

Vers le « krach » des dettes publiques

Gaël Giraud*, Projet n°323, 2011

À l'heure où ces lignes sont écrites, aucun pays de la zone euro n'a encore fait défaut sur sa dette publique, mais le grand *krach* ne saurait plus tarder. Il promet d'entraîner avec lui l'ensemble du secteur bancaire des pays de l'OCDE et, finalement, de nos sociétés.

Le « problème » des dettes publiques

Les attermoissements des pays européens compliquent sérieusement la véritable résolution du problème des dettes publiques. Le caractère inexorable de la restructuration de ces dettes dans certains pays de la zone euro ne signe pas seulement l'inanité des plans d'austérité imposés en pure perte à Athènes : elle révèle la faillite de l'ensemble du projet politique qui sous-tend la construction de la zone euro. Car, à moins d'un changement profond de politique économique aux quatre coins du rectangle Berlin-Bruxelles-Paris-Washington [1], le défaut souverain d'Athènes s'accompagnera de sa sortie de ladite zone. Après un défaut, plus aucun investisseur ne voudra lui prêter avant plusieurs années. Or le traité de Lisbonne interdit à la Banque centrale européenne (BCE) de prêter à un État en détresse et les États de la zone euro n'ont plus de pouvoir de création monétaire. Si Athènes veut financer ses hôpitaux et ses écoles, acheter du pétrole et de la nourriture, il lui faudra alors récupérer le pouvoir d'utiliser la planche à billets. Sans doute la Grèce ne tarderait-elle pas à être suivie par l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, voire l'Italie...

La Grèce ferait-elle mieux de pratiquer une décote (*haircut*) de sa dette publique dès maintenant? C'est probable : elle sera d'autant plus douloureuse pour les Grecs qu'elle sera décidée tard. En revanche, les créanciers ont intérêt à retarder l'échéance. Pour eux, la lenteur des décisions du couple franco-allemand et leur orientation (décharger autant que possible les créanciers privés du poids du financement du service de la dette grecque) correspondent à la meilleure réponse possible. Mais la sortie de l'euro menace d'être plus douloureuse encore pour la population grecque : une drachme considérée comme sans valeur à l'échelon international pourrait rendre la Grèce incapable de s'approvisionner correctement en produits de première nécessité pendant les premiers mois, voire les premières années suivant sa sortie de la zone euro.

La France se croit dans une meilleure posture? En 2012, le calendrier de remboursement de sa dette publique l'oblige à emprunter près de 200 milliards d'euros de plus que d'habitude sur les marchés financiers : entre 400 et 450 milliards au total. De quoi nous faire clignoter sur les écrans radars des marchés si, d'ici là, nous ne sommes pas déjà pris dans la tourmente du prochain *krach*. L'Allemagne acceptera-t-elle de couvrir les dettes des pays périphériques grâce à ses excédents commerciaux, source mécanique des déficits des pays européens moins compétitifs? Ce serait en partie logique, mais cela lui coûterait plus de 3 % de produit intérieur brut (Pib) chaque année – l'équivalent de ce que sa croissance pourrait, au mieux, rapporter. Ne nous faisons pas d'illusion : les Allemands ne peuvent pas payer.

