Certes, la nouveauté est que les banques s'engagent aux côtés du FESF sous forme de moratoire partiel de la dette grecque. Cela s'est fait en deux temps : à hauteur de 13,5 Md€ dans l'accord du 21 juillet 2011, puis, plus substantiellement, à hauteur de 100 Md€ dans l'accord des 26-27 octobre 2011. Mais on serait curieux de comparer cette remise des dettes aux bénéfices réalisés sur des prêts à brève échéance à des taux que les lois françaises considèrent comme usuraires¹⁸.

C'est donc une bien étrange façon de voir les choses que d'imaginer le FESF comme l'amorce d'un fonds monétaire européen. Le FMI n'a en effet pour fonction que d'assurer la stabilité du système de paiement international et, dans ce cadre,

d'aider les pays membres à résoudre des problèmes temporaires de balances des paiements. Il ne s'intéresse au remboursement des dettes publiques que si elles sont émises en devises et que, justement, si le pays n'a plus de devises. Selon l'importance de l'aide, il y met des conditions souvent largement contestées par l'opinion publique. Seul ce dernier point est commun au FESF et au FMI, avec la même contestation dans la rue ou dans les urnes. L'analogie véritable est, on l'a vu, celle qui compare le FESF aux SPV qui ont conduit à la crise de 2008. Il est donc urgent de prévoir qui sera le prêteur en dernier ressort effectif en cas d'insolvabilité. La création d'une agence de la dette européenne émettant des *eurobonds* peut bien être une solution pour l'avenir ; elle ne permettra pas de solder le passé, ce qui est l'objectif d'une remise des dettes publiques.

FINALITÉS ET ASPECTS TECHNIQUES D'UNE REMISE DES DETTES PUBLIQUES

Les modalités concrètes d'une remise des dettes publiques sont plus simples que l'on veut bien l'admettre. On peut traiter l'opération en trois étapes qui, d'ailleurs, peuvent être réalisées successivement, avec les annonces adéquates, pourvu que le cap de la réforme soit bien maintenu.

Première étape : le rachat des obligations d'État par les banques centrales

La première étape est le rachat, par la banque centrale, de créances sans contrepartie réelle. Puisque l'objectif n'est pas de traiter des questions d'illiquidité qui préoccupent essentiellement les marchés, mais de favoriser la croissance économique, nous avons proposé comme objectif que les banques centrales puissent acheter les obligations d'État jusqu'à ce que la dette publique représente 50 % du PIB. Il n'y a pas d'obligation à aller jusque-là, mais c'est vraisemblablement le seuil à partir duquel les intérêts cessent d'absorber la totalité de la croissance annuelle.

A priori, aucune banque commerciale, ni aucune institution financière ne sont obligées de proposer leurs obligations publiques au rachat. Les motifs pour lesquels elles le feraient sont multiples. Les résistances ne manqueront évidemment pas, mais les autorités monétaires ne sont pas sans argument pour les faire fléchir et l'appui de l'opinion publique pourrait être précieux.

En ce qui concerne les avantages qu'en retireraient les banques, en premier lieu, il est toujours préférable de se défaire de ses créances douteuses plutôt que d'accepter un moratoire, surtout que les taux de décote de l'accord du 21 juillet 2011 sont inférieurs à ceux qu'il a déjà fallu concéder dans l'accord des

26-27 octobre 2011 et ne préjugent pas de ce qu'il faudra encore concéder sur d'autres dettes publiques.

Ensuite, dans une proportion qui pourrait être directement liée aux obligations issues des accords de Bâle III, on pourrait imaginer que les acquisitions de la banque centrale se fassent en échange de titres de propriété. Comme il serait sans doute dangereux que les banques centrales deviennent actionnaires des banques, on pourrait imaginer la création d'une structure *ad hoc* constituée au niveau européen pour accueillir ces titres. Par la suite, si la situation s'améliorait réellement, cette structure pourrait remettre ces titres sur le marché et le bénéfice en reviendrait au budget européen.

