

## Du bon génie de l'inflation... à l'ogre de la déflation

Carnet de notes d'un économiste  
Été 2013-Printemps 2014

La crise de 2008 a révélé la finitude d'une croissance par l'endettement. Pour réduire ce dernier, l'inflation aurait constitué une approche intuitive. Les autorités monétaires et politiques européennes en ont décidé autrement. Aujourd'hui, l'angoisse d'une inflation inexistante et l'exigence d'une rigueur budgétaire font chavirer l'économie de la zone euro vers la déflation. L'euro, notre monnaie unique, n'est d'ailleurs plus commune. La logique d'une monnaie déflationniste et « désinflatée » sévit désormais en Europe avant de confronter les pays du Sud à de probables effacements de dettes publiques.

Cette crise ne finira jamais. Elle est devenue le fil de l'histoire, c'est-à-dire l'interpellation continue du siècle précédent. Et c'est peut-être cela, la terrible leçon du choc de 2006-2014 : nous avons, pendant trop longtemps, cru pouvoir nous raccrocher à une époque que seule la croissance d'après-guerre avait autorisée.

Après huit ans de bouleversements économiques, c'est le moment de tourner la page du vingtième siècle et reconnaître que les rentes d'idées sont viagères. C'est peut-être aussi le moment de poser la question des temps nouveaux et de constater qu'un univers moderne se dresse, sans qu'on l'ait pressenti, ni conjuré. Cet univers, qui ne pourra passer que par la jeunesse, reste à réinventer. Partout, pour son bien-être ou sa liberté de pensée, cette dernière revendique son autonomie. Nous ne pouvons plus l'ignorer.



**Bruno Colmant** est membre de l'Académie Royale de Belgique, Docteur en sciences de gestion de l'École de Commerce Solvay (ULB), Maître en Sciences Fiscales (ESSF) et titulaire d'un Master of Sciences in Administration (Purdue University, États-Unis). Il enseigne l'économie appliquée et la finance dans de nombreuses institutions universitaires dont la Louvain School of Management (UCL), Vlerick Business School, l'ICHEC et l'Université de Luxembourg

**ANTHEMIS**  
vie et société

GENIE  
ISBN: 978-2-87455-730-9  
9 782874 557309



Bruno Colmant Du bon génie de l'inflation... à l'ogre de la déflation

# Bruno Colmant

## Du bon génie de l'inflation... à l'ogre de la déflation

Carnet de notes d'un économiste  
Été 2013-Printemps 2014

**ANTHEMIS**  
vie et société





**DU BON GÉNIE DE L'INFLATION...  
À L'OGRE DE LA DÉFLATION**

CARNET DE NOTES D'UN ÉCONOMISTE  
ÉTÉ 2013 - PRINTEMPS 2014



JURISQUARE

Votre  
carrefour  
juridique

La version en ligne de cet ouvrage est disponible  
sur la bibliothèque digitale Jurisquare à l'adresse  
[www.jurisquare.be](http://www.jurisquare.be).

© 2014, Anthemis

Place Albert I, 9, B-1300 Limal

Tél. 32 (0)10 42 02 90 - [info@anthemis.be](mailto:info@anthemis.be) - [www.anthemis.be](http://www.anthemis.be)

Toutes reproductions ou adaptations totales ou partielles de ce livre,  
par quelque procédé que ce soit et notamment par photocopie,  
réservées pour tous pays.