Quant aux États-Unis, le remboursement d'un tiers de leur dette publique (soit 30 % environ du Pib) arrive à échéance à la fin 2012. L'ancienne hyper-puissance est incapable de y faire face sans recourir massivement à la planche à dollars. Ce qui accentuera la baisse du dollar et reportera *sine die* la résorption des déséquilibres induits par un couple dollar-yuan sous-évalué et un euro surévalué. C'est l'une des raisons pour lesquelles Standard & Poor's (S&P) a dégradé la note des États-Unis début août. Du jamais vu. Mais cette décision a peu de sens. Les trois principales agences de notation, S&P, Fitch et Moody's, ont perdu toute crédibilité à l'occasion de la crise de 2008 : à la solde des banques, qui les rémunèrent, elles partagent leur myopie sur les risques systémiques que font courir leurs activités. En outre, si les États-Unis devaient un jour faire défaut sur leur dette souveraine, c'est l'ensemble de l'économie mondiale qui s'écroulerait : dégrader la note américaine est absurde sans dégrader aussi celles de presque tous les autres pays du monde. Enfin, l'économie américaine s'organise essentiellement autour des hautes technologies, peu créatrices d'emplois, et des services à la personne, faiblement « productifs » par nature et conduisant dans des trappes à bas salaires [2]. Il est clair que les États-Unis ne seront pas capables de rembourser l'intégralité de leur dette publique avant longtemps autrement qu'en créant des dollars *ex nihilo*. Mais puisque la Réserve fédérale y est autorisée, Washington ne fera jamais officiellement défaut. La situation, connue depuis plusieurs années, ne justifiait aucunement que l'on dégradât la note. En réalité, cette décision participe du chantage orchestré par une partie des Républicains et du secteur bancaire pour contraindre l'administration Obama à mettre en place un programme d'austérité sans augmentation d'impôts. Barack Obama a malheureusement fini par y céder en signant, le 2 août dernier, le *Budget Control Act*, accord

* Gaël Giraud est jésuite, chercheur au Cnrs, École d'économie de Paris, et travaille pour le Ceras.

bancal sur le relèvement du plafond budgétaire. Il devient désormais probable qu'indépendamment de tout *krach*, les États-Unis basculent, et l'Europe avec, dans une trappe à liquidité déflationniste.

La trappe déflationniste

Le phénomène est bien connu. Le Japon a vécu, à partir de 1989, un scénario analogue à celui que nous traversons depuis 2007 : une bulle spéculative immobilière qui éclate, des actifs financiers qui s'effondrent et une économie en récession. La Banque centrale du Japon a tardé à y répondre par une politique monétaire expansionniste (la planche à billets) de sorte que, lorsqu'elle y a consenti, il était trop tard : les banques avaient cessé de prêter, les investisseurs, les entreprises et les ménages japonais cessé de croire à la possibilité d'une reprise rapide; le Japon est entré en déflation. Lente baisse des prix, stagnation du Pib, hausse du chômage... Depuis quinze ans, les gouvernements ont tenté en vain, par des plans de relance massifs, de sortir de cette spirale.

En 2008, Europe et États-Unis ont réagi beaucoup plus rapidement, à la fois par des plans de relance plus ou moins agressifs et par une politique monétaire très accommodante. À défaut d'une réelle reprise, du moins ne sommes-nous pas entrés en déflation. Mais à présent, les plans d'austérité nous menacent : restrictions budgétaires tous azimuts, baisse des salaires des fonctionnaires (donc de l'ensemble des classes moyennes), des retraites et des allocations... constituent la recette idéale pour plonger des économies fragiles dans la spirale déflationniste : les ménages augmentent leur épargne par crainte du lendemain, les entreprises reportent leurs investissements, les investisseurs placent leur argent au casino bancaire international. Du coup, les prix baissent et le cycle pessimiste repart de plus belle.

En France, les allocations familiales viennent d'être réduites cet été, un fonctionnaire sur deux n'est plus remplacé et les prix ont commencé à diminuer (-0,4 % en juillet), tandis que la croissance est en berne. Pourtant, nous avons été relativement épargnés par la folie des plans de rigueur, sans doute parce que les échéances électorales approchent. Il n'en va pas de même en Grèce, au Portugal, en Espagne et en Grande-Bretagne. La violence avec laquelle le gouvernement Cameron a entrepris le démantèlement du service public britannique laisse pantois. On peut comprendre que les émeutiers anglais, après s'être longtemps contenus par patriotisme, prennent à leur manière la suite des *indignados* espagnols et des grévistes grecs pour en dénoncer l'absurdité. La précipitation de certains responsables conservateurs à imposer ces plans n'est-elle pas due à un effet d'aubaine? Jamais, en temps normal, les citoyens européens n'eussent consenti de tels sacrifices. La crise de 2008 et, à présent, celle des dettes publiques, servent de prétexte à une liquidation des acquis sociaux de l'après-guerre.