Il n'est pas sans intérêt de constater qu'au beau milieu de l'été, Christine Lagarde a spécialement mis les banques européennes en demeure d'améliorer leurs fonds propres. Pour les services du FMI, « la solution la plus efficiente serait une recapitalisation substantielle obligatoire des banques européennes avec des fonds privés dans un premier temps, mais aussi des fonds publics si nécessaire »¹⁹. Mais quelle est la banque qui peut émettre des titres à la valorisation actuelle sans diluer considérablement son capital ? Quel est le particulier qui mettrait son épargne dans des titres solides, certes, mais dont le rendement dans la décennie qui vient est pour le moins incertain ? Quel est l'État qui peut encore lever des dettes ou des impôts pour recapitaliser son système bancaire quand la fragilité du système bancaire provient de ses prêts aux États ?

L'idée que la banque centrale aide à la recapitalisation des banques, pour être peu conventionnelle, s'imposera d'une manière ou d'une autre.

Bien entendu, *a priori*, les idées défendues dans ces deux paragraphes sont peu acceptables pour les dirigeants salariés des banques et leurs comités de direction. En effet, ces placements sans risque qu'étaient les bons d'État représentaient un fond de portefeuille bien rémunérateur et facile à gérer. Trouver le même rendement auprès de créateurs d'entreprise sera sans doute plus difficile et exigera une réorientation des ressources humaines vers l'économie réelle et créatrice de richesses.

Si, à l'arrivée, une banque ou une institution financière estimait n'avoir pas profité autant qu'elle aurait voulu des facilités de rachat par la banque centrale des obligations qu'elle détenait sur l'un ou l'autre État de l'Union européenne, elle n'aurait qu'à s'en prendre à elle-même car cela voudrait dire qu'elle a effectué un pari perdant, le pari d'une réévaluation de la valeur des titres publics qu'elle détenait en portefeuille et qui ne se serait pas réalisé.

L'idée qu'une telle mesure serait source d'inflation ne résiste ni à l'examen des faits, ni au raisonnement économique ; elle minimise, par ailleurs, la capacité de réaction de la banque centrale.

Rappelons une fois de plus que ce que la BCE refuse, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Fed le font. Pour cette dernière, l'accroissement des *US Treasury securities* a été de 861 Md\$ en glissement sur un an au

27 juillet 2011 et le montant total qu'elle détient est de 1 638 Md\$, soit 57,11 % de son actif²⁰ ! Jusqu'à plus ample informé, il n'y a pas eu d'inflation.

Même le monétariste le plus rigoureux n'a jamais dit que l'accroissement de la masse monétaire entraînait toujours et partout une hausse de l'inflation, mais que l'inflation avait toujours et partout une cause d'origine monétaire. Ce n'est quand même pas la même chose ! Pour que la monnaie mise en circulation par la banque centrale se traduise en inflation, il faut que les banques de second rang la prêtent avec effet multiplicateur. Or si l'on regarde à nouveau le bilan de la Fed, on constate que les dépôts effectués par les institutions financières américaines se montent à 1 658 Md\$ et qu'ils ont augmenté de 607 Md\$ en un an. Tout se passe comme si l'aide fournie aux banques par la Fed y revenait, faute d'utilisation, en attendant des jours meilleurs.

De toute façon, si la banque centrale estimait être en présence de tensions inflationnistes, elle pourrait de manière très brutale augmenter le coefficient de réserves obligatoires. Cette fois, c'est elle qui reprendrait d'une main ce qu'elle accorde de l'autre.

Deuxième étape : la renonciation de la banque centrale aux intérêts sur les obligations prises en pension

La seconde étape est la renonciation, par la banque centrale, aux intérêts de la dette qu'elle rachète. Nous avons vécu avec l'idée que les États n'avaient pas à programmer de remboursement de dette en oubliant, on l'a montré, que cela n'était vrai que sous certaines conditions de croissance et de taux d'intérêt. Une manière de redonner du mou immédiat aux politiques publiques consiste à ne plus faire peser de taux d'intérêt sur les dettes reprises par la banque centrale.

