

Dettes grecque et japonaise : une annulation inéluctable

 alterecoplus.fr/adair-turner/dettes-grecque-et-japonaise-une-annulation-ineluctable/2016/07/19-00005972

Adair Turner Membre du Comité de politique financière du Royaume-Uni

À la fin de l'année 2015, la [dette publique de la Grèce](#) atteignait 176 % du PIB, tandis que le [ratio d'endettement du Japon](#) s'élevait à 248 %. Jamais ces deux États ne seront en mesure de rembourser tout ce qu'ils doivent. Une annulation et une monétisation de leurs dettes apparaissent inévitables, ce qui en ferait des pays précurseurs, pour ainsi dire, sur le plan mondial. À l'heure où le [total des dettes publiques et privées à travers le monde](#) atteint 215 % du PIB global et ne cesse d'augmenter, les outils dont dépend le salut de la Grèce et du Japon sont quasi-certainement voués à être aussi utilisés dans d'autres régions.



Depuis 2010, les discussions publiques autour de la dette grecque sont passées par intermittence du statut de pur fantasme à celui de réalité de plus en plus concrète. Le programme de sauvetage de la Grèce initié cette année-là considérait qu'une diminution du ratio de la dette par rapport au PIB était possible sans avoir à mettre en œuvre la moindre annulation de dettes privées. Après une restructuration considérable des dettes détenues par le secteur privé en 2011, il était prévu que ce ratio atteigne 124 % d'ici 2020, objectif que le Fonds monétaire international [considérait](#) réaliste, malgré la « probabilité peu élevée » d'y parvenir. Désormais, le FMI considère comme possible un ratio de dette de 173 % d'ici 2020, mais seulement à condition que les créanciers publics européens de la Grèce consentent à un important nouvel allègement de la dette.

Austérité et récession Si les perspectives de durabilité de la dette grecque se sont assombries, c'est parce que les autorités de la zone euro ont refusé plusieurs annulations significatives de dettes. Le programme de 2010 imposait à la Grèce de transformer son déficit budgétaire primaire de 5 % du PIB (hors service de la dette) en un excédent de 6 % ; malheureusement, l'austérité nécessaire à une telle consolidation a engendré une profonde récession, ce qui a abouti à l'augmentation du ratio de la dette. La zone euro demande désormais à la Grèce de transformer son déficit primaire 2015 de 1 % du PIB en un excédent de 3,5 % du PIB, et de maintenir cette trajectoire budgétaire pour les décennies à venir.

Si l'on impose aux jeunes talents grecs de financer perpétuellement le remboursement des dettes du passé, il faut s'attendre à ce que ce qu'ils quittent le pays Or, comme le fait très justement valoir le FMI, cet objectif est largement irréaliste, et les efforts en ce sens voués à se révéler contreproductifs. Si l'on impose aux jeunes talents grecs de financer perpétuellement le remboursement des dettes du passé, il faut s'attendre à ce que ces jeunes se préservent de cette obligation en quittant le pays pour rejoindre d'autres États de l'Union européenne (emportant avec eux des recettes fiscales potentielles).

C'est pourquoi le FMI préconise désormais un objectif d'excédent plus réaliste, à savoir 1,5 % du PIB, mais un tel objectif n'est susceptible de placer le ratio de la dette sur une trajectoire viable qu'à condition d'être combiné avec une importante annulation de dettes. La position officielle des dirigeants de l'UE continue pourtant d'exclure une telle possibilité, ces dirigeants étant seulement disposés à envisager une extension des échéances à une date ultérieure et une réduction des taux d'intérêt.

Mis en œuvre jusqu'à leur seuil limite, de tels ajustements peuvent rendre n'importe quelle dette tenable – puisqu'une dette perpétuelle non porteuse d'intérêts ne constitue pas une véritable charge – tout en permettant aux responsables politiques de préserver la fiction selon laquelle aucune dette n'a été annulée. Seulement voilà, les extensions d'échéance et les réductions de taux d'intérêt consenties jusqu'à présent se sont inscrites bien en dessous de ce qui est nécessaire pour assurer la viabilité de la dette. L'heure est venue de faire preuve d'honnêteté intellectuelle : une importante annulation de dettes est aujourd'hui inévitable. Et plus elle sera reportée, plus elle se révélera en fin de compte significative.

