

Le roi est nu Seule une décote de la dette permettra de résoudre la crise

Daniel Stelter

L'endettement des pays occidentaux a plus que doublé ces trente dernières années. Nous commençons à nous rendre compte que nous sommes arrivés au bout de cette spirale et que l'augmentation permanente de la dette doit être stoppée. Il n'existe aucune solution indolore et toute attente supplémentaire ne fera qu'aggraver le mal. Les responsables politiques doivent aborder le problème avec courage. Une forte hausse de l'inflation et des effacements de dettes sont à envisager.

Dans le conte de Hans Christian Andersen *Le roi est nu*, aucun de ses ministres n'ose dire au roi qu'en réalité, il est nu. Seul un enfant proclame la vérité, provoquant l'effondrement de tout un édifice de mensonges. Le monde occidental est aujourd'hui dans la même situation de dépouillement que le roi d'Andersen et refuse, comme lui et sa cour, de voir les choses telles qu'elles sont.

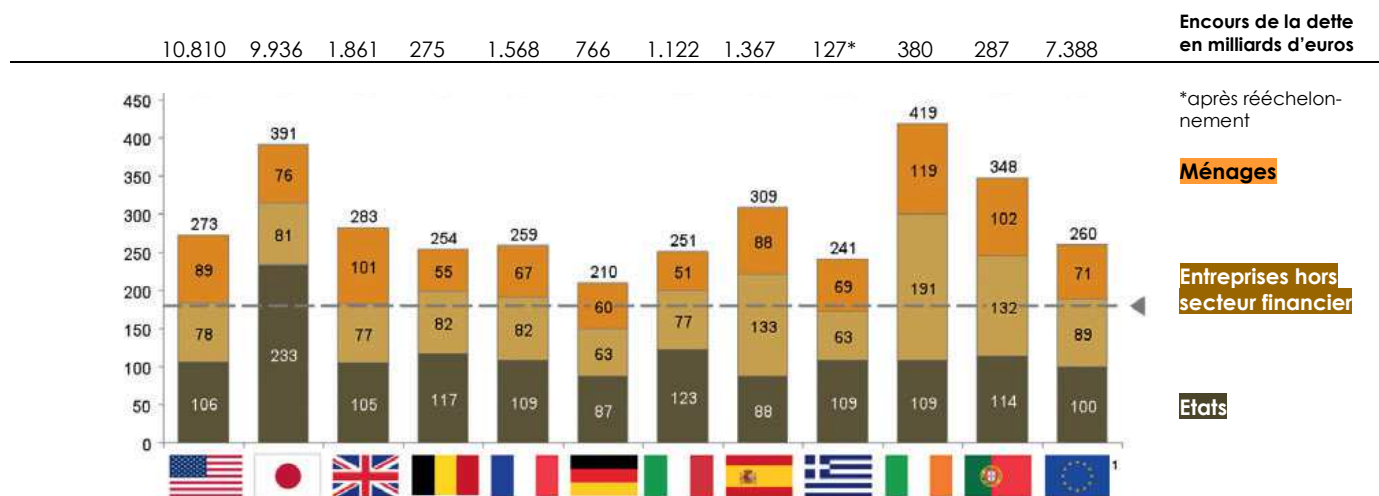
Daniel Stelter exerce à titre indépendant l'activité de conseil en entreprises. De 1990 à l'été 2013, il a exercé des responsabilités auprès de la société Boston Consulting Group.

Depuis 1980, l'endettement des Etats occidentaux a plus que doublé. La dette cumulée des Etats, des entreprises hors secteur financier et des ménages est passée de 160 % du PIB en 1980 à plus de 320 aujourd'hui. La crise économique et financière n'a fait qu'accélérer le phénomène car les gouvernements des principales puissances économiques, craignant l'effondrement général du système, ont réagi à un endettement excessif en s'endettant plus lourdement encore (cf. ill. 1).

Or nous ne sommes pas seulement en situation de crise des dettes souveraines ; c'est bien de surendettement d'une grande partie du monde occidental qu'il faut parler. Parmi ces dettes, beaucoup ne pourront pas être honorées dans les règles, leurs détenteurs n'étant pas en capacité de le faire.

Illustration 1: Le roi est nu!

Dettes (en % du PIB)



1. Total engagements zone euro

Remarque : données de l'année 2011

Dettes totale non consolidée des Etats, ménages et entreprises hors secteur financier (crédits uniquement) au prix du marché (sauf Belgique, les dettes des entreprises hors secteur financier y étant consolidées).