Concrètement, le seul problème que cela pose concerne le manque à gagner de l'institution. Objectivement, personne n'aura grandement envie de le déplorer, ne serait-ce que parce qu'il est déjà difficile de justifier le prélèvement d'un revenu sur une richesse que l'on crée à partir de rien, ensuite parce que le doublement du bilan des banques centrales devrait permettre d'avoir les mêmes bénéfices d'exploitation avec un taux d'intérêt divisé par deux.

D'une certaine manière, une fois encore, c'est ce que font déjà les États-Unis lorsque le rendement des *T-notes* à deux ans est de 0,15 % et celui des *T-notes* à dix ans de 2 % ! Évidemment, ce n'est pas tout à fait un abandon des taux d'intérêt, mais cela contribue fortement à la soutenabilité de la dette publique américaine. Avec un taux directeur de 1,25 %, la BCE rend la chose bien plus difficile.

Bien entendu, la renonciation à percevoir une rémunération sur les titres publics devrait être conditionnelle. C'est là que l'on retrouverait l'exigence de retour à l'équilibre budgétaire qui restaure une limite qui aurait dû être infranchissable. Dans une société de marché, la régulation par l'argent est le dernier rempart contre

la pression démocratique à une redistribution des richesses toujours plus généreuse des producteurs aux électeurs. L'homme politique qui cherche à résister à cette pression est dans le mauvais rôle et il cherche à transférer cette responsabilité au banquier central. En exigeant l'équilibre budgétaire, ce dernier renvoie l'homme politique à ses responsabilités.

En dehors de l'Allemagne, les négociations politiques en faveur d'une règle d'or de l'équilibre budgétaire sont contre-productives. En effet, refuser de se donner des degrés de liberté avec la politique budgétaire lorsque la politique monétaire a fait la preuve de son impuissance face à la montagne de dettes accumulées, c'est ajouter une peine à la peine. Dans la configuration actuelle, toute diminution des déficits budgétaires va rendre la reprise économique plus difficile. Si nous avons défendu l'idée que l'impact en termes de croissance des déficits budgétaires avait été réduit, c'est parce que les sommes ainsi distribuées ont servi au désendettement. C'est l'origine la plus vraisemblable du diviseur budgétaire que l'on observe facilement en comparant les taux de déficits budgétaires et les taux de croissance. Par contre, toute réduction des déficits budgétaires risque d'entraîner une diminution des dépenses privées avec un effet multiplicateur évidemment négatif. Avec une valeur faible, disons 1,33, il faut 3 points de réduction des dépenses publiques pour obtenir 1 point d'amélioration de la situation budgétaire – pour un taux de prélèvement de 50 % du PIB. L'obligation d'équilibre budgétaire ne peut donc être qu'une contrepartie de l'effacement des dettes.

Troisième étape : renouvellement ou remise de la dette

Ces créances douteuses accumulées aux bilans des banques centrales peuvent y rester éternellement si elles ne donnent pas lieu au paiement d'intérêts. Au fond, la question d'une remise des dettes ne se pose même pas. D'ailleurs, s'il advenait que, de manière bien peu probable, la situation économique s'améliorait de manière exceptionnelle, les États pourraient rembourser leurs dettes et les institutions financières racheter les titres mis en pension auprès de la banque centrale avec l'argent des contribuables. Si, de manière plus probable, la situation restait durablement tendue, il suffirait à la banque centrale de racheter de nouveaux titres publics douteux au moment de l'échéance des précédents arrivant à maturité.

Mais la remise effective et publique des dettes publiques a plusieurs avantages.