Les réductions d'impôt sont le problème

À ceux qui affirment que l'état actuel des finances publiques des États européens est dû à des dépenses excessives [3], il faut demander : où sont les armées de fonctionnaires que nous aurions embauchés depuis dix ans? Les hausses de salaire extravagantes qui leur auraient été accordées? Les postes budgétaires qui ont eu les faveurs de cet argent prétendument jeté par la fenêtre? L'éducation? Les transports publics? Le logement social? Entre 1993 et 2007, la part des dépenses publiques dans le Pib a diminué en France, passant de 55 % à 52,3 % [4]. La part de l'État *stricto sensu* est même passée de 25,5 % à moins de 20 % du Pib, tandis que gonflait celle des collectivités locales, du fait de la décentralisation. Dans l'Union à 15, les dépenses publiques sont également stables depuis dix ans – au détriment de nos engagements de Lisbonne.

En vérité, la hausse des dettes publiques n'est pas due à l'explosion des dépenses, mais à l'érosion systématique des recettes fiscales. Celles de l'État représentaient 15,1 % du Pib en 2009, contre 22,5 % en 1982. L'arithmétique est simple, hélas : baisse des recettes, stagnation ou baisse des dépenses. Le sauvetage des banques en 2008-2009 et le coût du service de la dette ont fait le reste : en l'absence d'« effet boule de neige » [5], la dette publique française aurait représenté 43,8 % du Pib en 2008 au lieu de 67,4 % [6]. L'abolition des différentes niches fiscales consenties depuis 2000, en France, permettrait à l'État de récupérer 75 milliards d'euros chaque année. Autant d'argent qu'il ne serait pas nécessaire d'emprunter sur les marchés [7].

Restructurer les dettes publiques

Mettre en œuvre, à l'échelle européenne, un « big bang » fiscal qui compense la contre-révolution fiscale appliquée de manière systématique, depuis plus de dix ans, est donc indispensable. En France, il importe que les principales niches fiscales soient supprimées et que l'impôt sur le revenu redevienne progressif (il ne l'est plus depuis 2007). Mais la réforme fiscale ne suffira pas. Soyons lucides : les dettes publiques des États périphériques de la zone euro ne seront pas remboursées. Avec quelle industrie, quelle puissance commerciale la Grèce pourra-t-elle rembourser une dette qui excède 115 % de son Pib et qui, par l'effet « boule de neige », continuera d'empirer? Avec une récession de -5 % en 2010, il faudrait qu'elle puisse emprunter à des taux négatifs pour que sa dette n'augmente plus! Quant à la rigueur, elle promet d'accroître la récession du pays, la baisse des recettes fiscales et, finalement, le déficit public...

La construction de la zone euro reposait sur l'hypothèse que tous les pays parviendraient à converger vers le niveau de compétitivité de l'Allemagne. Or au bout de dix ans il n'y a pas eu de convergence. Elle est en fait impossible, les pays périphériques ne pouvant pas même dévaluer leur monnaie pour compenser leur défaut initial de compétitivité. Bien que leurs salariés (les Espagnols, par exemple) travaillent parfois davantage en moyenne qu'en Allemagne, ils ne peuvent pas rattraper leur principal concurrent. Où est donc la solution? Certainement pas dans la vente des actifs nationaux : Athènes a été contrainte de vendre une partie du port du Pirée pour une bouchée de pain. Pourquoi ne pas vendre le Parthénon? Ce type de privatisation se nomme spoliation.

La solution la moins mauvaise est de restructurer ces dettes. Ce serait un coup porté au secteur bancaire et à ceux dont l'épargne a été investie dans ces dettes publiques. Mais les plans de sauvetage que nous bricolons depuis 2010 ne font que repousser l'échéance : ces épargnants fortunés ont probablement déjà perdu en grande partie leurs capitaux. Qui, par ailleurs, porte la responsabilité de ces placements hasardeux, sinon les banques? Elles touchent de grasses rémunérations pour les risques qu'elles prétendent endosser. Leurs choix d'investissement étaient malheureux : c'est à elles d'en payer le prix. Non aux chômeurs athéniens.

