

## Commentaires sur le projet de restructuration portugaise

27 octobre par [Daniel Munevar](#)



L'objet du présent article est de discuter des principaux points de la récente proposition présentée par un groupe d'économistes portugais [1]. Les auteurs ont présenté un « Programme durable » (PD) visant à résorber le surendettement plombant à la fois le secteur public et le secteur bancaire.

La principale contribution du document est en effet d'attaquer de front le tabou qui entoure toutes les discussions relatives à l'allègement de la [dette](#) dans le secteur public : toute tentative menant à réduire les niveaux de dette dans le secteur public européen sapera directement la solvabilité du secteur bancaire. Dès lors, pour discuter sérieusement des mesures qui conduiraient à une solution durable et progressive de la crise de la dette européenne, il convient de s'attaquer au rapport qui existe dans la plupart des pays du continent entre l'État souverain et les banques [2]. Le PD engage cette discussion et présente un ensemble de propositions intéressantes qui relient les questions de la dette publique et de la solvabilité du secteur bancaire. Cet article donnera tout d'abord une vue d'ensemble de la proposition, puis s'attachera à mettre en évidence plusieurs questions controversées qu'elle recèle, et se conclura par quelques commentaires.

La proposition principale du PD consiste en une restructuration de la dette publique du Portugal par une conversion de la dette. La totalité de la dette du secteur public du pays (y compris celle des administrations locales et régionales) serait remplacée par une nouvelle série d'[obligations](#) dont la valeur nominale serait égale à la dette en cours. La différence essentielle entre les anciennes et les nouvelles obligations serait que ces dernières auraient un taux d'intérêt fixe de 1 % avec une échéance de 40 années. D'une part, la réduction du taux d'intérêt constituerait un allègement fiscal et budgétaire considérable. En effet, un taux d'intérêt plus faible implique un objectif d'excédent primaire moindre pour stabiliser la dette. En d'autres termes, elle apporterait un répit vis-à-vis des mesures d'austérité. D'autre part, l'allongement de l'échéance des obligations éliminerait les pressions financières liées au refinancement de la dette à court terme. En effet, avec les nouvelles obligations, le

processus d'amortissement du capital ne débiterait qu'en 2045. Ainsi, à moins que le pays ne contracte une nouvelle dette, le gouvernement serait à l'abri des pressions du marché pendant 3 décennies.

En outre, pour limiter l'impact du PD sur les institutions financières, le programme prévoit un mécanisme de recapitalisation pour assurer leur solvabilité. Tout d'abord, les pertes subies par les banques portugaises sur leur portefeuille de dette publique seraient transférées aux actionnaires et aux créanciers non garantis, éliminant ainsi les prétentions de ces derniers sur les banques. Ensuite, une contribution de 10 % serait imposée à tous les déposants afin de financer un fond public de garantie qui serait chargé de protéger les déposants disposant de comptes bancaires affichant un solde inférieur à 100 000 euros. Enfin, 24 % des **créances** restantes de la banque, y compris celles des déposants, des créanciers garantis et l'ensemble des créances du fonds de garantie seraient converties en actions bancaires. Le fond de garantie finirait ainsi par contrôler 36,4 % des institutions restructurées, alors que les déposants et les créanciers garantis recevraient 44 % des parts. Il est important de souligner que tout au long de ce processus, seuls les déposants dont les comptes bancaires abritent moins de 100 000 euros bénéficieraient d'une pleine protection, alors que la majeure partie des pertes serait imputée aux actionnaires actuels et aux créanciers non garantis. Ainsi, l'essentiel de cette proposition est qu'en échangeant les dépôts et les crédits contre des actions, ce mécanisme assure que les anciens créanciers aient un intérêt direct à veiller au maintien de la stabilité des banques restructurées. En impliquant les créanciers privés des banques, le PD réduit au minimum le recours à des fonds publics supplémentaires pour renflouer les banques.