C'est une exigence démocratique que les dirigeants entretiennent un discours clair sur leurs intentions et leurs pratiques. Le message supposerait une belle dose d'humilité de leur part et une grande maturité de l'opinion publique. Il consisterait à dire clairement les évidences que cette dernière pressent d'ailleurs bien davantage que l'on ne veut l'admettre : (i) que les politiques de redistribution doivent être payées avec les revenus de l'année courante ; (ii) que les régimes sociaux doivent

équilibrer leurs comptes année après année ; (iii) que les politiques publiques ne peuvent pas tout faire. L'effacement des dettes est une manière de faire table rase du passé en redonnant un avenir à nos enfants (Thoris, 2011a).

Une fois que les agents économiques, ménages et entreprises principalement, savent que les dettes excessives sont effacées, ils ne craignent plus que les efforts de formation, de mobilité professionnelle, d'une part, de croissance et d'innovation, d'autre part, ne voient leurs bénéfices absorbés par l'impôt. La confiance peut renaître et, avec elle, les projets peuvent être libérés.

Comme les dettes publiques ne seraient effacées que de manière conditionnelle, si et seulement si les États maintenaient leurs engagements en matière d'équilibre budgétaire sur le cycle, les hommes politiques seraient bien plus vigilants à atteindre cet objectif que si une loi, même constitutionnelle, les y obligeait.

Techniquement, la remise des dettes publiques supposerait une contrepartie dans le bilan des banques centrales. L'idée que leur capital soit diminué d'autant ne peut être retenue car cela supposerait que les États membres accroissent leurs apports en fonds propres. Or ils n'ont plus les moyens ni d'imposer leurs populations, ni d'emprunter les sommes nécessaires à l'opération. De toute façon, ce serait la négation même du principe d'une remise des dettes que d'en faire peser le poids sur les contribuables !

À défaut d'une solution conventionnelle, on peut faire preuve d'un peu d'imagination. Lorsqu'on a créé les DTS (droits de tirage spéciaux), on a cru bon de compenser l'allocation de DTS par le FMI, enregistrée à l'actif, par une ligne du passif intitulée « Contrepartie des allocations de DTS ». Pur artifice comptable qui n'a jamais empêché l'inflation. Ici, il s'agit de créer au passif un « compte de dépréciation » qui compenserait les pertes sur « les engagements envers les établissements de crédit ». Pur artifice comptable qui pourrait éviter la déflation.

Il faut le répéter sans cesse, la crise actuelle est une crise des bilans et non des comptes d'exploitation, même si les deux sont évidemment liés. Cela signifie que l'on n'en viendra à bout que lorsque les bilans seront apurés. Pour y arriver, on a choisi deux formules inefficaces. La première a consisté à régler les problèmes de comptes d'exploitation (en France, procédure de prêts aux banques ou médiateur du crédit) en attendant le retour de la croissance ; il est vraisemblable que cela a permis de sauver un certain nombre d'agents économiques, mais non de sortir de la crise. La seconde a consisté à organiser la circulation du mistigri : du bilan des banques au bilan de l'État (Islande, Irlande, Royaume-Uni...), du bilan des ménages et des entreprises au bilan de l'État (États-Unis particulièrement, ensemble des programmes de déficits publics discrétionnaires), du bilan de l'État au bilan des banques (Grèce, Portugal, Espagne...), en attendant que ce soit du bilan de l'État au bilan des agents

économiques (partout où l'on met en place des politiques de rigueur). On le sait, la rigueur va fragiliser les bilans des ménages et des entreprises, donc ceux des banques et de l'État, et nous serons prêts pour un nouveau tour de transfert de dettes sans collatéraux jusqu'à ce que l'on se décide enfin à organiser leur remise, en espérant qu'il ne soit pas trop tard.

NOTES

1. *Le Monde* du 24 août 2011.

2. Pour mémoire, la règle de Taylor s'écrit : $r = r^* + \pi$ anticipé + 0,5 ($y - y^*$) + 0,5 (π anticipée - π cible), où r est le taux d'intérêt nominal, r^* le taux d'intérêt neutre, équivalant à la croissance potentielle de l'économie, y est le taux de croissance observé, y^* est le taux de croissance tendanciel, π est le taux d'inflation.