Tôt ou tard devront également être annulées ou, au mieux, restructurées, un certain nombre de dettes privées. Depuis 2008, l'administration Obama a volé au secours du secteur bancaire sinistré mais, par comparaison, rien ou presque n'a été fait pour les ménages pauvres piégés par les crédits *subprime*. Aujourd'hui encore, 25 % des propriétaires immobiliers aux États-Unis possèdent une maison dont la valeur est inférieure à leur crédit immobilier. De 100 % du Pib en 2008, la dette privée américaine n'est descendue qu'à 90 % aujourd'hui. Les crédits des ménages pauvres doivent être restructurés au plus tôt. Non que leur consommation doive redevenir l'alpha et l'oméga du moteur keynésien de la croissance – les enjeux écologiques nous obligent à renoncer à l'impératif de croissance du Pib comme tel. Mais tout simplement pour permettre à ces ménages de survivre au cours des dix prochaines années et pour éviter le piège de la déflation.

Les dettes extravagantes des ménages et des entreprises américains, anglais, espagnols, irlandais, islandais..., contractées auprès des banques, se sont transformées en dettes publiques au cours des années 2008-2009 : devant la faillite des ménages et des entreprises par millions, les États ont logiquement, pour éviter le pire, pris sur eux ces dettes dans le geste même où ils renflouaient les banques. C'est particulièrement vrai en Espagne, dont les finances publiques étaient saines avant 2008. La dette publique représentait 38 % du Pib en 2007, et aujourd'hui encore elle n'excède pas 62 %. Conjugée à la faiblesse des recettes fiscales et à l'atonie de la croissance puis à la récession de 2009, la prise en charge publique des dettes privées a fait exploser celle des États.

Vers la faillite de la BCE?

Comment est-ce possible si les banques ont remboursé ce qu'elles avaient emprunté aux États? Les États n'ont pas simplement aidé les banques en leur prêtant des capitaux publics. Ils ont autorisé, fin 2008, un régime d'exception aux normes comptables internationales IAS qui permet aux banques de ne plus comptabiliser les pertes induites par le *krach* de 2008 à leur valeur de marché, mais à une valeur théorique facilement manipulable. De sorte que, depuis 2009, les bilans des banques sont en partie truqués. En témoignent les *stress tests* menés par la BCE en juillet 2010, passés avec succès par les banques irlandaises... qui étaient toutes en faillite à l'automne! Dès lors, comment savoir avec quel argent les banques (françaises, notamment) ont remboursé? Les États, par ailleurs, ont soutenu la BCE quand elle a accordé aux banques privées des facilités de paiement que les traités ne l'autorisent même pas à accorder aux États. La BCE a notamment accepté de prendre en collatéral des actifs dégradés pour soulager les banques privées. Elle leur a accordé (et leur accorde encore) des prêts à un taux inférieur à 1 %, prêts dont les économies réelles eussent été heureuses de bénéficier!

Quel usage les banques privées en ont-elles fait? Elles ont comblé les trous noirs creusés dans leurs bilans par les actifs *subprime* (qu'elles détiennent toujours!), prêté aux États à des taux supérieurs à celui auquel elles avaient emprunté (15 % pour la Grèce), joué de nouveau sur les marchés financiers (alimentant ainsi la bulle spéculative sur les matières premières), spéculé sur les dettes publiques grâce aux CDS [8] et se sont octroyé primes et bonus.

