

WORKING PAPER n° 54
Mai 2011

Zone euro : comment gérer la crise de la dette publique ?

Compte rendu des débats du 16 mars 2011

Avec

Gilles SAINT-PAUL, Professeur d'Economie à la Toulouse School of Economics,
membre du Conseil d'Analyse Économique, membre de l'EEAG au CESifo

Denis KESSLER, Président Directeur Général de SCOR

Jean Marc DANIEL, Professeur à l'ESCP Europe & Directeur de la rédaction de *Sociétal*

Zone euro : comment gérer la crise de la dette publique ?

Compte rendu des débats du 8 Février 2011

Comme le rappelle **Gilles Saint-Paul** en introduction de son intervention, le rapport de l'EEAG comprend, comme chaque année, différents chapitres couvrant des thèmes essentiels de l'économie européenne. Le premier discute des perspectives macroéconomiques à moyen terme, alors que les suivants abordent des sujets plus particuliers. La présentation de cette séance est essentiellement consacrée à un de ces chapitres, concernant la mise en place d'un mécanisme de gestion des crises budgétaires, pouvant affecter un des membres de la zone euro. D'autres chapitres examinent précisément la situation de la Grèce et de l'Espagne, ou encore des questions de réglementation et de taxation du secteur financier.

▲ **GILLES SAINT-PAUL,**

Professeur d'Economie à la Toulouse School of Economics, membre du Conseil d'Analyse Économique, membre de l'EEAG au CESifo

Des problèmes budgétaires déjà anciens et des marchés myopes

Certains pays connaissent aujourd'hui une situation budgétaire délicate. En écho, les marchés financiers ont douté de plus en plus de leur capacité à faire face à leurs échéances. De façon tout à fait naturelle, cela a directement augmenté les *spreads* et créé des problèmes de refinancement. Ces problèmes sont magnifiés par la situation globale de récession, entraînant contraction du PIB et de la base fiscale sur laquelle sont calculés les remboursements de la dette publique.

L'ensemble de ces difficultés est apparu dans un contexte euphorique, où après la mise en place de l'Euro, on a observé une forte convergence des taux au sein de la zone euro. Les pays comme la Grèce, le Portugal ou l'Espagne sont des pays qui avaient le même genre de problème avant leur entrée. De façon récurrente, pour rattraper leur déficit budgétaire, ces pays faisaient appel à l'inflation et à la dévaluation de leur monnaie. Or les marchés connaissaient très bien ce risque, ce qui se traduisait par des taux d'intérêt

relativement élevés. Ces taux jouaient alors un rôle de discipline : si les pays en question ne contrôlaient pas suffisamment leurs dépenses, ils devaient payer une prime de risque supplémentaire sur les titres émis.

Au moment où l'euro s'est mis en place, il y a eu une forme d'euphorie durant laquelle les marchés ont perdu de vue cette réalité budgétaire. Portugal, Grèce et Allemagne étaient presque mis dans le même sac, puisque la dette de chacun était libellée dans la même monnaie et que le risque de dévaluation disparaissait. Ainsi, on a pu observer une convergence des taux extrêmement rapide au sein de la zone euro. Alors que cette baisse des taux aurait pu aider les pays en difficulté à réduire leur dette publique et leur déficit, elle s'est au contraire accompagnée d'une négligence accrue. Le coût de la dette supplémentaire étant plus faible, cela a conduit à un laisser-aller, essentiellement en ce qui concerne la Grèce et le Portugal. Les marchés n'ont donc pas su voir que si le risque de dévaluation disparaissait, il subsistait à terme un risque de défaut pouvant se matérialiser un jour ou l'autre, à savoir lorsque la dette atteint un niveau trop élevé (140 % du PIB en Grèce) ou lorsque le pays entre en récession (ce qui rend plus difficile la levée des impôts et la réduction des dépenses publiques).

La crise financière a mis fin à cette euphorie et les marchés apprennent brutalement. Ils ont ainsi revu fortement à la hausse les taux d'intérêt.

Le plan de sauvetage : montants colossaux et craintes diffuses

Les difficultés exacerbées par la crise ont conduit, en mai 2010, à la mise en place d'un plan de sauvetage revenant à socialiser les pertes. Les principaux bailleurs de fonds sont l'Allemagne et la France, ainsi que

le FMI. Sachant que l'Allemagne et la France sont aussi actionnaires du FMI, le montant global des garanties mis à disposition s'élève à 168 milliards d'euros pour la France et à 220 milliards d'euros pour l'Allemagne. Ces montants sont tout à fait considérables. En novembre 2010, ces fonds ont été utilisés par l'Irlande. Malgré cela, il faut noter que les *spreads* sont restés très élevés.