Si l'on s'appuie sur une croissance tendancielle de 3 % et une inflation cible de 2 %, d'une part, que l'on estime que l'on est sur le sentier tendanciel de croissance sans pression inflationniste, d'autre part, le taux d'intérêt recommandé par la règle de Taylor est de 5 %.

3. Voir à ce sujet : la chronique de Feldstein (2011).

4. On pourra se reporter à Thoris (2011b).

5. *Le Monde* du 15 juillet 2010, disponible sur le site : www.lemonde.fr/economie/article/2010/07/15/une-agence-de-notation-chinoise-abaisse-la-note-de-la-france_1388089_3234.html.

6. *Xinhua*, disponible sur le site : <http://french.peopledaily.com.cn/Economie/7398245.html>.

7. *Le Figaro* du 17 août 2010, disponible sur le site : www.lefigaro.fr/flash-eco/2010/08/17/97002-20100817FILWWW00426-moody-s-menace-sur-le-aaa-de-la-france.php.

8. *Le Figaro* du 23 août 2011, disponible sur le site : www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/08/23/04016-20110823ARTFIG00548-alain-minc-le-aaa-de-la-france-est-un-tresor-national.php.

9. La dégradation « par erreur » de la note de la France le 10 novembre 2011, transmise aux abonnés du système d'alerte de Standard & Poor's, puis démentie, est une illustration de plus du contrôle politique des agences, même si cela ne peut durer. Voilà sans doute pourquoi, pour Michel Barnier, il faudrait suspendre la notation des pays aidés par l'Union européenne et le FMI, voire plus généralement lorsque la notation accentue l'instabilité des marchés.

10. Interview d'Olivier Blanchard, *Bulletin du FMI*, 12 février 2010, disponible sur le site : www.imf.org/external/french/pubs/ft/survey/so/2010/int021210af.pdf.

11. Voir le site : www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110826a.htm.

12. Voir, par exemple : l'analyse de Artus (2011).

13. Déclaration faite sur *Europe 1*, reprise par *Le Figaro* du 20 février 2011, disponible sur le site : www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/02/20/04016-20110220ARTFIG00247-trichet-contre-une-hausse-des-salaires.php.

14. Voir le site : www.aft.gouv.fr/IMG/pdf/AFT_RA2010_BAT_2207.pdf.

15. Durant le mois de juillet 2011, les rachats de MBS (12 Md\$) ont représenté 57,14 % des achats d'*US Treasury securities* (21 Md\$). Voir le site : www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbsreport201108.pdf.

16. Déclaration de Ben Bernanke à Jackson Hole, le 26 août 2011, disponible sur le site : www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110826a.htm.

17. Selon un communiqué de la Maison blanche du 29 août 2011, « le président et la directrice générale s'accordent sur le besoin de politiques qui renforcent la croissance et les créations d'emplois à court terme, tout

en garantissant pour le moyen terme une consolidation fiscale ». Voir le site : www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/08/28/04016-20110828ARTFIG00203-obama-lagarde-bernanke-pour-une-nouvelle-relance.php.

18. Voir : l'analyse détaillée, par exemple, dans Regnat (2011).

19. *Le Figaro* du 29 août 2011, disponible sur le site : www.lefigaro.fr/conjoncture/2011/08/29/04016-20110829ARTFIG00420-banque-le-rappel-a-l-ordre-de-christine-lagarde.php.

20. Voir le site : www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbsreport201108.pdf.

BIBLIOGRAPHIE

ARTUS P. (2011), « La seule solution à la crise : la vraie inflation avec le retour des hausses de salaires partout où c'est possible », *Flash économie*, n° 614, 22 août. Disponible sur le site : <http://cib.natixis.com/DocReader/index.aspx?d=454B7579746B65686B65686A52736971467A6277334D7661413D3D>.

DEFOSSEZ R. (2011), « De quelle protection jouissent les T-notes ? », Natixis, *Special Report*, n° 102, 23 août.