Cette brève présentation montre clairement que la proposition s'appuie sur de solides atouts, puisqu'elle s'attaque simultanément aux questions de la dette publique et de la solvabilité du secteur bancaire. Il convient néanmoins de souligner au moins quatre écueils. Tout d'abord, le PD ne remet pas en question la légalité et la légitimité de la dette publique. "le PD ne remet pas en question la légalité et la légitimité de la dette publique " Il prend les niveaux d'endettement actuels comme une donnée et ferme donc la porte au débat relatif aux origines et à l'évolution de la dette publique. Il s'agit là d'une piste dangereuse à suivre, car elle donne du crédit à l'approche moraliste de la crise de la dette adoptée par les autorités européennes, qui ne voient dans la crise de la dette que le résultat de la débauche, de la corruption et de l'inefficacité du secteur public dans les pays périphériques de l'Union européenne. Selon cette approche, ces pays sont donc tenus de rembourser intégralement leur dette.

À y regarder de plus près, ce type d'argument se révèle complètement absurde. Dans le cas précis du Portugal, la dette publique du pays est passée de 51 % du PIB en 1999 à 68 % en 2007 |3|. La dette du secteur privé (hors secteur financier), quant à elle, a augmenté de plus de 70 points en pourcentage du PIB sur la même période |4|. Avant la crise, les banques européennes accordaient avec joie des prêts aux banques portugaises, qui à leur tour accordaient massivement des prêts qui alimentaient la croissance économique. Cette situation a pris fin en 2008, et c'est le gouvernement qui a dû intervenir pour stabiliser l'économie et le système bancaire. C'est alors que la dette publique s'est envolée, passant de 68 % du PIB en 2007 à 128 % du PIB en 2013 |5|. Même si les autorités portugaises étaient conscientes des risques associés à l'accroissement de l'endettement privé, elles n'auraient rien pu faire pour s'en prémunir du fait des réglementations européennes.

À la lumière de cette situation, l'argument moraliste en faveur du remboursement total de la dette s'écroule. Par exemple, entre 2010 et 2012, la dette publique du Portugal a augmenté de 13,4 points en pourcentage du PIB en raison des charges exceptionnelles associées aux plans de sauvetage des banques |6|. La question de savoir si l'utilisation de fonds publics pour venir en aide aux entités privées était la meilleure, voire la seule solution possible, resterait sans réponse si l'approche proposée par le PD était adoptée. En outre, le Portugal a reçu 78 milliards d'euros par l'intermédiaire du programme de sauvetage de l'Union européenne. La légalité et la légitimité de l'imposition de mesures d'austérité, comme condition pour recevoir les fonds de sauvetage, alors qu'elles sapent les droits fondamentaux de la population, sont de plus en plus remis en question. Sans débat sur les origines de la crise de la dette, la destruction de l'Etat providence en Europe au nom de la responsabilité fiscale et la stratégie relative à la compétitivité de l'Union européenne d'ici à 2020 se poursuivront, sans contestation. Une fois de plus, le PD n'aborde pas ces questions fondamentales. S'il était appliqué, cela forcerait le secteur public, et par extension l'ensemble de la société, à payer des dettes insoutenables d'origine douteuse.

Le deuxième problème de la proposition du PD se rapporte à la définition technique utilisée dans le texte pour les critères de la dette de Maastricht. Les auteurs commettent une erreur importante lorsqu'ils évaluent la valeur actuelle nette de la dette selon le critère de Maastricht. Comme l'a décrit le **FMI**, le critère de Maastricht est

clairement défini comme « la dette publique brute à la valeur nominale à la fin de l'année » [7]. Cela pourrait passer pour une différence mineure, mais la définition de ce qu'est la mesure appropriée de la dette publique est d'une importance capitale. La mesure utilisée par les auteurs du PD suppose de calculer la valeur de la somme de tous les services de la dette à venir sur la dette existante, réduits d'un taux d'intérêt donné. C'est une méthode traditionnellement utilisée pour calculer le poids effectif de la dette d'un pays. Le problème avec cette approche est qu'elle rend le résultat extrêmement dépendant au taux de réduction déterminé. Mais étant donnée l'incertitude associée au comportement des taux d'intérêt, notamment sur de très longues périodes, cette approche est loin d'être idéale pour calculer la dette. C'est la raison pour laquelle le FMI a fixé comme critère fondamental de mesure de la dette, la valeur nominale de la dette en cours, car il s'agit d'une variable observable et quantifiable. C'est pourquoi la valeur nominale de la dette brute est la norme sur laquelle la plupart des réglementations européennes relatives à la dette publique sont fondées.