En quoi ces plans peuvent-ils être intéressants pour le contribuable français ou allemand ? D'abord les banques, notamment françaises, étaient trop exposées à la dette de certains États. Cela s'explique entre autres par les méthodes de calcul de Bâle II où le *risk rate* correspondant à de la dette publique, future grecque, est égal à zéro. Les besoins en capitaux propres ne correspondent donc pas à la réalité du risque de défaut des débiteurs émettant les titres en question. Le montant pour lequel les banques françaises et allemandes sont exposées est tout de même nettement inférieur à la garantie offerte. Cela aurait donc coûté moins au contribuable français de ne rien faire pour la Grèce et d'attendre, pour, à la fin, venir au secours non du contribuable grecque mais des banques françaises.

Il y a évidemment d'autres raisons expliquant la mise en place de ce plan, dont des craintes à propos de l'euro et d'une possible contagion. Ces craintes sont relativement diffuses, dans la mesure où le transfert de dette du passif grec au passif allemand n'améliore pas la situation budgétaire globale de la zone euro. Avec le nombre de pays qui ont des difficultés, si seuls les Allemands ont la capacité de payer pour tous, alors *in fine* ce sera l'Allemagne qui sera fragilisée et la zone euro éclatera.

La philosophie du système actuel et ses déviances

Le système actuel mis en place veut qu'il y ait une garantie illimitée : aucun défaut d'un pays ne doit être possible. La seule source de discipline est alors la suivante : au moment où l'on prête, on conditionne le prêt à une politique d'austérité mise en place par le pays bénéficiaire de ce secours. Cependant, le contenu exact des mesures n'est pas détaillé et il est établi de façon *ex post*, après négociation entre les parties prenantes.

Là-dessus se greffe ce qui prend l'apparence d'une dérive, à savoir l'achat massif et direct de mauvaise dette par la BCE. Au nom de la crise budgétaire et de la sauvegarde de la zone euro, le tabou autour de ce type de rachat tombe peu à peu. Pour **Gilles Saint-Paul**, ce point est particulièrement problématique du point de vue de l'aléa moral : offrir une garantie à la dette publique crée peu d'incitation à la discipline fiscale. À terme, on peut craindre que les pays vertueux se voient fragilisés car obligés de payer pour les autres, qui font ainsi financer leur dette publique. L'Irlande offre un exemple illustratif : ses banques faisaient face à un problème de solvabilité et leurs obligations privées ont été transformées en obligations publiques du gouvernement irlandais, qui a pu ainsi puiser dans le fonds de secours européen. Les marchés, pour leur part, s'ils savent que la dette qu'ils achètent sera garantie à 100 %, n'auront aucun intérêt à faire respecter une discipline et à pénaliser les pays pour une hausse de leur déficit public.

Enfin, les contraintes purement politiques n'ont pas très bien fonctionné jusqu'à présent. Depuis que le pacte de stabilité et de croissance a été mis en place en 1999 pour limiter déficits et dettes, il y a eu quarante-sept cas de déficits supérieurs à 3 % ; même ceux qui étaient sensés le mettre en œuvre, comme la France et l'Allemagne, l'ont violé. Pour ce qui est de

l'agenda de Lisbonne, les procédures conçues de *naming and shaming* sont restées lettre morte. On peut donc légitimement se demander sur si les mesures disciplinaires dont est assorti le système actuel ne vont pas aussi rester lettre morte.

Un système plus efficace : les trois étapes du soutien

Le rapport de l'EEAG propose un système qui, s'il laisse de la place à la négociation *ex-post*, d'abord l'encadre de façon beaucoup plus rigoureuse et ensuite redonne au marché sa capacité disciplinaire. Le deuxième principe veut qu'une distinction très claire soit faite entre les procédures d'illiquidité, à destination des pays solvables mais qui éprouvent des difficultés momentanées face à des marchés nerveux, et les procédures d'insolvabilité. D'autre part, il est nécessaire de proportionner l'aide distribuée au respect du pacte de stabilité. Ce point s'articule avec la régulation de l'achat de dette publique par le système bancaire européen et la BCE.

Concrètement, si un pays voit sa situation se dégrader progressivement, il fera face à une procédure en trois étapes. La première consiste en une gestion de l'illiquidité, la deuxième consistant en l'organisation d'une renégociation des conditions d'endettement, entre le pays et ses crédateurs. Une fois cette deuxième étape franchie, alors un système de *bailout* partiel sera enclenché, c'est-à-dire de remplacement avec décote de la dette publique dudit pays par des obligations garanties par le fonds de soutien européen. L'idée essentielle ici est qu'à partir du moment où le système impose des décotes, les marchés seront naturellement conduits à appliquer leur pouvoir de discipline, à examiner en détail la situation du pays emprunteur et à imposer des taux plus élevés si cette situation devient mauvaise.

Les procédures d'illiquidité

Durant la première étape, l'EEAG propose qu'une autorité certifie la solvabilité du pays, garantissant que le pays fait face seulement à des problèmes de liquidité. Le FMI ou la BCE pourrait jouer ce rôle. Ensuite, le fonds de soutien européen offre un prêt, limité dans le temps (deux ans maximum) ; ce prêt serait senior par rapport aux autres emprunts privés et il est collatéralisé par des actifs publics. Son montant n'excéderait pas le montant de la dette parvenant à maturité ; il correspondrait ainsi strictement aux besoins de refinancement du pays.