FELDSTEIN M. (2011), « Quelle reprise pour les États-Unis ? », *Les économistes du Project Syndicate*, 28 février. Disponible sur le site : <http://lecercle.lesechos.fr/economistes/autres-auteurs/221133654/quelle-reprise-etats-unis>.

REGNAT C. (2011), « L'EFSF : l'ambition, mais pas encore les moyens ? », *Flash marchés*, 23 août, n° 616.

THORIS G. (2011a), « Héritage des droits acquis », *Revue française de finances publiques*, n° 115, septembre, pp. 135-152.

THORIS G. (2011b), « Le diviseur budgétaire et la crise des finances publiques », *Revue française de finances publiques*, n° 116, novembre, pp. 1101-1118.

ANNEXE

Chronique d'une crise annoncée

2009

5 novembre La Grèce annonce un déficit budgétaire de 12,7 %, en lieu et place des 5,7 % annoncés précédemment.

2010

14 janvier La Grèce annonce une réduction du déficit budgétaire à 2,8 % en 2012.

11 février Conseil européen (chefs d'État ou de gouvernement sous la présidence d'Herman Von Rompuy) : accord de principe en vue de la stabilité de la zone euro *via* une aide à la Grèce.

- 15 mars Eurogroupe (ministres des finances de la zone euro, présidé par Jean-Claude Juncker) :
- accord de principe pour accorder des crédits bilatéraux à la Grèce coordonnés par la Commission européenne ;
 - validation proposée aux chefs d'État et de gouvernement lors du sommet de printemps du Conseil européen ;
 - à ce stade, « les autorités grecques n'ont pas demandé une aide financière » et « nous pensons que la question ne se posera pas » (déclaration de Jean-Claude Juncker).
- 23 mars Réunion préalable au sommet des 25-26 mars demandée par Nicolas Sarkozy et José Luis Zapatero.
- 25 mars Déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro : accord sur les principales caractéristiques d'un soutien éventuel à la Grèce.
- 25-26 mars Conseil européen.
- 10-11 avril Réunion de l'Eurogroupe – Plan d'aide à la Grèce :
- le montant de l'aide s'élève à 30 Md€ pour 2010 ;
 - le plan est prévu pour trois ans, le montant de l'aide pour les années suivantes reste indéterminé ;
 - le taux d'intérêt est fixé en référence à l'Euribor trois mois, plus des commissions évaluées à 5 % pour un prêt à trois ans.
- 23 avril Première demande officielle d'aide de la Grèce.
- 27 avril L'agence de notation Standard & Poor's abaisse la note de la Grèce en catégorie spéculative.
- 28 avril Standard & Poor's abaisse d'un cran la note de la dette espagnole.
- 2 mai Accord Eurogroupe d'aide à la Grèce pour 110 Md€.
- 3 mai BCE – Prise en pension de titres de dette produits ou garantis par le gouvernement grec, quelle que soit leur notation.
- 7 mai Sommet spécial du Conseil européen :
- validation de l'accord Eurogroupe du 2 mai en faveur de la Grèce ;
 - décision de « faire usage de l'ensemble des moyens disponibles » pour préserver la stabilité de l'euro.
- 9-10 mai En réponse à la demande des chefs d'État ou de gouvernement, la Commission européenne a proposé un plan d'urgence européen en deux volets :