ISBN : 978-2-87455-730-9

Dépôt légal : D/2014/10.622/50

Mise en page : Michel Raj

Couverture : Vincent Steinert

Impression : Ciaco

Imprimé en Belgique

# **DU BON GÉNIE DE L'INFLATION... À L'OGRE DE LA DÉFLATION**

**CARNET DE NOTES D'UN ÉCONOMISTE  
ÉTÉ 2013 - PRINTEMPS 2014**

**Bruno Colmant**

Membre de l'Académie Royale de Belgique

## Principaux ouvrages (individuels et collectifs) de l'auteur

- Les nouveaux instruments financiers*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1994.
- Gestion du risque de taux d'intérêt*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1995.
- Le droit comptable dans la société*, Bruxelles, Ced. Samsom, 1996.
- Les nouveaux instruments financiers*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1998.
- Le droit comptable belge applicable aux instruments financiers*, Bruxelles, Larcier, 2001.
- Les stock-options*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Les instruments financiers optionnels*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Les obligations*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Effizienz des marchés*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
- La décote des holdings belges*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2003.
- Les stock-options – Édition 2004*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2004.
- Les obligations – Édition 2004*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2004.
- Les obligations convertibles*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les Accords de Bâle II pour le secteur bancaire*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39 – 2005*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les stock-options – Édition 2006*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2006.
- Les intérêts notionnels*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2006.
- L'image fidèle en droit comptable belge*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2007.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39 et IFRS 7*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2007.
- La suppression des titres au porteur*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2007.
- Accountancy tussen onderzoek en praktijk*, Mechelen, Kluwer, 2007.
- Les déductions fiscales à l'impôt des sociétés*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2008.
- Économie européenne : l'influence des religions*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008.
- Les normes IFRS*, Collection Synthex, Paris, Pearson, 2008.
- 2008 : L'année du krach*, Bruxelles, Larcier, 2008.
- Synthèses de droit bancaire et financier*, Bruxelles, Bruylant, 2008.
- L'efficacité des marchés*, Cahiers financiers, Bruxelles, Larcier, 2009.
- La bourse et la vie*, dialogue avec l'abbé Éric de Beukelaer, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009.
- La crise économique et financière de 2008-2009*, Bruxelles, P.I.E. Peter Lang, 2010.
- Les éclipses de l'économie belge*, Anthemis, 2010.
- IFRS et la crise financière*, ICCI, Anvers, Maklu, 2010.
- IEC 2010*, Lannoo, 2010.
- Le capitalisme d'après*, dialogue avec Axel Miller, Larcier, 2010.
- 2010, l'année fracturée*, Anthemis, 2010.
- L'impôt en Belgique après la crise*, dialogues avec Étienne de Callataÿ, Larcier, 2010.
- 2011-2013 : Les prochaines conflagrations économiques*, Larcier, 2010.
- Liber amicorum Jacques Autenne*, Bruylant, 2010.
- Des temps provisoires*, une année imprécise, Anthemis, 2011.
- Les dialogues de la fiscalité – 2011*, Larcier, 2011.
- Les sentinelles de l'économie*, Anthemis, 2012.
- Les confidences d'une charmille*, Amazon-Kindle, 2012.
- Cinquante ans de fiscalité*, Actes d'un colloque de l'E.S.S.F., 2012.
- La déflagration monétaire*, Anthemis, 2012.
- Voyage au bout de la nuit monétaire*, Collection de l'Académie royale de Belgique, 2012.
- De nouvelles géométries économiques*, Anthemis, 2013.
- Les agences de notation financière*, Larcier, 2013.
- Capitalisme européen : l'ombre de Jean Calvin*, Collection de l'Académie royale de Belgique, 2013.
- Dettes publiques : un piège infernal*, Larcier, 2014.

*If inflation is the genie,  
then deflation is the ogre that must fought decisively*

Christine Lagarde,  
Directrice Générale du FMI,  
28 février 2014





# Aperçu

<b>Le temps ne nous est plus compté</b> .....	11
<b>De l'inflation à la déflation</b> .....	15
<b>Une monnaie unique mais plus commune</b> .....	37
<b>Dettes publiques</b> .....	67
<b>Considérations fiscales sur l'impôt des sociétés</b> .....	103
<b>Considérations fiscales relatives à l'impôt des personnes physiques</b> .....	115
<b>Banques et entreprises</b> .....	161
<b>Prospectives sociétales</b> .....	179
<b>Références historiques</b> .....	195
<b>Conclusions provisoires</b> .....	205



## Le temps ne nous est plus compté

Depuis l'embrasement de la crise en 2008, ce sont l'austérité budgétaire et la rigueur monétaire qui ont guidé l'action politique. Or ces deux orientations s'avèrent être des échecs. Il est aujourd'hui démontré que l'austérité a aggravé la récession. C'est d'ailleurs un invariant de l'histoire économique : ce n'est pas au milieu d'un affaissement de l'économie qu'il faut imposer une contraction du rôle de l'État. Par ailleurs, la Banque centrale européenne a été obsédée par une éventuelle résurgence de l'inflation, au point qu'au pire moment de la crise souveraine, c'est-à-dire au printemps 2011, c'est la crainte de l'inflation qui l'a conduite à augmenter son taux d'intérêt directeur à deux reprises, avant de devoir faire marche arrière en catastrophe.