Les problèmes répétés de liquidité prouveraient logiquement qu'il y a une situation d'insolvabilité ; le renouvellement du prêt est ainsi limité à deux fois en cinq ans. Si l'on a à nouveau besoin d'argent, on est automatiquement conduit à la deuxième étape.

Enfin, **Gilles Saint-Paul** et l'EEAG suggèrent qu'il y ait une limite à la dette publique pour que cette aide soit possible : si la dette est supérieure à 120 %, il est peu plausible que l'on soit seulement illiquide et la procédure d'insolvabilité s'impose.

La renégociation des conditions de la dette publique et l'insolvabilité

Cette procédure est assortie d'une clause d'action collective qui doit permettre à une majorité de crédettes détenant de la dette arrivant à maturité, de renégocier le terme de leur contrat, sans que ceux-ci n'affectent les autres crédettes. Cette procédure pourrait durer deux mois, période durant laquelle le mécanisme de soutien européen peut financer à court terme les besoins de refinancement du pays.

Lorsqu'un pays est insolvable, le fonds de soutien européen intervient et les bons de ce pays sont remplacés par des bons de remplacement dont la valeur n'est pas égale à la valeur nominale de la dette, mais en principe à sa valeur de marché. Pour éviter les turbulences et l'augmentation brutale de la valeur de la dette pour cause de spéculation, il faudra que la valeur de marché soit calculée sur les trois derniers mois. Ainsi, il faut à la fois qu'il y ait un mécanisme de soutien sans les conséquences vicieuses et indirectes dues à un tel système. Pour cela, l'EEAG propose un plafond sur la décote de 50 % et les bons de remplacement seraient garantis à 80 %. Ensuite, comme le pilier de ce mécanisme est l'existence d'une discipline de marché, il faut aussi que la décote ne soit pas trop faible, avec un plancher à 20 %. Enfin, la quantité de bons émis ne peut excéder 30 % du PIB autrement dit la moitié de la dette publique correspondant au pacte de stabilité et de croissance.

Gilles Saint-Paul conclut son intervention sur les propositions de l'EEAG sur les banques et la BCE. Une réforme actuelle veut que 3 % des actifs soient soutenus pas des capitaux propres, ce qui va dans le bon sens. L'EEAG va plus loin en considérant que le risque de la dette publique ne doit pas être égal à zéro, mais indexé sur le risque réel, en utilisant entre autres la notation des agences. Pour ce qui concerne la BCE, les achats de dette publique doivent s'inscrire uniquement dans le cadre de politiques monétaires et de telle sorte que les bons achetés correspondent à des bons de qualité. Si les mécanismes d'illiquidité décrits plus haut sont mis en place, cela rend superflu l'action de la BCE pour assurer la provision de liquidité des États. La BCE, par contre, garderait son rôle de provision de liquidité pour le système bancaire proprement dit.

▲ DENIS KESSLER,

Président Directeur Général de SCOR

Too Big to Fail, Too Public to fail

Denis Kessler note, en introduction de son intervention, que le débat a glissé du « *too big to fail* » à un nouveau « *too public to fail* ». Ainsi, un État, s'il éprouve des difficultés financières profondes, bénéficiera du soutien des autres États ou de la collectivité représentée par certaines institutions comme le FMI ou la BCE. Les problématiques et les concepts sont à peu près les mêmes : hasard moral, passager clandestin, incitations positives ou négatives.

Depuis la création de l'euro, on savait très bien que sans coordination ou convergence budgétaire la zone euro allait être exposée à des tensions explosives. Le Traité de Maastricht prévoyait cela, mais comme tout traité il n'a pas été respecté. À force de non-respect, les marchés tiennent compte de moins en moins des annonces faites par les hommes politiques et les États lorsque ceux-ci décident de s'engager sur tel ou tel point de politique commune.

De plus, si la zone euro a pu faire le parcours qui est le sien aujourd'hui, c'est seulement dans la mesure où les écarts budgétaires, quoique déjà importants, étaient contenus. Ces écarts se sont très fortement accentués avec la crise, précipitant certains États au bord de la faillite et menaçant l'équilibre de la zone. Le phénomène du passager clandestin à jouer à plein : **Denis Kessler** rappelle que les États les plus endettés sont aussi ceux qui ont les plus mauvais déficits extérieurs. Ils ont profité de leur accès à un endettement facile pour financer des dépenses publiques qui n'ont eu les effets attendus de création de valeur à long terme. Cette utilisation laxiste des

fonds a profondément handicapé lesdits pays dans leur capacité à emprunter à nouveau et à bon marché.

Cependant, il est trop facile de remettre toute la faute sur les seuls pays actuellement en difficulté. L'accord franco-allemand de 2003 a eu un très mauvais effet et peut être considéré comme un des rouages qui a conduit à la situation actuelle : quand les meilleurs élèves de la classe donnent le mauvais exemple, les plus mauvais se sentent facilement libérés de tout engagement. Cette erreur fondamentale a été répétée plusieurs fois, démultipliant son effet néfaste. Le déficit et la dette publics étaient devenus des nécessités pour retrouver la croissance.

