

## Pour une remise des dettes publiques



Article rédigé par *Gérard Thoris*, le 01 mars 2012

**Pour Gérard Thoris il est temps d'effacer les dettes publiques des pays qui ne peuvent pas les honorer. Il s'agit en effet de dettes sans « collatéraux », c'est-à-dire sans actif correspondant susceptible de produire les richesses qui permettront de les rembourser. En effet comme il le dit ici le collatéral d'une dette publique est la croissance qu'elle permet. Or sans croissance le collatéral disparaît. Il faut alors pour espérer la rembourser et éviter la cessation de paiement entrer dans une spirale infernale de baisse des dépenses publiques et d'augmentation des impôts avec toutes les conséquences sociales que cela peut avoir. Pour Gérard Thoris effacer les dettes publiques est une « obligation économique » et nous pouvons ajouter éthique.**

**Le Professeur Gérard Thoris avait déjà développé ce thème lors du [colloque](#) que nous avons organisé avec les économistes catholiques le 11 février dernier. Il y est revenu dans une conférence donnée à la Caisse des Dépôts à l'occasion de la publication du *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2011-2012*, le mardi 14 février 2012, sous la présidence d'Augustin de Romanet, Directeur général de la Caisse des Dépôts et Président de l'Association d'économie financière. La lecture de cette conférence demandera un peu d'attention à ceux qui ne sont pas familiers des questions économiques. Mais elle permet de comprendre qu'elle est la nature des contraintes auxquels nous sommes aujourd'hui soumis et elle ouvre une porte dans le mur de ces contraintes.**

Le programme de remise des dettes publiques que je propose s'articule en trois opérations successives :

- 1.** La Banque centrale européenne propose aux banques de second rang d'acheter toutes les obligations d'Etat qu'elles détiennent en ne laissant sur le marché qu'une dette équivalente à 50 % du PIB.
- 2.** Une fois ces obligations acquises, la Banque centrale européenne cesse d'exiger un taux d'intérêt sur les obligations qu'elle détient.
- 3.** A l'échéance de ces titres et selon le chemin de politique économique et de croissance suivi par le pays, la Banque centrale européenne accepte de les passer par pertes et profits. En d'autres termes, elle efface purement et simplement les obligations représentatives de dettes publiques qu'elle détient.

En contrepartie, le pays s'engage à appliquer la règle d'or budgétaire prévue par « le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union Economique et Monétaire » du 31 janvier 2012. Il me semble pour ma part qu'il faut aller encore plus loin et orienter le système vers l'obligation d'équilibre budgétaire sur les sept dernières années. En d'autres termes, il s'agit d'aborder les années de vaches maigres avec des greniers pleins et non pas de tirer sur d'hypothétiques récoltes futures pour tenter de nourrir la population d'aujourd'hui.

Si l'on regarde la situation actuelle, on se rend compte qu'on traite le sujet de manière très partielle. On demande bien ce qui est pour moi la contrepartie, soit la règle d'or, mais sans offrir de perspectives sur le principal de la dette et les intérêts qu'il génère.

On demande effectivement à l'ensemble des pays de la zone euro de revenir vers l'équilibre budgétaire, ce qui représente un effort moyen de 4 % du PIB – avec, en plus, un écart-type très élevé ! En même temps, on feint de considérer que la dette publique n'a pas à être remboursée ou, si l'on préfère, qu'elle pourra rester durablement autour de 90 à 100 % du PIB – toujours en moyenne pour la zone euro.

Cela signifie qu'on ne connaît plus qu'un seul des deux critères du Pacte de stabilité et de croissance. Celui-ci, on s'en souvient, portait sur un couple de déficit budgétaire et de dette publique, le fameux 3 %-60 %. Or, on n'a pas assez remarqué que ce couple n'a pas été choisi au hasard mais que, dans des conditions optimales de croissance, il représente le seuil à partir duquel les intérêts de la dette absorbent toute la croissance réelle. Ainsi, pour une croissance potentielle de 3 %, un taux d'inflation de 2 %, le taux d'intérêt préconisé par la règle de Taylor est de 5 %. Si l'on applique ce taux à 60 % de dette publique, cela représente 3 % de PIB en intérêts. Autrement dit, l'ensemble de la croissance économique réelle est absorbé par les intérêts de la dette et le niveau de vie reste constant. Inutile d'insister sur le fait que cette constance du niveau de vie se double d'une déformation du partage des revenus au détriment des créateurs de richesses et au bénéfice des rentiers détenteurs directs ou indirects d'obligations publiques. En termes marxistes, « le fétiche automatique est achevé, et nous avons l'argent qui se fait valoir lui-même, l'argent qui rapporte de l'argent ; il n'existe plus rien du passé [c'est-à-dire du processus de production et du processus de circulation] » [1]. Appliqué à la situation actuelle, cela veut dire que les intérêts courent – « l'argent qui se fait valoir lui-même » – alors même que la croissance économique est faible ou nulle – « il n'existe plus rien du processus de production ».