Cela peut paraître complexe, mais cet élément est en fait capital. Le PD se fonde sur une réduction de la valeur actuelle nette de la dette afin de la rendre tenable. Comme expliqué ci-dessus, cette approche présente des avantages certains. Néanmoins, la valeur nominale de la dette publique resterait exactement la même. C'est la raison pour laquelle le Portugal ou tout autre pays de l'Union européenne qui emprunterait cette voie demeurerait en infraction vis-à-vis du traité de Maastricht, et ainsi soumis à la mise en œuvre complète de la procédure pour déficit excessif (PDE). Comme l'explique l'UE : « aux fins de la PDE, la dette est mesurée à sa valeur nominale. Cela signifie que tout changement de la valeur sur le marché (ou de la valeur nette actuelle) des instruments de dette émis ne modifie en rien le niveau de la dette pour la PDE. Seuls les changements de la valeur nominale de la dette ont un impact sur le montant de la dette pour la PDE. La règle d'écriture comptable du SEC 95 (Système européen de comptabilité, adopté en 1995) reflète tout changement de la valeur marchande de la dette dans un soi-disant « compte de réévaluation », qui se trouve hors du déficit/surplus de la PDE. Par conséquent, un déficit/surplus selon la PDE n'est pas influencé par un changement de la valeur de la dette sur le marché (ou de la valeur actuelle nette) » [8].

En d'autres termes, sans un changement des réglementations de l'UE concernant la définition de la dette et des critères utilisés pour mettre en œuvre les contrôles fiscaux, un pays pourrait toujours se voir forcé d'appliquer des mesures d'austérité. Cela serait le cas même si le poids de sa dette avait été réduit via la conversion de dette proposée par le PD. Ce serait une victoire sans les bénéfices, car il ne serait pas possible d'utiliser une réduction des paiements des intérêts pour financer des politiques anticycliques en vue de relancer la croissance et d'alléger la crise humanitaire provoquée par les mesures d'austérité.

En outre, il est clair que toute solution au problème de la dette doit avoir pour objectif de restaurer à la fois la croissance de manière durable sur le plan fiscal et de rétablir l'équilibre de la balance courante. La solution idéale à ces deux problèmes, d'un point de vue économique, serait un système européen de transferts fiscaux, ce qui n'est évidemment pas politiquement viable pour le moment. Sans cela, la meilleure solution serait d'autoriser les pays à viser, dans un scénario de restructuration post-dette, un solde primaire qui stabiliserait la dette. Les faibles taux d'intérêt envisagés au sein du PD permettraient aux pays d'utiliser des ressources précédemment utilisées pour payer les intérêts de la dette dans des politiques anticycliques qui restaureraient la croissance sans un accroissement supplémentaire de la dette publique. Ainsi, pour que la proposition fonctionne, la réduction des taux d'intérêt et l'allongement des échéances doivent aller de pair avec une révision de la PDE qui autorise aux pays de réduire leur **excédent principal**. Cela dit, l'écart actuel de production [9] dans la plupart des pays de la zone euro montre que même un accroissement de la dépense publique de 3-4 % du PIB (facilitée par le PD) ne serait pas suffisant pour reconquérir le terrain perdu depuis la crise.

Le troisième point qu'il convient de soulever concernant le PD se rapporte aux conflits qui ne manqueront pas d'apparaître lors d'une restructuration de la dette, quel que soit son ampleur. Dans le contexte actuel, il est extrêmement peu probable que les créanciers privés ou multilatéraux accordent des conditions généreuses (un taux d'intérêt à 1 % pendant 40 ans et aucun amortissement pendant 30 ans) telles que celles qui sont utilisées dans le scénario du PD. Les négociations actuellement en cours entre le gouvernement de Syriza en Grèce et l'UE démontrent clairement que les pays débiteurs peuvent difficilement attendre une quelconque concession de la part de leurs créanciers. Dès lors, si un conflit entre débiteurs et créanciers est inévitable, pourquoi ne pas viser une approche plus directe pour aborder la question de la dette ? Il semble que face au refus des créanciers de reconnaître que les objectifs d'excédents primaires requis pour rembourser la dette sont à l'évidence hors de