Source : Eurostat, Federal Reserve, Thomson Reuters, Datastream, BCG Analyse

On pourrait rétorquer avec optimisme que les débiteurs détiennent des avoirs à hauteur de leur endettement. Il est vrai que la dette de nombreux pays résulte notamment du boom immobilier qu'ils ont vécu auparavant et que certains Etats – l'Italie est citée à juste titre à ce propos – sont à la tête d'un patrimoine considérable. De récentes études montrent toutefois qu'on ne peut totalement dissocier patrimoine et revenu. En moyenne à long terme, la valeur des avoirs détenus se situe entre 400 et 600 % du produit intérieur brut. Or certains Etats connaissent un niveau d'endettement très proche de ce seuil. Pour d'autres, la vente des biens patrimoniaux se traduirait par une perte de valeurs et n'aboutirait finalement qu'à un transfert de dette : l'Etat qui aurait perdu une partie de sa dette se trouverait face à un secteur privé plus endetté.

Nous devons tout faire pour casser la dynamique d'un endettement en augmentation de plus en plus rapide. En théorie, 4 options sont possibles :

Economiser et rembourser

L'idée de faire des économies et de rembourser semble tomber sous le sens, mais s'avère irréalisable. Ce qui serait faisable pour un ménage, une entreprise ou un Etat

isolé n'offre malheureusement guère de perspective lorsque la moitié de la planète tente de faire la même chose en même temps, car seule une balance commerciale excédentaire permet une réduction simultanée de la dette publique et de la dette privée. Cela suppose un certain niveau de compétitivité en même temps que l'acceptation de certains déficits par les Etats jusque-là excédentaires. Ces deux conditions n'étant pas réunies, les politiques d'austérité ont pour effet de renforcer la crise : plus on se serre la ceinture, plus l'économie souffre.

En Europe, l'euro complique encore les ajustements. Dans un système de taux de change libres, la monnaie concernée serait dévaluée, avec pour effet de réduire les importations et de favoriser les exportations. L'euro oblige au contraire à opérer une dévaluation dite « interne », autrement dit des réductions de coûts nominales via la baisse des salaires, avec pour effet une explosion du chômage et des dépenses sociales et une difficulté supplémentaire à rembourser la dette. Une dangereuse spirale dette/déflation comme celle de la grande crise des années 1930 pourrait en résulter.

Sortir des difficultés par la croissance

S'en sortir par le haut serait évidemment la solution la plus agréable. Peu d'indices vont malheureusement dans ce sens. Nous faisons de moins en moins d'enfants, nous les formons plutôt mal, comme le montrent les études comparatives internationales, et nous n'investissons pas suffisamment dans l'infrastructure et la technologie. Qui plus est, notre niveau d'endettement réduit de plus en plus l'effet induit de tout nouvel emprunt : dans les années 1950, un dollar de déficit budgétaire en plus entraînait environ 60 cents de PIB supplémentaires. On est tombé aujourd'hui à environ 10 cents. Ceci rend impossible toute sortie par la croissance.

La dévaluation par l'inflation

La dévaluation par l'inflation serait une troisième option. Certains responsables politiques – dans les Etats en crise surtout – mais aussi le FMI et les banques centrales n'hésitent plus aujourd'hui à demander qu'on laisse se développer une inflation modérée, ce qui serait une façon de dévaluer la dette (et les créances !) avec élégance. Cette méthode s'appelle en anglais moderne *financial repression* et consiste à maintenir durablement le niveau des taux d'intérêt en dessous du taux de croissance de l'économie (taux réel négatif).

Des calculs que j'ai réalisés par ailleurs¹ montrent toutefois que pour produire un tel effet, la différence entre taux d'intérêt et croissance devrait être considérable. Même en envisageant l'hypothèse extrême d'un taux réel négatif de 5%, il faudrait 20 ans à l'Irlande pour ramener sa dette à un niveau soutenable. Le risque existe en outre que l'inflation, dès lors qu'elle serait tolérée, ne reste pas à un niveau modeste ; or notre système financier repose uniquement sur la confiance des populations dans le fait que l'argent qu'elles perçoivent aujourd'hui aura encore de la valeur demain. L'inflation est de plus l'impôt le plus injuste socialement.

L'effacement de la dette

Reste la quatrième hypothèse, le seul scénario réaliste : l'énorme charge de la dette doit être réduite par une décote. Il ne s'agit pas,

pour qu'elle porte ses fruits, de réduire à zéro la totalité de l'encours. Il suffirait qu'après restructuration, la dette totale de chaque pays se situe à un niveau durablement soutenable. Mais où le situer ?