Enfin, pour **Denis Kessler**, les achats de dette publique par la BCE font figure de véritable hérésie. C'est une socialisation des pertes entre les bons et les mauvais débiteurs. Ainsi, de glissement en glissement, d'abandon en abandon, à chaque fois qu'il s'agit de s'imposer une discipline on recule et s'excuse en fonction de situations qui n'avaient bien évidemment pas été anticipées. L'absence de gestion des risques au niveau public et européen se fait sentir très lourdement et on en paie aujourd'hui le prix fort. **Denis Kessler** pense qu'un commissaire aux comptes européen doit être mis en place, afin de surveiller les écarts trop importants et les projets qui ne répondraient pas à certains critères préalablement définis.

Des solutions européennes : une sortie par le haut

Les difficultés dont souffrent les économies européennes appellent plus de transparence et une transparence plus systématique. De manière générale, **Denis Kessler** invite à militer pour une sortie par le haut. Cette sortie est difficile mais salvatrice : il faut

dra ainsi accepter un abandon de souveraineté en matière de dépenses budgétaires publiques et sociales, abandon qui passe par la mise en place d'un gouvernement économique européen. La survie de la zone euro dépend de la réalisation de ces chantiers. Cette solution par le haut consiste donc à reconnaître que l'on n'est pas allé assez loin dans l'application de Maastricht et que seul un développement des institutions collectives pourra protéger ce qui a été construit jusqu'à présent.

La sortie par le bas, quant à elle, est plus inquiétante et elle est plus probable lorsque les États se sentent en grande difficulté. **Denis Kessler**, note qu'il est toujours mauvais signe de se réunir le samedi et le dimanche, preuve que les institutions européennes sont tendues et obligées de prendre des décisions dans l'urgence. Cette sortie par le bas revient à appliquer une simple et totale mutualisation des risques : elle implique pour **Denis Kessler** une déresponsabilisation des mauvais élèves qui ne supportent aucune conséquence réelle. Il est à ce titre tout à fait gênant que l'on s'étonne en France du débat public allemand en la matière : le contribuable allemand a le droit et doit se demander si l'utilisation de ses impôts est légitime et à quelles conditions elle est efficace. La mutualisation intégrale et sans condition n'est donc pas concevable et certains aspects du fonds européen de soutien sont proches de ce type de mutualisation. Si c'est dans le destin d'un fonds public d'être totalement épuisé, cette utilisation doit s'accompagner d'incitations. Selon le même principe, **Denis Kessler** est opposé à l'idée d'émettre des bonds communs ; de même façon que dans le privé, les titres de dettes doivent être corrélés à des situations spécifiques.

Un état souverain peut-il faire défaut ?

Qu'un État souverain fasse défaut n'est pas impossible. Cela est nécessaire, affirme **Denis Kessler**, lorsqu'un État n'a pas su gérer son équilibre financier. Il est temps de comprendre que le triple A ou le double AA etc. signifie quelque chose. Cela est-il choquant dans le contexte de la zone euro ? Si la menace de défaut d'un État souverain n'existe plus, le *too public to fail* jouera avec tous ses effets néfastes. Il ne peut y avoir de garantie efficace, qui serait en même temps éternelle et illimitée. Pour la crédibilité de la zone euro, le risque de défaut doit exister. Ensuite, la probabilité de défaut doit être suivie de près et accompagnée par le mécanisme adéquat. Il en va de même pour l'éclatement de la zone euro : il n'est pas raisonnable d'affirmer que la probabilité de ce risque est nulle. Même si l'évènement en lui-même n'est pas du tout souhaitable, il est nécessaire d'assumer sa possibilité.

Denis Kessler, rejoignant **Gilles Saint-Paul**, se réjouit que les marchés aient enfin redécouvert le risque propre à un État. Le triple A n'est pas une nécessité pour un État, loin de là, dès lors qu'il a des capacités de remboursement comparables à une entreprise. Le risque d'une multinationale, très diversifiée géographiquement et dans ses métiers, disposant d'un pouvoir de prix, a un profil de risque largement inférieur à de très nombreux États, dont les possibilités de diversification sont limitées. Les CDS de certaines entreprises sont ainsi inférieurs à ceux d'États souverains. D'une manière ou d'une autre, les marchés seront conduits à regarder scrupuleusement les états financiers des pays emprunteurs et il faut se réjouir de cette évolution. Ils sont enfin à même de réapprécier l'échelle de risques et à répercuter ceux-ci dans leurs primes.

Les mécanismes pour gérer illiquidité et insolvabilité

Denis Kessler, pour conclure son intervention, revient sur le mécanisme de soutien décrit par **Gilles Saint-Paul**. Ce mécanisme, avec ses étapes, ressemble beaucoup à ce qui se pratique pour une entreprise. À l'étape d'illiquidité, une intervention ciblée de la BCE est requise, alors que l'insolvabilité exige un rééchelonnement de la dette et une intervention plus complexe. Chacun des outils mis en place aura de toute façon ses effets pervers : comment les limiter ? Chaque intervention doit être très précise et rigoureuse pour éviter les dérives mentionnées plus haut.