Bien entendu, ces chiffres auraient fait rire la plupart des économistes, des conseillers techniques, voire des ministres il y a quelques années puisque, depuis le début du XXI<sup>e</sup> siècle, les taux d'intérêt directeurs de la FED ont rarement flirté avec les 5 % de la règle de Taylor. On a d'ailleurs reproché à Alan Greenspan d'avoir provoqué la bulle spéculative en maintenant des taux d'intérêt trop faibles pendant trop longtemps. Mais, aujourd'hui, les choses se sont inversées et elles n'ont pas fini de s'inverser. Il faut alors s'interroger sur la manière dont l'Italie par exemple peut ramener sa dette de 120 % à 60 % de son PIB lorsque, pour l'année 2012, le poids effectif des intérêts à payer se monte à 5,1 % du PIB et que la croissance nominale prévisionnelle est passée en quelques mois de 3,2% à 1,9 % !

Les choses sont encore plus problématiques si l'on accepte de ne pas complètement oublier les leçons de Keynes. Certes, il est vraisemblable que les programmes de relance ont échoué dans leur objectif de sortie de crise ou, pour le dire autrement, que le multiplicateur de dépense publique est vraisemblablement devenu un diviseur. Mais cela ne veut pas dire que, face à la rigueur organisée méthodiquement dans toute la zone euro, l'effet multiplicateur ne retrouve de sa puissance, mais à la baisse. Comme le dit le maître : « un revirement de la politique du Gouvernement faisant succéder l'amortissement à l'endettement (ou vice-versa) peut entraîner une contraction sévère (ou une notable expansion) de la demande effective » [2]. Dans ce cas, de programme de rigueur en programme de rigueur, nous ferons revivre le mythe de Sisyphe, à la nuance près que, étant en démocratie, les populations refuseront de se laisser enchaîner. On le voit déjà de manière récurrente en Grèce et cela ne fera vraisemblablement que s'étendre.

L'obligation économique où nous sommes d'effacer les dettes publiques se comprend mieux si l'on accepte de reconnaître qu'il s'agit de dettes sans collatéraux. Tout le monde comprend bien que l'endettement n'est pas un problème en soi s'il permet d'acquérir des actifs qui généreront les revenus nécessaires à son amortissement. Ces actifs sont, en termes propres, le collatéral de la dette. A priori, le collatéral d'une dette publique se trouve dans la croissance qu'elle permet de générer, aussi longtemps que nécessaire, pour qu'elle puisse être amortie. Si la croissance n'est pas au rendez-vous, c'est que le collatéral a disparu. En pratique, l'intensité de la perte de collatéral se mesure au taux de décote que l'on applique sur la dette d'un Etat en cessation de paiements. Si l'on cherche à éviter cette cessation de paiements, cette même intensité se mesure plus difficilement mais elle se manifeste par la diminution des dépenses publiques et sociales ainsi qu'à l'accroissement des impôts qu'il faut programmer jusqu'à la restauration des finances publiques. Mais, en procédant ainsi, on n'a pas assez remarqué qu'il s'agit d'un transfert de dette sans collatéral de la sphère publique à la sphère privée dans un cercle vicieux qui appelle la déflation et qu'il faut tout faire pour éviter.

Nous voilà revenus à notre point de départ : la condition de la reprise, I. Fisher l'avait bien montré durant l'entre-deux-guerres, c'est l'apurement des bilans. Celui-ci ne pouvant être réalisé par l'inflation du prix des biens, il ne peut être réalisé que par une diminution de la valeur économique des actifs. Cela peut faire mal, très mal, en termes de chômage. On peut encore l'éviter sans douleur en effaçant les dettes publiques, donc en libérant les dettes privées d'une épée de Damoclès qui prend ici la forme d'un accroissement futur des impôts. S'il ne le faisait pas l'Etat se rendrait coupable de la destruction économique d'un capital économique utile pour n'avoir pas voulu ou n'avoir pas obtenu de ses pairs la destruction juridique d'un capital économique déjà détruit, à savoir les obligations publiques sans collatéraux.

Je sais que le chemin est difficile mais nous aurons bientôt épuisé les voies de traverses. Pour me mettre sous la protection d'un grand économiste français dont les mânes se retourneront peut-être dans la tombe car c'était pour éviter l'emballement inflationniste, je terminerai en prononçant le vœu que Jacques RUEFF faisait en 1961 : « Non, il n'est pas vrai qu'il soit si tôt trop tard »[\[3\]](#).

**Gérard THORIS** est Professeur à Sciences Po

Retrouvez tous les articles de la présidentielle sur les finances dans notre dossier :

[\[1\]](#) Karl Marx, *Histoire des doctrines économiques*, VIII, trad. Molitor, Paris, Costes, 1925, p. 124.

[\[2\]](#) John Maynard Keynes (1936), *Théorie générale*, Paris, Payot, p. 113, ch. 8, II

[\[3\]](#) Jacques Rueff (1961), *Discours sur le crédit* au Collège libre de sciences sociales et économiques