Une possibilité serait de se référer aux critères de Maastricht : un taux d'intérêt moyen fixé à 5% donnerait, avec un endettement à hauteur de 60 % du budget de l'Etat, un montant d'intérêt de 3 % du produit intérieur brut (5 sur 100 = 5 %, de même 3 sur 60). Si l'économie croît de 3 % par an, l'Etat peut emprunter chaque année l'argent nécessaire au paiement des taux d'intérêt tout en conservant un taux d'endettement stable. La dette et le produit social augmentent au même rythme.

Ce qui vaut pour l'Etat vaut de la même façon pour les entreprises et les ménages. Au total, un taux d'endettement de 180 % pour l'ensemble d'une économie apparaît donc soutenable à long terme. Tout ce qui viendrait en plus serait donc supportable à court terme mais pas dans la durée. Le poids de la dette ne doit pas nécessairement se répartir à égalité entre les trois secteurs : un Etat très endetté peut en effet se procurer de l'argent auprès d'un secteur privé moins endetté (un mot-clef : « fiscalité »). Appliqué à la situation actuelle de la dette, ce principe met en lumière l'énormité des difficultés actuelles : l'encours de la dette de la zone euro s'élève à 7 400 milliards d'euros et celui des Etats-Unis à 8 500 milliards d'euros – et il augmente chaque jour ! On peut certainement discuter du plafond de 180 %, mais même un objectif d'endettement à 220 % nécessiterait de restructurer à hauteur de 3 900 milliards d'euros aux Etats-Unis et de 3 600 milliards d'euros dans la zone euro.

Ces effacements de dettes devraient impérativement entraîner un allègement de dette réel pour les débiteurs et non de simples corrections aux bilans des créanciers. Seul un véritable allègement de dette et donc la fin du douloureux processus de désendettement peuvent ouvrir la voie à un retour de la croissance. Des annulations de dette supérieures à 7 000 milliards d'euros auraient un impact considérable sur les créanciers. Les pertes dépasseraient les fonds propres du secteur bancaire, ce qui le placerait globalement en situation d'insolvabilité. Les compagnies d'assurance subiraient elles aussi des pertes colossales.

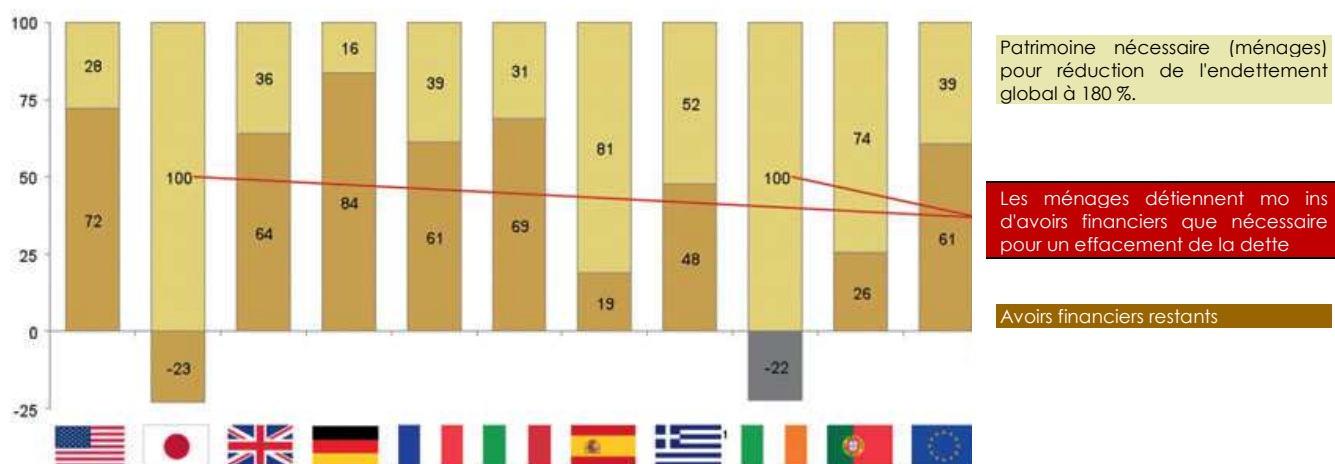
¹ Daniel Stelter et al. „Die Billionen-Schuldenbombe“ (La dette: une bombe à plusieurs milliers de milliards). Comment la crise a commencé et pourquoi elle est encore loin d'être finie, Weinheim 2013.