Il faut que les États gardent leur cash, d'après **Denis Kessler**, à travers un système de caution et de garantie. Dans un tel système, il est possible de donner des cautions sans sortir de cash ; l'emprunt reste l'emprunt de l'État en question et c'est donc sa signature qu'il doit honorer. Il est alors possible, de manière subtile, de mettre des conditions dynamiques à la réalisation de certains engagements et objectifs. La sortie de cash ne se fait qu'à l'extrême.

▲ JEAN MARC DANIEL,

Professeur à l'ESCP Europe et Directeur de la rédaction de *Sociétal*

Jean-Marc Daniel, avant de donner la parole à l'assistance, propose sa traditionnelle anecdote. En 1931, les agences de notation sont décrédibilisées car elles n'ont rien su voir venir de la crise. Elles sont donc convoquées par les responsables du Trésor américains. Face aux critiques qu'elles essuient elles proposent de noter les États et leur dette publique. En l'occurrence, il s'agit d'évaluer le risque de défaut

des pays qui se sont endettés dans une monnaie autre. Dans un premier temps, les agences notent mal des pays d'Amérique du Sud, ce qui provoque de nouveau l'irritation des autorités de Washington. L'une d'elle dégrade alors la note de la dette publique grecque. La Grèce vient de connaître une révolution et la jeune république est en difficulté. Une partie de la dette grecque est libellée en dollar et en livres. Suite à la dégradation de la note grecque, les taux d'intérêt se tendent. En décembre 1931, la Grèce quitte l'étalon or et elle fait défaut en mars 1932 sur la partie de sa dette publique en dollar. Pour essayer d'obtenir de nouveaux crédits, une politique d'austérité est mise en place, les salaires sont baissés. En 1935, le roi revient ; en 1936 le général Metaxás prend le pouvoir et les arrestations se multiplient. L'agence de notation qui avait rabaissé la note de la Grèce exprime ses regrets, n'ayant jamais souhaité un tel enchaînement.

Ici **Jean-Marc Daniel** souhaite pointer plusieurs choses. D'abord il y a vrai un problème politique sur le choix des solutions présentées : par exemple, on propose de faire sortir la Grèce de l'euro pour pouvoir dévaluer. Mais est-ce qu'en faisant sortir la Grèce de la zone euro, on fera que les Grecs acceptent d'honorer leurs engagements fiscaux ? Si le problème est effectivement un problème de fraude fiscale, il est grand temps que les politiques portent le sujet sur le devant de la scène, analysent et tranchent. Il est légitime que les opinions publiques s'interrogent sur les pays dont elles souhaitent être solidaires. Par ailleurs, **Jean-Marc Daniel** insiste sur une confusion trop souvent faite entre la dette d'un pays et celle d'un État. Quand le Brésil ou l'Argentine ont fait défaut, il s'agissait de la dette du pays, c'est-à-dire d'une dette en devises. Le porteur de cette dette en devises, c'était l'État, mais celui qui a fait défaut, c'était le pays. Le problème aujourd'hui, et il ne faut pas se tromper

là-dessus, est un problème de finances publiques. Lorsque le principe de création des Banques Centrales a été adopté, c'était pour en faire les prêteurs en dernier ressort y compris vis-à-vis des États. Sachant cela, comment expliquer la situation actuelle ? En effet, les fonds qui sont mis en place en ce moment sont gérés par les États et non par la Banque centrale. Or, la Banque centrale étant indépendante, elle offre la garantie d'une gestion neutre de son rôle de prêteur en dernier ressort. Le dispositif adopté va à l'encontre de ce souci de neutralité politique dans la gestion des dettes. On le voit bien dans le cas irlandais avec le débat politique sur la fiscalité de ce pays. La BCE dispose d'outils qu'elle utilise selon des critères apolitiques et on met en place des mécanismes qui sont pilotés par des politiques. Ensuite, **Jean-Marc Daniel** s'interroge enfin sur un dernier point : comment redéfinir le pacte de croissance et de stabilité ? Sa critique sur le rapport de l'EEAG est qu'il y a une faiblesse ici : un État doit accepter le principe d'un déficit conjoncturel, car il doit être capable de répondre à la crise. Une de ses fonctions identifiées par les économistes est en effet celle de régulation conjoncturelle, régulation qui passe par des systèmes de stabilisateurs automatiques. Il faut donc redéfinir le pacte de stabilité et de croissance dans une logique cyclique, en disant qu'à un moment donné il doit y avoir un déficit structurel nul et que l'État doit accepter des déficits conjoncturels et avec une dette qui soit automatiquement refinancée.