Quoi qu'il en soit, nous sommes aujourd'hui dans une situation sérieuse : malgré une incontestable stabilisation, la croissance économique est insuffisante, les dettes publiques sont gigantesques et l'austérité budgétaire a accablé certaines économies.

Même la formulation de la monnaie unique pose des questions existentielles : l'euro est une devise trop forte pour les pays du sud de l'Europe et trop faible pour les pays du nord, qui en ont profité pour renforcer leur industrialisation. En effet, les économies du sud de l'Europe sont plus faibles. Ce sont des pays qui étaient naturellement « dévaluationnistes » et concomitamment inflationnistes : l'inflation supérieure qui affectait ces pays du sud était corrigée, à intervalles réguliers, par une dévaluation de la même amplitude que l'excédent d'inflation. Malheureusement, l'euro empêche toute dévaluation : on ne déprécie pas sa monnaie par rapport à elle-même. Cette situation a conduit à une appréciation du cours de change réel des pays périphériques à cause d'une inflation plus forte que celle des pays du nord de l'Europe. Faute de pouvoir réaliser une dévaluation monétaire « externe », l'Europe a imposé une dévaluation « interne », c'est-à-dire une contraction budgétaire et des modérations salariales, traduites par l'exigence de programmes d'austérité. Cette réalité est une des nombreuses fissures de l'édifice monétaire européen : pour les économies périphériques, l'euro est devenu un dérivé

du deutsche mark, c'est-à-dire une monnaie déflationniste et forte qui impose un appauvrissement à ses composantes nationales faibles.

Aujourd'hui, les programmes d'austérité et l'ascétisme monétaire nous ont conduits au bord d'un abîme de déflation, c'est-à-dire le pire des scénarios économiques, puisque la déflation est le grippage de l'économie. Cette déflation se combine au piège de la liquidité. Cette expression est tirée de la théorie générale de Keynes (1883-1946). Il s'agit d'un véritable traquenard dans lequel l'économie tombe lorsqu'une banque centrale injecte des liquidités dans l'économie sans parvenir à relancer la croissance. Les agents économiques absorbent les liquidités, les thésaurisent et ne les dépensent pas. Cette baisse de la consommation a un effet négatif sur les entreprises, la production et l'emploi. Cette situation est caractéristique d'économies qui sont entrées dans un cycle déflationniste, proche de la récession. D'ailleurs, le piège de la liquidité se manifeste quand le taux d'intérêt est proche de ou égal à zéro, ce qui est actuellement le cas.

Ce piège de la liquidité se conjugue au paradoxe de l'économiste anglais David Ricardo (1772-1823). Selon ce dernier, il y a une équivalence entre une augmentation de la dette publique et une augmentation de l'épargne en prévision de hausses d'impôts. Si les agents économiques voient la dette publique augmenter, ils vont épargner pour absorber des hausses d'impôts futures plutôt que consommer afin de relancer la croissance économique. En d'autres termes, les personnes physiques contraignent les politiques de relance en économisant plutôt qu'en consommant.

La Banque centrale européenne a même annoncé qu'elle pourrait considérer une baisse du taux d'intérêt sur ses dépôts jusqu'à ce qu'il devienne négatif. Il s'agirait de l'envers – ou plutôt de la face cachée – de la monnaie. En effet, le taux d'intérêt est le « prix du temps » appliqué à la monnaie et il n'existe pas de temps négatif. Pourquoi la Banque centrale européenne envisage-t-elle des taux d'intérêt négatifs ? Les circuits bancaires étant actuellement trop visqueux pour traduire la création de monnaie en inflation, c'est la baisse autoritaire des taux monétaires qui s'y substituerait temporairement. En d'autres termes, la baisse du coût de l'argent se substituerait à la faiblesse de sa circulation dans l'économie.

Le constat d'un risque déflationniste est l'illustration de l'échec d'une approche économique trop rigoureuse en termes budgétaires. Combattre

une éventuelle déflation exigera une politique monétaire encore plus souple et des taux d'intérêt encore plus bas. Il faudra aussi abandonner les utopies de politiques budgétaires fondées sur des retours à l'équilibre trop rapides. Il est aussi essentiel d'accepter une inflation supérieure, faute de quoi les dettes publiques du sud de l'Europe feront l'objet d'effacements imposés.