Un effacement organisé de la dette doit par conséquent organiser la répartition de la charge entre les créanciers. La seule possibilité consisterait à taxer en conséquence les avoirs du secteur privé. Nombreux sont les responsables politiques à estimer qu'une taxe sur le patrimoine financier serait la solution la plus équitable. Elle montrerait en tous cas que les placements financiers (comptes, emprunts, assurances-vie, plans de retraite,

etc.) ne sont pas des valeurs aussi sûres que l'imaginent leurs détenteurs car les emprunteurs (Etats, ménages et entreprises) peuvent être dans l'incapacité d'honorer leurs obligations. Le graphique «La nécessaire taxation du patrimoine financier » montre à quel niveau un prélèvement obligatoire exceptionnel unique sur le capital devrait se situer pour dégager les fonds nécessaires à une restructuration organisée (cf. ill. 2).

Illustration 2 : La nécessaire taxation des avoirs financiers

Taxe sur le capital (en%)



1. Après effacement de la dette, avant rachat de dette
 Remarque : données de 2011 ; les dettes correspondent à l'ensemble des engagements non consolidés des secteurs aux prix du marché (pour les entreprises : crédits seulement).

Source : Eurostat, banques centrales des Etats, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

Dans la plupart des pays, une décote de 16 à 40 % (!) serait nécessaire pour couvrir le coût d'une restructuration organisée. En Grèce, en Espagne et au Portugal, le secteur privé serait bien plus mis à contribution qu'ailleurs ; en Irlande et au Japon, 100 % ne suffiraient même pas car les avoirs financiers détenus par les Irlandais et les Japonais sont inférieurs au volume d'ajustement nécessaire.

Une intervention aussi importante aurait été inimaginable il y a encore peu de temps. Mais l'exemple de Chypre a montré que les responsables politiques sont de plus en plus désireux de faire participer les épargnants au coût du rééchelonnement. Il n'y a d'ailleurs pas d'autre possibilité.

Aussi inconcevable que paraisse l'ampleur de la restructuration, elle permettrait vraiment de régler rapidement le problème de la dette. Je précise qu'aucune jalousie envers les riches ne motive cette argumentation ! Beaucoup ont travaillé dur et ont fait des économies pour obtenir ce qu'ils ont. Mais l'argent est perdu depuis longtemps car il a été prêté à des débiteurs qui, en toute objectivité, ne peuvent plus rembourser dans les règles. Il conviendrait donc d'interrompre la spirale infernale de l'endettement excessif générateur de nouvelles dettes en procédant à des rééchelonnements et des annulations de créances structurés.

En contrepartie, tout devrait être fait pour renforcer les facteurs de croissance de l'économie : incitations au secteur privé à investir et travailler davantage – afin notamment de compenser les pertes subies – mais aussi réformes structurelles approfondies dans les pays du sud de la zone euro, en France surtout. Il est urgent d'investir dans la formation, l'innovation, les infrastructures et les moyens de production. Le secteur public et le secteur privé ont pris un retard considérable. Une fois la restructuration des dettes menée à bien, il devrait être possible d'effectuer ces investissements.

Ceux qui y laisseront une partie de leur patrimoine et de leur épargne réclameront à juste titre que l'exercice ne soit pas répété. Il est donc capital que toute nouvelle dette contractée par un Etat soit plus sévèrement contrôlée. Le secteur privé risquant lui aussi de s'endetter à l'excès, le volume des crédits

doit également être limité. Un objectif de 60 à 90 % du PIB par secteur d'activité du privé serait souhaitable.

La proposition que je viens d'esquisser ici n'épargnerait personne et ne séduirait sans doute pas grand monde. Il n'est donc pas étonnant de voir les responsables politiques tenter tout ce qu'ils peuvent pour continuer à faire croire que le roi porte en réalité de beaux atours. « Nous savons tous ce qu'il faut faire mais nous ne savons pas comment nous faire réélire une fois que nous l'aurons fait » a récemment déclaré le premier ministre luxembourgeois Jean-Claude Juncker. Il n'y a plus de temps à perdre. Au lieu de se préoccuper des prochaines élections, il est grand temps de penser à l'avenir de notre société !

L'opinion exprimée dans cette analyse n'engage pas la position de la FES

Responsable de la publication :
Peter Gey, directeur du bureau parisien de la FES

Autres articles de la FES Paris à télécharger sur le site <http://www.fesparis.org/publications.php>

De nouveaux abandons de souveraineté ne permettront pas non plus de sauver l'euro par Fritz W. Scharpf, juillet 2013

Notre responsabilité ne s'arrête pas aux frontières de l'Union européenne par Dietmar Nietan, Wolfgang Kreissl-Dörfler, Markus Meckel, Karsten D. Voigt, Katharina Abels, Olaf Böhnke, Stefan Dehnert, Robert Ernecker, Sascha Götz, Kai-Olaf Lang, Nadja Pohlmann, Klaus Suchanek, juin 2013

Penser l'énergie à l'échelle européenne par Oliver Geden, mai 2013