En conclusion de son propos, **Jean-Marc Daniel** rappelle qu'historiquement le prêteur en dernier ressort, la Banque Centrale, jouait sur le fait qu'il y avait un actif sûr, à savoir l'or. *As good as gold* : à la fin des fins, ce qui permettait au système financier de garder sa crédibilité et sa constitution était l'or. Aujourd'hui, l'or ne joue plus ce rôle et il y a la dette publique. Et on est train de proclamer en Europe qu'elle est *As good*

as nothing. Si rien n'est sûr, il n'y a plus d'aléa moral, il y a de l'aléa tout court. À partir du moment où un État peut faire défaut, qu'est-ce qui est sûr ? Quel sera l'objet financier qui sera vécu par les assurances, les intervenants sur les marchés monétaires comme l'actif sûr ?

▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

Gilles Saint-Paul revient sur plusieurs aspects du débat, dont le rôle des banques centrales. Si ces banques ont été conçues au départ pour financer la dette publique, cela a profondément évolué. Elles sont en charge de la politique monétaire et du ciblage du taux d'inflation. Maintenant, lorsqu'une banque centrale achète de la dette publique ce n'est pas elle-même qui l'achète mais les gens qui financent les dépenses publiques par leur travail, en travaillant pour l'État au lieu de travailler pour eux-mêmes. Ils paient indirectement une taxe inflationniste : entre le moment où ils touchent leur salaire et le moment où ils le dépensent, les prix ont augmenté et ils peuvent moins acheter. La différence entre ce qui est produit et le moins qu'ils ne peuvent acheter est ce qui va dans la poche de l'État. Ainsi, l'achat de dette publique par la banque centrale est une forme d'imposition ou de financement. Dans de nombreux pays, même avec une forte inflation, cette taxe inflationniste ne rapporte pas grand-chose. En effet, quand la dette est monétisée à un taux élevé, les gens ont tendance à se défaire de leurs encaisses monétaires assez rapidement : il y a un jeu de chat et la souris entre la banque centrale et les agents privés qui peut entraîner une situation de forte inflation. Or dans une telle situation la création monétaire rapporte peu. Pour toutes ces raisons, les économistes sont sceptiques sur la monétisation de la

dette par la banque centrale : c'est une manière de financer les dépenses publiques qui n'est ni très efficace ni très crédible et qui peut conduire à une dérive inflationniste. Ainsi au fil du temps, on a assigné à la banque centrale un rôle de maintien de la stabilité des prix et cela est passé par son indépendance. Cette indépendance doit permettre d'éviter la monétisation de la dette publique. De tels principes ont présidé à la création de l'union monétaire européenne, principes sans lesquels l'Allemagne n'aurait jamais donné son adhésion. Aujourd'hui, on se retrouve dans une situation où au nom de la crise, il est devenu parfaitement licite de monétiser la dette publique. Au risque inflationniste, s'ajoute l'ensemble des transferts qui sont totalement opaques entre le contribuable allemand, le contribuable grec etc. **Gilles Saint-Paul**, rejoignant ainsi **Denis Kessler**, considère que l'on a désappris ce que l'on avait appris sur la crédibilité et le risque hyperinflationniste. Enfin, le fait que la BCE soit indépendante est en l'occurrence encore pire : lorsqu'elle monétise la dette grecque, le contribuable allemand n'a rien à dire, alors que quand l'État allemand monétise la dette grecque, il faut qu'il donne son feu vert. Si l'on est dans une logique de banque centrale indépendante, qui est garante de la stabilité des prix, le fait de monétiser la dette publique d'autres pays est encore plus tabou qu'auparavant avec des banques centrales nationales où la monétisation était une forme d'impôt.

Michel Taly, Avocat Associé chez Arsene, revient sur l'attitude du marché. S'il n'y a pas un risque de défaut d'un État, il ne peut y avoir de régulation. L'alternative qui est un cadre contraignant budgétaire revient à vouloir faire plus qu'une fédération. Comment réagit le marché face à cela ? À chaque fois qu'il y a une fameuse réunion du dimanche, il est déçu car il veut une garantie automatique, qui est à contre-emploi car il se prive ainsi de reconnaître son propre pouvoir.

Cela s'explique : chaque acteur préfère réaliser un petit *spread* sur du sûr, plutôt qu'un grand sur du risqué. Il y a ainsi une contradiction entre l'affirmation collective du marché, qui est le seul régulateur possible, et l'intérêt des acteurs singuliers qui veulent de la garantie. Autrement dit, dans la capacité qu'aura le gouvernement allemand à imposer aux autres la possibilité de défaut, il y a en face le marché qui sanctionne comme un échec tout accord refusant toute garantie automatique. Dans la longue marche de maturité qui l'attend, on peut se demander : quand est-ce que le marché appuiera la nécessaire possibilité de défaut ? **Michel Taly** ne voit pas encore cette maturité venir. Pour **Gilles Saint-Paul**, les acteurs individuels du marché veulent tout à fait naturellement que leurs outils financiers soient garantis par une tierce partie. Quand on parle donc de déception, l'EEAG s'en réjouit : les économistes de l'EEAG veulent que les acteurs soient déçus et continuent ainsi à pénaliser les émetteurs de dette non vertueux par des *spread* élevés. Cela constitue la discipline des marchés. Ensuite, il y a tout un débat sur la rationalité des marchés, sur les anticipations auto-réalisatrices etc.