10 000 milliards de dollars. Toujours non résolue, la crise de la dette grecque soulève encore aujourd'hui des risques en termes de stabilité financière. Pour autant, cette dette publique de 340 milliards de dollars est insignifiante par rapport à une dette japonaise de 10 000 milliards de dollars. Et tandis que la majeure partie de la dette grecque est désormais détenue par des institutions publiques, les obligations d'État japonaises sont détenues par des portefeuilles de placements privés à travers le monde. Dans le cas du Japon, en revanche, c'est bien une monétisation de la dette, plutôt qu'une radiation explicite, qui ouvrira la voie de la viabilité.

Comme dans le cas de la Grèce, les prévisions budgétaires officielles relatives au Japon sont tout à fait fantaisistes. En 2010, le FMI [décrivait](#) la manière dont le Japon pourrait réduire son endettement net (hors obligations d'État, détenues par des organisations quasi-gouvernementales) en le faisant passer à un niveau « tenable » de 80 % d'ici 2030, à condition de changer le déficit budgétaire primaire de cette année-là (6,5 % du PIB) en un excédent de 6,4 % du PIB d'ici 2020, ainsi que de maintenir ce niveau d'excédent pendant une dizaine d'années.

Or, quasiment aucun progrès n'avait été atteint en 2014 sur la voie de cet objectif. Au lieu de cela, un [nouveau scénario](#) prévoit alors le passage d'un déficit de 6 % du PIB à un excédent de 5,6 % d'ici 2020. En réalité, un resserrement budgétaire d'une telle ampleur ne peut qu'engendrer une récession profonde, et ainsi aggraver le ratio de la dette.

Le FMI a cessé de formuler des scénarios dans lesquels le ratio de la dette japonaise retrouverait un niveau « viable ». C'est pourquoi le gouvernement japonais a abandonné son projet initial qui consistait à augmenter les taxes à la consommation en 2017. Et désormais le FMI a cessé de formuler quelque scénario que ce soit dans lequel le ratio de la dette retrouverait un niveau défini comme « viable ». Ses dernières prévisions annoncent pour 2020 un déficit primaire encore supérieur à 3 % du PIB.

La dette due par l'État japonais à des investisseurs privés est néanmoins en chute libre. Sur un endettement net japonais de 130 % du PIB, environ la moitié (66 % du PIB) est due à la Banque du Japon (BDJ), dont l'État est lui-même propriétaire. Et à l'heure où la BDJ achète de la dette publique pour quelque 80 000 milliards de yens chaque année (746 milliards de dollars), tandis que l'État émet pour moins de 40 000 milliards de yen annuellement, l'endettement net du secteur public consolidé japonais est voué à diminuer pour atteindre 28 % du PIB d'ici fin 2018, et pourrait devenir nul à partir du début des années 2020.

La réaction des ménages L'actuelle fiction officielle consiste néanmoins à expliquer que l'ensemble de la dette sera tôt ou tard revendue au secteur privé, engendrant de nouveau un réel passif public censé être remboursé au moyen de futurs excédents budgétaires. Or, si les entreprises et les ménages japonais s'en tiennent à cette fiction, ils risquent de réagir de manière rationnelle en épargnant afin de pouvoir payer de futurs impôts, ce qui annulerait l'effet de stimulation produit par les déficits budgétaires d'aujourd'hui.

Il serait plus judicieux d'user de réalisme, en convertissant une partie des obligations étatiques détenues par la BDJ en un prêt perpétuel au gouvernement, ne portant pas intérêts. De solides contraintes sur l'ampleur d'une telle monétisation seraient essentielles, sachant cependant que l'alternative ne consiste pas en une absence de monétisation, mais bel et bien en une monétisation de fait, indisciplinée et accompagnée par le refus d'admettre qu'elle a bien lieu.

Nous avons laissé se creuser des dettes excessives, et il est temps d'élaborer des politiques qui reconnaissent que beaucoup ne pourront pas être remboursées. En Grèce comme au Japon, l'excès d'endettement ne pourra diminuer qu'au moyen de mesures considérées il y a quelque temps comme impensables. Il aurait bien entendu été préférable de ne jamais permettre aux dettes de se creuser jusqu'à l'excès, que la Grèce n'ait pas rejoint la zone euro sur des bases frauduleuses, et que le Japon ait déployé des politiques suffisamment agressives il y a 20 ans en matière d'inflation et de stimulation de la croissance. À l'échelle du monde, des politiques radicalement différentes sont nécessaires pour permettre aux économies de croître sans qu'apparaisse l'endettement privé excessif d'avant 2008. Mais maintenant que nous avons laissé se creuser des dettes excessives, il est temps d'élaborer des politiques sensées, qui reconnaissent que de nombreuses dettes actuelles, publiques comme privées, ne pourront tout simplement pas être remboursées.