portée, les pays seraient plus inspirés de se préparer à entreprendre des mesures unilatérales en exerçant pleinement leurs droits souverains. L'organisation d'un audit de la dette, comme l'a récemment annoncé le Parlement grec, est probablement l'une des meilleures mesures possibles à cet égard. Un audit de la dette permettrait d'ouvrir un débat public concernant les origines, la légalité et la légitimité de la dette. Sur la base des résultats d'un audit, un pays peut ainsi développer les arguments juridiques nécessaires pour refuser le paiement d'une dette contractée sur des bases illégales ou illégitimes. "Un audit de la dette permettrait d'ouvrir un débat public concernant les origines, la légalité et la légitimité de la dette. Sur la base des résultats d'un audit, un pays peut ainsi développer les arguments juridiques nécessaires pour refuser le paiement d'une dette contractée sur des bases illégales ou illégitimes."

Outre l'avantage d'un débat public, un audit de la dette qui conduirait à une réduction substantielle de sa valeur nominale aurait l'avantage supplémentaire d'en réduire la valeur actuelle nette, comme le prévoit le PD. Comme Michael Pettis l'a souligné récemment « la valeur nominale et la structure de la dette comptent, et pas seulement pour des raisons accessoires. Ce sont elles qui déterminent, dans une large mesure la manière dont les producteurs, les travailleurs, les décideurs, les épargnants et les créanciers modifient leur comportement pour, soit raviver la croissance, soit en plomber la valeur. Les incitations doivent être correctement appliquées, c'est-à-dire qu'il doit être dans l'intérêt de toutes les parties prenantes de maximiser la valeur ». [10] Cela signifie, entre autres, que sans une réduction de la valeur nominale de la dette, cette question demeurera une épée de Damoclès menaçant l'avenir du pays. Sans une politique fiscale crédible, une gestion adaptée des flux de capitaux et du solde de la balance courante, entre autres éléments macroéconomiques, la possibilité de tracer un chemin durable vers la croissance restera incertaine. Cela dissuaderait une réactivation de l'investissement public et donc de la croissance requise pour rembourser la dette par la suite. Devant un tel casse-tête, et dans un contexte où le conflit est inévitable, les pays feraient mieux d'adopter des approches alternatives qui résoudraient directement le problème de la dette.

La quatrième question importante concerne le but et les objectifs du système bancaire. Le mécanisme de résolution envisagé par le PD assure la solvabilité du secteur bancaire mais ne traite pas les causes des problèmes actuels. Tel quel, ce processus vise exclusivement à réduire le **passif** du secteur bancaire et à assurer sa solvabilité. Même si le mécanisme de résolution accorderait au secteur public une participation de contrôle de 36 % sur les institutions restructurées, cela ne serait pas suffisant pour garantir un alignement de leurs objectifs sur l'intérêt général. L'une des leçons les plus frappantes de la crise financière est qu'il n'est tout simplement pas possible de se fier seulement aux mécanismes du marché pour assurer que le système bancaire remplisse son rôle de régulateur efficace d'attribution de l'épargne et de l'investissement. Sans un profond changement du fonctionnement de la finance, la crise actuelle se répétera inévitablement. Les banques réattribueront des fonds aux bulles immobilières ou à d'autres investissements socialement improductifs, tout en excluant les PME et les petites communautés.

C'est pourquoi une sortie complète de la crise actuelle requiert non seulement une solution progressive au problème de la dette publique, mais aussi une réforme complète du secteur financier. Restructurer le passif des institutions financières pour assurer leur solvabilité, sans changer leur structure de direction, leurs incitations et leurs objectifs, serait une erreur. Le financement des activités productives est un composant fondamental du bon fonctionnement d'une économie moderne, il est donc trop important pour être laissé à la merci du marché. La restructuration du système financier telle que proposée par le PD devrait être complétée par un ensemble d'autres politiques supplémentaires. Un bon postulat de départ consisterait à considérer la banque comme un service public. Cela signifie, comme c'est le cas pour d'autres services publics de base tels que la l'eau ou l'électricité, qu'il convient de soumettre la finance (en tout cas la **banque d'investissement**) [11] à des réglementations strictes, voire, mais pas nécessairement, de la transférer aux mains du secteur public, de manière à assurer la disponibilité du crédit pour des objectifs productifs. Du fait de la forte exposition du secteur public à l'égard du secteur bancaire, par le biais de **garanties** explicites, il n'est pas envisageable d'assumer des risques supplémentaires sans contraindre la finance à se soustraire à l'intérêt général. Malgré ces imperfections, le PD constitue un apport bienvenu au débat relatif aux solutions progressistes à la crise de la dette. Par exemple, il est particulièrement intéressant qu'il protège les petits épargnants, qui ont placé leurs économies dans la dette publique et dans des **fonds de pension**. Comme les auteurs l'expliquent de manière détaillée, accorder une importance particulière à ce type de créanciers créera des problèmes juridiques considérables dans le processus de restructuration de la dette. Les fonds vautours et les autres investisseurs pourraient prétendre qu'ils sont victimes de discrimination et,

