

Des effacements de dette publique pour sauver l'euro?

BRUNO COLMANT

Solvay-ULB, UCL et Vlerick Business School, Banque De-groef Petercam

Depuis quelques années, les économies européennes sont placées dans la douce séduction de taux d'intérêt extrêmement faibles. Le temps ne coûte plus rien et l'emprunt semble indolore. Or, rien n'est plus faux: la crise de 2008-11 a entraîné un embrasement des dettes publiques qui, si leur coût annuel est faible, sont d'une ampleur incompatible avec des perspectives de croissance et d'inflation faibles. Et, sauf à imaginer une baisse significative des dépenses publiques, ces dettes vont rester stratosphériques. Elles sont passées de 66% à 87% du PIB de la zone euro en moins de 10 ans.

Au reste, une baisse des dépenses publiques me semble hypothétique alors que le coût du vieillissement de la population, qui n'a fait l'objet d'aucune réserve et est financé par une lourde ponction sur le travail des plus jeunes, sera insoutenable dans moins d'une dizaine d'années. Il faut donc cesser d'entretenir de pathétiques illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par une croissance invisible.

Bien sûr, on peut imaginer un démantèlement des États-providence comme discipline budgétaire, mais la limite de cette approche est le rejet social et politique, tel qu'il est observé en Italie. Dans ce cadre, il n'est pas anodin que lors d'élections récentes, en France, en Italie et même en Allemagne, certains s'opposent à la monnaie qui constitue pourtant la symbolique étatique ultime. C'est que pour ceux-là, la gestion politique de la monnaie ne correspond pas au respect des forces sociales ou est assimilée à celle d'une devise étrangère.

Certains imaginent que la configuration des dettes publiques va se métamorphoser et que, de manière infinie, comme au Japon, la BCE va continuer à acquérir des dettes publiques de ses États membres et à financer ces dernières au travers de la création monétaire. Mais rien n'est évidemment plus faux: si tant est que cette orientation est plausible pour un pays spécifique dont la monnaie est communautairement crédible, c'est impensable de le

concevoir au niveau de la zone euro.

En effet, cela conduirait à un déséquilibre structurel du bilan de la BCE qui deviendrait le comptoir d'escompte des pays trop endettés au détriment des pays aux finances publiques plus robustes. Imaginez-t-on un instant que la BCE déséquilibre son propre bilan pour acquérir des dettes publiques italiennes dans une proportion croissante alors que la dette publique allemande est structurellement en baisse? C'est évidemment absurde. Si les États membres de la zone euro avaient conservé leur monnaie nationale, la monétisation des dettes publiques (c'est-à-dire leur refinancement par la création monétaire) aurait d'ailleurs probablement été effectuée au prix d'une dévaluation et d'une inflation.

Ce fut la recette appliquée par la plupart des pays européens, dont la Belgique, dans les années quatre-vingt. Aujourd'hui, ce n'est évidemment plus la Belgique qui est concernée, puisque son épargne domestique est un multiple de la dette publique et ses institutions financières parmi les plus robustes du monde. Mais, dans les pays d'Europe méditerranéenne, c'est différent.

Répression financière

Quelles sont les solutions pour trancher le nœud gordien des dettes publiques? L'histoire

en recense huit, d'ailleurs contradictoires: la croissance, l'impôt, la réduction des dépenses publiques, des taux d'intérêt qui restent bas, une inflation non anticipée, une guerre, un séquestre ou une banqueroute. Si on exclut la guerre et le séquestre, qu'on admet qu'une modification des recettes fiscales et dépenses budgétaires est fragile, que la croissance et l'inflation seront faibles, ce sera le défaut, sous des formes édulcorées (rééchelonnement, conversion forcée, etc.) qui s'imposera dans un contexte récessionnaire.

On en arrive donc à l'aboutissement résigné que l'euro subsistera, mais qu'après le chômage, au Sud de l'Europe, ce seront les dettes publiques de ces mêmes pays qui feront l'objet d'un effacement. Au reste, pour ceux que les précédents rassurent, ce fut déjà le cas en Grèce. Cet effacement de dettes publiques revêtira plusieurs modalités: souscription obligatoire par les banques domestiques, d'emprunts publics de longue maturité et faible taux d'intérêt, limitations à la mobilité de l'épargne des

particuliers, capture sournoise des réserves d'assurances-vie, nationalisation larvée d'institutions financières ou la confiscation pure et simple. Ceci s'appelle la répression financière. Il faut se préparer à ce scénario qui, à mes yeux, relève de l'évidence depuis plusieurs années. Mais il ne faudra pas s'en étonner: l'euro fut une devise appliquée à des économies asynchrones. Un jour, pour les pays faibles, un euro de dette publique vaudra moins qu'un euro physique.

Un chemin étroit

Entre dettes publiques gigantesques, modèles sociaux désuets conjugués à une population vieillissante et de productivité insuffisante, le chemin de la prospérité s'annonce donc étroit. L'euro dilue le risque monétaire des pays méridionaux en difficulté, mais augmente le danger qu'ils doivent mettre en œuvre des solutions inédites pour résorber leurs dettes publiques.

Ma conviction est qu'au-delà de 2020, l'euro va traverser de profonds doutes existentiels. Le débat sociopolitique sera intense car l'intersection entre la monnaie et la dette publique va s'imposer de manière croissante. Il ne sera pas possible, à court terme, de revenir sur son vice de conception initial, à savoir que cette monnaie est trop forte (faible) pour les pays importateurs (exportateurs) nets. Il sera nécessaire que la BCE continue à assurer des taux d'intérêt réels négatifs pour diluer l'excédent de dettes publiques.

Mais je crains que, à un terme indéfini, des restructurations de dettes publiques soient mises en œuvre dans certains pays (dont l'Italie) comme prix du maintien de leur appartenance à la zone euro. À nouveau, la Belgique et les pays du Nord européen ne seront pas concernés mais nous ne pourrions pas échapper au bilan historique et idéologique de l'euro et de l'idéologie libérale qu'il promet dans un contexte, pour partie contradictoire, d'États-providence.

En d'autres termes, il faudra sans doute reformuler le but de la monnaie. Dans les dernières pages de son texte fondateur sur la «Richesse des Nations», Adam Smith (1723-1790) avait prévenu: *«Le progrès des dettes énormes qui écrasent toutes les grandes nations de l'Europe les ruineront toutes à la longue»*, donnant anticipativement raison... à Karl Marx.