Denis Kessler revient pour sa part sur le propos de **Jean-Marc Daniel** : ce qui est sûr c'est qu'il aura ou pas défaut d'un État ; la somme des probabilités représente la seule certitude. Ensuite, le travail des acteurs privés et des États est d'envisager plusieurs scénarios, en leur associant une probabilité. Par exemple, la hausse des taux d'intérêt est une quasi-certitude étant donné les tensions globales, les demandes émergentes etc. Ainsi, les conséquences de la hausse des taux d'intérêts sur les dettes publiques européennes sont considérables. En ce qui concerne, les marchés, ceux-ci sont effectivement schizoïdes : ils sont à la fois averses au risque et veulent prendre des risques ; et quand ils en prennent ils veulent des

garanties. Enfin, répondant à une question de **Jean-Michel Fourgous**, député, **Denis Kessler** rappelle qu'une des spécificités de la dette publique, c'est qu'à l'actif lui correspond la capacité des générations futures à la rembourser. Il n'y a pas de machines, ou d'actif issu d'un investissement comme pour une entreprise, mais seulement la bonne volonté de ceux qui viennent après. Pour les États court-termistes dont la dette est trop lourde, cela pose un problème fondamental : ceux qui en héritent s'en débarrassent, par le défaut, par l'inflation, par la dévaluation. Comme les deux dernières solutions ne sont plus réellement possibles, le défaut est la façon la plus probable de se débarrasser d'une dette. En attendant, il faut rembourser en diminuant les dépenses et en réduisant la consommation : c'est le cœur des débats à l'heure actuelle. En conclusion de son propos, **Denis Kessler** pense que les États vont devoir se doter d'une gestion actif/passif, avec des ressources de long terme pour des emplois de long terme et des ressources de court terme pour des emplois de court terme. Les finances publiques doivent être gérées avec une perspective de très long terme.

Daniel Bouton, Président d'honneur de la Société Générale, considère que le débat n'aborde pas suffisamment de front la vraie question que posent les marchés. Cette question est la suivante : les vieux pays européens, aux perspectives de croissance très modeste et au stock de dette considérable, ont-ils la gouvernance qui leur permettra de prendre les mesures nécessaires ? Comment faire pour ramener, avec le consentement social, nos déficits publics dans les normes de Maastricht ? C'est cette question que pose le banquier à l'entreprise qui commence à avoir des difficultés et avant qu'elle aille au tribunal de commerce. Si l'on entend le propos de **Denis Kessler**, la banqueroute est quasiment inévitable ; il faut alors se demander s'il n'y a pas une faille fonda-

mentale dans la volonté. Par ailleurs, où sont les plans permettant de faire face réellement ? Nous payons nos médicaments à crédit depuis vingt ans, où sont les mesures permettant de les réduire ? Le défi est donc de maintenir le pacte social sur lequel sont fondées nos sociétés tout en réduisant drastiquement nos dépenses. Et si nous ne prenons pas les devants, nous serons obligés de réaliser les mêmes mesures, mais imposées de l'extérieur et dans des conditions beaucoup plus difficiles. À ce moment-là, nous serons coincés, sans la possibilité de lancer un grand emprunt de plusieurs dizaines de milliards d'euros et sans la capacité de financer encore de nouveaux projets collectifs.

Cette question, effectivement fondamentale, a été abordée par de nombreuses études et rapports, dont des rapports précédents de l'EEAG, rappelle **Gilles Saint-Paul**. Ensuite, pour la première fois, ces problèmes structurels se traduisent en problèmes conjoncturels à travers la réaction des marchés. Une dette de 100 % du PIB peut être parfaitement soutenable et stabilisable à moyen terme, à condition de réaliser un effort fiscal modéré sur une période longue. Tout cela dépend des taux d'intérêt, du taux de croissance etc. Malgré cela, les marchés disent que la logique politique des européens est telle, que même la mise en œuvre d'un tel effort fiscal modéré est incertaine. Les marchés ont complètement internalisé le jeu politique des États et considèrent que leurs promesses en termes de protection sociale notamment ne sont pas soutenables. Revenant sur une question de **Jean-Gilles Sintès**, Conseiller du Président de Viel&Cie, **Gilles Saint-Paul** rappelle que si l'Allemagne a une capacité à payer infinie (hypothèse d'un modèle sans frottement pour ainsi dire), il est évident que c'est une solution plus stable que d'avoir un défaut partiel de la Grèce. S'il y a un défaut partiel de la Grèce, les marchés vont comprendre qu'au fond

l'Allemagne n'est pas prête à payer pour tout le monde, et ils vont en tirer des conclusions pour l'Irlande, le Portugal voire l'Espagne et l'Italie. Il y aura un effet domino qui va résulter de l'interprétation faite par les marchés des réelles conséquences, à savoir qu'un pays devra soit faire défaut soit rembourser sa dette tout seul, sans l'aide de l'Allemagne. Si on prend une perspective de plus long terme, il y a du hasard moral : si l'Allemagne n'a pas cette capacité, tout le monde va être dans une logique de siphonage des fonds publics et l'Allemagne elle-même sera fragilisée, la zone euro allant à l'éclatement. Cette perspective sera plus probable si l'on met en place des garanties à 100 %.