- facilité de financement :
 - dotation de 60 Md€ couverte par émissions obligataires ;
 - garantie offerte par le budget de l'Union européenne ;
 - véhicule spécial : création du Fonds européen de stabilité financière (FESF).
- 10 mai Validation du plan d'urgence européen par l'Eurogroupe.
- La BCE autorise les banques centrales de la zone euro à acheter de la dette publique et de la dette privée sur les marchés secondaires.
- 25 mai Le gouvernement italien annonce un plan d'austérité de 25 Md€ pour ramener le déficit budgétaire de 5,3 % (2009) à 2,7 % (2012).
- 27 mai Le gouvernement espagnol annonce un programme d'austérité de 15 Md€.
- 7 juillet L'Allemagne annonce un plan d'austérité en quatre ans pour 80 Md€.
- 30 septembre L'Irlande évalue le coût du sauvetage de son système bancaire à 50 Md€, ce qui représente un déficit budgétaire supplémentaire de 32 % du PIB.
- 21 novembre Demande officielle de soutien de l'Irlande.
- 28 novembre Réunion d'urgence du Conseil EcoFin :
 - plan de sauvetage d'urgence de 85 Md€ en faveur de l'Irlande ;
 - implication souhaitée des investisseurs privés dans le prochain MES (Mécanisme européen de stabilité).
- 16-17 décembre Vers une révision limitée du traité de Lisbonne pour la création d'un fonds de sauvetage permanent (MES) à l'horizon de juin 2013.
- 2011**
- 14 février Accord provisoire de l'Eurogroupe pour la création du MES qui prendrait la succession de l'ensemble constitué par le MESF et le FESF : couverture à hauteur de 500 Md€.
- 23 mai Standard & Poor's place Dexia sous surveillance négative.
- 27 mai Fitch : dégradation de la note de la dette japonaise de « stable » à « négative ».
- 12 juillet Moody's : dégradation de la note de la dette irlandaise de Baa3 à Ba1 dans la catégorie des investissements « spéculatifs ».
- 15 juillet Dexia réussit les stress tests avec un ratio de core tier 1 de 10,4 %, largement supérieur au ratio de référence (5 %).

- 21 juillet Conseil de l'Union européenne : déclaration des chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et des institutions de l'Union européenne :
- Grèce : financement public à hauteur de 109 Md€ ; allongement des délais de remboursement des futurs prêts de sept ans et demi à quinze-trente ans avec un délai de grâce de dix ans ; taux d'intérêt de 3,5 % ; contribution du secteur privé évaluée à 37 Md€ ;
 - d'ici à 2013, diminution à moins de 3 % de tous les déficits publics hormis ceux qui bénéficient d'un programme de soutien.
- 2 août Accord sur le plafond de la dette américaine.
- 5 août Standard & Poor's : dégradation de AAA à AA de la notation de la dette américaine.
- 8 août Standard & Poor's : dégradation de AAA à AA+ de la notation de Fannie Mae et Freddie Mac de dix banques fédérales de prêts immobiliers, des banques fédérales de crédit agricole et de cinq assureurs : Knights of Columbus, New York Life, Northwestern Mutual, l'association des assurances des enseignants (IASS) et l'association des services automobiles (USAA).
- 8 août BCE : reprise des programmes de rachat de dettes publiques ; l'Espagne et l'Italie sont concernées.
- 24 août Moody's : dégradation à Aa3 de la notation de la dette japonaise.
- 24 août Le président de l'Allemagne, Christian Wulff, membre du parti conservateur CDU d'Angela Merkel, a jugé « discutable sur le plan légal l'achat massif d'obligations de certains pays » par la BCE.
- 8 septembre Le président Obama annonce un nouveau plan de relance de 447 Md\$ pour les États-Unis.
- 9 septembre Démission de Jürgen Stark, membre du directoire et chef économiste de la BCE, après qu'il se soit opposé, pendant plusieurs semaines, à la politique de rachat d'obligations publiques.
- 16 septembre Timothy Geithner, secrétaire au Trésor américain, est invité à une réunion informelle des ministres européens des finances à Wrocław (Pologne). Il leur propose d'adosser le FESF à la BCE pour accroître sa capacité d'intervention. Refus des Européens.