Selon la théorie keynésienne, il faudrait même augmenter temporairement les déficits et dettes publiques. Mais alors, il y a une contradiction flagrante dans le langage politique : pourquoi préconiser des retours à l'équilibre budgétaire lorsqu'il faut justement accroître temporairement les déficits pour relancer l'économie ? De plus, la réduction des déficits est presque impossible à mettre en œuvre dans une économie sans croissance. L'austérité ou la rigueur risquerait de faire suffoquer toute reprise et de susciter des troubles sociaux. Si la relance budgétaire échoue, il faut alors passer à une injection de monnaie. Mais, à nouveau, il y a une grave ambiguïté. En effet, cette injection monétaire est contradictoire avec la discipline monétaire qui cimente la formulation de l'euro. Les créations monétaires conduisent toujours à de l'inflation, ce qui est rejeté par les Allemands et combattu par la Banque centrale européenne.

Le temps ne nous sera peut-être pas compté. En effet, les États-Unis ont une longueur d'avance sur la reprise économique : cette dernière, couplée à une normalisation prochaine de leur politique monétaire, conduira peut-être à une hausse des taux d'intérêt. Celle-ci se transmettrait immédiatement à la zone euro. Le pire est peut-être là : nous longérons une déflation, qui sera aggravée par des taux d'intérêt qui subiront une tendance haussière venue des États-Unis. Ce jour-là, la zone euro aura perdu la dernière bataille de la crise. Et cette dernière bataille, c'est celle de la monnaie unique. Car ne nous y trompons pas : la déflation, combinée à des taux d'intérêt en hausse, conduit à la récession. Elle mène aussi à l'augmentation relative du coût des dettes publiques. Or, derrière les dettes publiques, c'est la monnaie qui est mise en jeu.

Souvent, un regard sur la situation économique m'entraîne dans un vertige d'indécision.

Certes, je suis la victime probable de mes propres intuitions. Je penche vers la perplexité. Pourtant, tous – je crois –, nous ressentons l'impression que quelque chose d'oppressant se rapproche inéluctablement. C'est

un sentiment d'inquiétude, mêlé d'une sourde prescience qu'un événement important, mais encore imprécis, doit s'abattre.

Quel est cet événement? Je n'en suis pas certain, mais je crois qu'il s'agira, au mieux, d'un ajustement monétaire, car celui-ci relève des événements qui encerclent les hommes sans aucune possibilité de refuge définitif.

Je crains que ce soit le signe monétaire, dont l'existence trouve uniquement sa réalité dans l'adhésion collective, qui soit transpercé.

L'erreur de nombreux économistes provient du fait que nous distinguons la monnaie de l'endettement public, alors que les deux concepts constituent le même artefact. La monnaie et la dette sont consubstantielles. La dette publique vaut monnaie et doit être remboursée par cette même monnaie.

Le remboursement de la dette passera donc inmanquablement par la dilution de la monnaie, malgré les taux d'intérêt et d'inflation temporairement et anormalement bas.

Il ne faut pas s'y tromper : cette crise est celle du futur, dont nous avons emprunté le bien-être aux générations suivantes, c'est-à-dire à nous-mêmes.

Le sentiment d'entrave provient de la conscience que la prévisibilité du futur, que nous croyions linéaire, s'enfuit et nous échappe.

Dans l'histoire des anciens, je ressens ce qui a dû résigner ceux qui, avant les périls imminents, attendaient l'inéluctable. Ils espéraient que la Providence contrarierait l'issue fatale vers laquelle le monde courait, les yeux grands ouverts.

Avant ces années funestes, les hommes crurent trouver l'apaisement dans le déni de la réalité, comme si la pensée individuelle pouvait conjurer les sortilèges collectifs.

La crise relève de la trame des inflexions tragiques.

Je crois que nous en sortirons dans un état d'hébétude. Mais nous oublions tout. Nous oublierons tout. Rien n'existe, rien ne dure. Il reste à espérer que ce ne sera pas une triste défaite de la raison.

Bruno Colmant

Mars 2014

# De l'inflation à la déflation

## De l'inflation de Trichet... à la déflation de Draghi

---

La récente baisse du taux de la Banque centrale européenne reflète l'insuffisance d'inflation.

Certains parlent même de risque de déflation, ce qui est saumâtre quand on pense que la Banque centrale européenne a été bâtie sur le postulat de la maîtrise de l'inflation.