Jean-Pierre Fourcade, Sénateur, prend la parole pour réaffirmer dans le sens de **Denis Kessler**, que la seule solution est la sortie par le haut, avec un mécanisme européen s'orientant vers un fédéralisme et un contrôle budgétaire beaucoup plus précis. Ensuite, contrairement à ce qu'affirme **Daniel Bouton**, il est tout à fait possible en France de revenir aux critères de Maastricht tant sur la dette que sur le déficit. Qu'y a-t-il dans ce déficit ? D'abord s'y trouve un déficit structurel où les dépenses dépassent les recettes ; ensuite, s'y trouvent les intérêts de la dette. **Jean-Pierre Fourcade** considère que la France, avec un déficit essentiellement constitué des intérêts, connaît une situation qui est loin d'être catastrophique.

Pour **Denis Kessler**, un vrai danger est de voir les pays vertueux s'affaiblir à force de venir en aide aux pays en difficulté. Il n'est pas possible de penser que l'Allemagne sera toujours présente pour aider. Le fédéralisme ne fonctionnera donc qu'à condition d'avoir la garantie que certains pays seront réellement capables de revenir dans le cadre de Maastricht et que l'équilibre sera le véritable fondement pour un transfert de souveraineté. Ensuite, une bonne partie des

dérappages budgétaires européens vient des dépenses sociales. Or financer des dépenses sociales de transfert par l'endettement, est de la folie pour **Denis Kessler**. Enfin, on est dans une période de chocs profonds ; toute l'économie mondiale est soumise à ces chocs, technologiques, financiers etc. Dans ces cas-là, il faut prendre la petite porte et se réjouir si les scénarios défavorables adoptés se trouvent finalement invalidés. Ainsi, il n'est pas possible de spéculer sur une croissance forte des économies européennes tout comme spéculer sur des taux d'intérêts stables ou encore sur le retour de l'inflation. Le véritable danger pour l'avenir est l'explosivité de la dette. En conclusion de son propos, **Denis Kessler** affirme qu'il faut des règles simples pour apurer les finances publiques : un euro de dépenses prévues, doit impliquer deux euros de recette en plus. Si le débat politique n'est pas encadré par un principe simple qui veut qu'une dépense soit financée par autre chose qu'une cotisation ou du déficit, il est condamné à l'inefficacité.

En conclusion des débats, **Jean-Marc Daniel** rappelle que tout le monde est d'accord pour ne pas reporter le financement des dépenses sociales sur les générations futures et pour adopter une rigueur équilibrée. En ce qui concerne la banque centrale, le débat reste ouvert, mais il semble nécessaire qu'il y ait des certitudes dans une économie et la banque centrale pourrait incarner ce lieu de référence et de raison. Enfin, on pourrait reprendre le chœur d'une pièce de Plaute, d'une étrange actualité : *Quis pagit ?*

Zone euro : comment gérer la crise de la dette publique ?

C'est dans un contexte de reprise fragile que le European Economic Advisory Group (EEAG) du CESifo (Munich) analyse la situation de l'économie européenne. Le bilan de la gouvernance de la zone euro depuis l'adoption de la monnaie unique que dresse ce groupe de sept économistes de réputation mondiale est mitigé. En l'absence de mécanismes de coordination économique et budgétaire efficaces, la création de l'Union monétaire contenait en germe les racines des crises grecque et irlandaise de 2010. La crise financière américaine, qui s'est rapidement transformée en crise économique mondiale puis en crise de la dette européenne, a ainsi mis en évidence des fissures identifiées depuis longtemps dans l'édifice de la zone euro.

Si la mise en place d'un fond européen de stabilité a permis à très court terme de calmer les inquiétudes qui prévalaient sur les marchés quant au risque d'un éclatement de la zone euro, le problème lié au niveau excessif des dettes publiques européennes reste loin d'être réglé. Pour être totalement crédible, le plan de sauvetage présenté par les membres de la zone euro doit en effet encore s'accompagner de la mise en place d'une véritable gouvernance commune en matière de politique économique et budgétaire, assortie de mécanismes de sanction efficaces.

Les principes de cette gouvernance rénovée et ses implications ont été présentées par Gilles Saint-Paul, Professeur à la Toulouse School of Economics, et discutées par Denis Kessler, Président directeur général de Scor, et Jean-Marc Daniel, directeur de la rédaction de *Sociétal*.

Le compte rendu de cette réunion a été réalisé par
Thomas Roborel de Climens.



29, rue de Lisbonne
75008 Paris
Tél. : 33 (0) 1 53 23 87 28
Fax : 33 (0) 1 47 23 79 01
www.institut-entreprise.fr