- 20-21 septembre Ben Bernanke et le FOMC (Federal Open Market Committee) décident une augmentation de la durée du portefeuille de la Fed en décidant de racheter pour 400 Md\$ de titres longs (de six ans à trente ans) en lieu et place de titres inférieurs à trois ans.
- 3 octobre Moody's : mise en « surveillance négative » de la notation de Dexia.
- 6 octobre La Banque d'Angleterre annonce le relèvement de son plafond d'achat de titres de 75 Md£ à 275 Md£ et le maintien de son taux directeur à 0,5 %.
- Jean-Claude Trichet et le Conseil des gouverneurs de la BCE maintiennent le taux directeur à 1,5 %, annoncent le maintien d'enchères illimitées à taux fixe pour les opérations de refinancement hebdomadaire jusqu'en juillet 2012 et décide de racheter pour 40 Md€ de *covered bonds* jusqu'en octobre 2012.
- 7 octobre Fitch Ratings annonce la dégradation de deux crans de la notation de l'Espagne à AA-, assortie d'une perspective négative, et la dégradation d'un cran de la notation de l'Italie de AA- à A+.
- 9 octobre Réunion de travail à Berlin entre Angela Merkel et Nicolas Sarkozy : « L'Europe devra avoir résolu tous ses problèmes avant le G20. » Celui de Cannes les 3 et 4 novembre 2011.
- 10 octobre La Belgique prend le contrôle de 100 % de Dexia banque Belgique (DBB) moyennant 4 Md€ sur la base d'une perte de 3,8 Md€ à la fin de juin.
- La Caisse des dépôts et consignations (CDC) (70 %) et la Banque postale (30 %) sont actionnaires de DexMa, véhicule de refinancement chargé de gérer un stock de 100 Md€ d'actifs pourris. Les pertes potentielles pour la France sont de 10 Md€. La charge de la garantie de cette dette est répartie entre la Belgique (60 %), la France (36,5 %) et le Luxembourg (3,5 %).
- Jean-Claude Juncker, président de l'Eurogroupe, évoque la possibilité d'une décote de la dette grecque supérieure à 60 %.
- 14 octobre Fitch Ratings met BNP Paribas (AA-) et le Crédit agricole (AA-) sous surveillance négative.

- 19 octobre Moody's dégrade la note de l'Espagne de deux crans à A1.
Mini-sommet européen à Francfort auquel participent José Manuel Barroso, Angela Merkel, Nicolas Sarkozy, Christine Lagarde et Jean-Claude Trichet.
- 27 octobre Accord européen autour des principes suivants :
– réduction de la dette grecque grâce à une décote de 50 % de la dette détenue par les créanciers privés de la Grèce pour un montant estimé à 100 Md€. Le secteur public européen s'engage doublement : à hauteur de 30 Md€ en garantie de l'effort effectué par le secteur privé ; à hauteur de 100 Md€ sous la forme d'un nouveau prêt ;
– les banques européennes doivent atteindre un ratio de core tier 1 de 9 % au 30 juin 2012. À cet effet, les besoins de recapitalisation se montent à 106,5 Md€ ;
– la capacité d'engagement du FESF est portée à 1 000 Md€. Son action passera par (option 1) un rehaussement du crédit des États qui ont accès au marché financier à un taux jugé trop élevé ou (option 2) sous forme de prêt direct, mais à côté d'investisseurs privés *via* un SPIV.
- 31 octobre Georges Papandréou annonce un référendum sur le plan de sauvetage européen avant d'y renoncer (3 novembre), puis de démissionner (9 novembre) et d'être remplacé par Lucas Papademos, ancien gouverneur de la BCE (10 novembre).
- 3 novembre Deux jours après sa prise de fonction officielle à la tête de la BCE, Mario Draghi abaisse les taux directeurs de 25 points de base à 1,25 %.
- 3-4 novembre G20 de Cannes.
- 10 novembre Dégradation « par erreur » de la note de la France, seulement signalée aux abonnés du système d'alerte de l'agence Standard & Poor's.
- 12 novembre Démission de Silvio Berlusconi. Il est remplacé par Mario Monti, commissaire européen (1995-2004), puis consultant pour Goldman Sachs.
- 15 novembre Les *spreads* de taux avec l'Allemagne sur les emprunts d'État français à dix ans montent à 150 points de base, fragilisant le mécanisme du FESF.