comme cela fut le cas en Argentine, ils pourraient utiliser les réglementations étrangères pour exiger le remboursement complet de leurs créances. Le PD résout ce problème par l'utilisation de clauses d'action collectives qui forcent les autres créanciers à s'accommoder de conditions moins favorables, tout en protégeant les petits épargnants. Dans l'ensemble, il est clair que la crise exige des forces politiques progressistes d'Europe qu'elles commencent à développer des propositions politiques bien définies qui abordent de manière réaliste les interconnexions de questions fondamentales telles que celles entre la dette publique et le système bancaire. Le PD constitue un bon point de départ sur lequel il est possible de construire.

## Notes

[1] Les auteurs de la proposition sont Ricardo Cabral, Francisco Louça, Eugenia Pires et Pedro Nuno Santos, sous l'égide de l'Institute of Public Policy Thomas Jefferson - Correia da Serra. Le document complet se trouve à l'adresse suivante : <http://www.ipp-jcs.org/wpcontent/up...> pour restructurer la dette publique du Portugal.

[2] La principale exception étant la Grèce. Les conditions généreuses accordées aux créanciers lors de la restructuration de la dette en 2012 ont transféré les risques relatifs à la dette publique grecque des banques européennes au secteur public européen. Le lien entre l'État souverain et les banques a été rompu.

[3] Portuguese Public Finance Council. (2013). Public Debt in Portugal. Ce document peut être consulté à l'adresse suivante : <http://www.cfp.pt/wp-content/uploads/2013/11/CFP-APT-01-2013-EN.pdf>

[4] Bornhorst, F., & Ruiz, M. (2013). Private deleveraging in the Eurozone. Ce document peut être consulté à l'adresse suivante : <http://www.voxeu.org/article/privat...>

[5] Op. Cit. 3

[6] Ibid.

[7] FMI. (2013). Public Sector Debt Statistics : Guide For Compilers And Users. (IMF, Ed.). Ce document peut être consulté à l'adresse suivante : <http://www.tffs.org/pdf/method/2013...>

[8] Commission européenne (2012). The Impact On Eu Governments' Deficit And Debt Of The Decisions Taken In The 2011-2012 European Summits. Consulté le 14 mars 2015 à l'adresse suivante : <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/2041357/Note-on-statistical-implications-of-summits-updated-12-A.pdf/5eacaf1a-30f348e0-81e3-ba14a77b5d7b>

[9] Cet écart représente la différence entre le niveau de production réel et le niveau que pourrait atteindre l'économie si les ressources physiques et humaines étaient utilisées à leur pleine capacité (sans plus).

[10] Pettis, M. (2015). Syriza and the French indemnity of 1871-73. Consulté le 14 mars 2015, à l'adresse suivante : <http://blog.mpettis.com/2015/02/syriza-and-the-french-indemnity-of-1871-73/>

[11] Dans une perspective identique à celle défendue par John Kay, qui préconise un système bancaire restreint, notamment par la séparation des fonctions de banque de dépôt et de banque d'affaire. La première serait pleinement garantie par le gouvernement, la seconde, non.

## Auteur



Daniel Munevar

est un économiste post-keynésien de 30 ans originaire de Bogotá, en Colombie. De mars à juillet 2015, il a travaillé comme assistant de l'ancien ministre des finances grec, Yanis Varoufakis ; il le conseillait en matière de politique budgétaire et de soutenabilité de la dette. Auparavant, il était conseiller au Ministère des Finances de Colombie et conseiller spécial pour les



investissements directs à l'étranger auprès du Ministère des Affaires étrangères de l'Équateur. C'est une des figures marquantes dans l'étude de la dette publique en Amérique latine. Il est membre du CADTM AYNA.