Une autre réponse de la part des autorités publiques est-elle possible? Celle qu'ont choisie la Grande-Bretagne et l'Islande : nationaliser les banques en faillite. Faute de prendre cette décision politique forte, nous avons laissé ces mêmes banques exiger des États des taux de plus en plus élevés. Pourtant, la nationalisation permettrait, encore aujourd'hui, de régler une grande partie du « problème » des dettes publiques européennes (qui, on l'a compris, est d'abord un problème de dettes privées) en annulant la part dont nos banques sont créancières tout en sécurisant les dépôts des petits épargnants. Nationaliser n'est pas un but en soi : dans la mesure où l'octroi de crédit à une économie est un service public, on pourrait imaginer que les banques fassent l'objet de délégations de service public. Mais à court terme, on ne voit guère comment annuler une partie significative des dettes en question sans, par là même, faire sombrer le secteur bancaire privé européen. Que faire, fût-ce à titre provisoire, sinon nationaliser?

Les capitaux propres de la BCE (environ 75 milliards d'euros) sont abondés par les États. En quittant son poste de président, Jean-Claude Trichet pourrait laisser la Banque centrale au bord de la faillite. Si la Grèce décidait une décote de 50 % sur sa dette, la BCE, qui détient au moins 150 milliards d'euros de cette dette, perdrait l'équivalent de ses capitaux propres. Ce serait aux États de la zone euro de la renflouer. Ce qui fait d'elle, finalement, une administration quasi-budgétaire, à rebours de la doxa qui la voudrait absolument indépendante du politique. Ce ne serait pas le moindre des paradoxes qu'elle ait à demander l'aide des États, alors qu'elle seule dispose du pouvoir de création monétaire. Depuis la création de l'euro, les États européens le lui ont abandonné. Mais la BCE se révèle entièrement inféodée aux banques privées. A-t-elle volé au secours des pays en difficulté? En aidant la Grèce ou l'Irlande, ce sont avant tout les banques détentrices de titres de dette grecque ou irlandaise qu'elle secourt : pourquoi, sinon, n'avoir consenti que des prêts à 6 % à l'Irlande (5,2 % à la Grèce en mai 2010) au moment où elle prêtait aux banques à 1 %? Pourquoi s'est-elle si farouchement opposée, en juillet dernier, à ce que les créanciers privés fussent impliqués dans l'effort de refinancement des pays en difficulté?

Lorsque la BCE, menacée de faillite, demandera aux États (déjà surendettés) de la recapitaliser, il faudra que chacun se décide : ou la contraindre à monétiser les dettes publiques par la planche à euros (ce qui ne coûtera rien au contribuable), ou sortir de la zone euro pour récupérer son pouvoir de création monétaire afin de faire face à ses propres obligations. La première issue provoquera-t-elle de l'inflation? Ce serait un mal souhaitable : le signe que nous échappons à la trappe déflationniste et le meilleur moyen d'alléger les dettes. Gageons que ce moindre mal sera choisi lorsque l'Espagne et l'Italie menaceront de faire défaut à leur tour...

Notes

1. L'intervention du FMI fait de Washington un acteur crucial pour l'avenir de la zone euro.
2. Cf. Patrick Artus et Marie-Paule Virard, *Est-il trop tard pour sauver l'Amérique?*, La Découverte, 2009.
3. Par exemple Michel Pébereau, « Rompre avec la facilité de la dette publique », La Documentation française, 2005.
4. Projet de loi de finances pour 2010, « Rapport sur la dépense publique et son évolution ».
5. C'est-à-dire si les taux auxquels nous avons emprunté n'avaient jamais été supérieurs au taux de croissance.
6. Muriel Pucci et Bruno Tinel, « Réductions d'impôt et dettes publiques : un lien à ne pas occulter », Centre d'économie de la Sorbonne, document de travail, 2010.
7. En somme, les réductions d'impôts bénéficient doublement aux hauts revenus : une première fois parce que leur épargne n'est pas ou peu taxée; une seconde parce que l'État leur emprunte cette épargne à des taux qui peuvent devenir usuraires (c'est déjà le cas pour les pays en difficulté, ce le sera bientôt pour la France).
8. *Credit Default Swap* qui permettent aux banques de faire du profit en cas de défaut souverain d'un État.