À cet égard, on se souvient des hausses de taux d'intérêt mises en œuvre par Jean-Claude Trichet en 2011 au motif que la vigilance s'imposait contre l'inflation..., sans savoir s'il faut aujourd'hui en rire ou en pleurer.

Quand on regarde la situation économique européenne, tout n'est plus que contradictions.

Et le plus grave, c'est que la marge de liberté de nos gouvernants est devenue infinitésimale. En effet, nous entrons dans un scénario de combinaison d'un manque de croissance, d'un endettement public excessif et d'une hétérogénéité croissante des économies de la zone euro.

C'est cette ambiguïté qui nous conduit à l'intime conviction que la solution passera par la poursuite d'une importante création monétaire, au prix d'une éventuelle inflation qui devra être gérée, faute de quoi des effacements de dettes devront être considérés.

D'ailleurs, l'inflation permet de s'extraire du piège de la liquidité. En effet, si les biens coûtent de plus en plus cher, la thésaurisation à des taux d'intérêt très bas dévitalise la consommation, tandis que l'inflation la stimule.

Bien sûr, cette anticipation d'inflation est contraire à la rigueur budgétaire. Mais le problème de l'endettement public n'a pas été créé par la crise : il lui est préalable. Il ne faut pas utiliser une crise pour régler un problème qui lui est antérieur. Ceci explique la volonté des autorités



monétaires de garder les taux d'intérêt bas et d'inonder les économies grippées d'une abondance de liquidité.

*L'Écho*, blog, novembre 2013

## D'un trou économique à une dépression intellectuelle

---

Je me suis souvent demandé quel avait été l'argument invoqué par la Banque centrale européenne pour appuyer – contre toute logique keynésienne – les politiques d'austérité au milieu d'une récession.

J'ai finalement trouvé l'explication séminale, partagée par des responsables monétaires, lors de la réunion annuelle des grands argentiers, à Jackson Hole (le « Trou de Jackson », lequel était apparemment un trappeur de castors) dans le Wyoming : une réduction du déficit public par des réductions de dépenses aboutit à ce que le secteur privé anticipe une baisse de la pression fiscale..., ce qui peut générer un accroissement de la consommation et de l'investissement.

Exprimé de manière plus simple, il s'agit donc de diminuer les dépenses publiques pour entretenir la perception que des impôts ne devront pas être levés et, en conséquence, qu'on consomme plus. Résumé de manière encore plus simple : moins l'État dépense, plus les agents économiques le feraient.

C'est donc le mouvement perpétuel : on consomme moins (collectivement) pour consommer plus (individuellement). C'est la théorie de Ricardo, un excellent économiste du XIX<sup>e</sup> siècle, qui avait formulé son paradoxe, à savoir qu'on épargne plus lorsqu'on sait que l'État s'endette et qu'il devra donc lever des impôts.

Mais est-ce vraiment une base intellectuelle satisfaisante ?

Il va sans dire que plus personne n'oserait se prévaloir de cette explication qu'au bien nommé Jackson Hole, on s'est dépêché d'enterrer dans un trou pour en éviter un plus grand. Les Américains ont mieux compris que nous comment s'extraire de la crise.

*L'Écho*, blog, octobre 2013

## Un scénario à la japonaise ?

---

Il est incontestable que la croissance économique américaine s'accélère.

Le chômage se réduit, même si cette baisse est expliquée par le retrait de nombreux Américains du monde du travail.

Cette économie est résistante, jeune, créative et entreprenante. Elle est fondée sur une foi inébranlable en la puissance de l'innovation.

La gestion de la monnaie américaine s'inscrit dans la même logique : forts d'avoir imposé le dollar comme monnaie de réserve, les Américains impriment cette dernière pour stimuler la consommation et financer (temporairement) l'endettement public, aggravé par une politique de déficit budgétaire expressément mise en œuvre pour surmonter la contraction de l'économie.

La perspective européenne est totalement différente : la réponse à la crise consiste en l'alignement budgétaire et la réduction des déficits publics, singulièrement mise en œuvre au milieu de la récession.

Son objectif est la légitime cohésion de l'euro, mais le calendrier de sa mise en œuvre est critiquable.

C'est ainsi que la logique des pays du nord, qui était fondée sur une désinflation compétitive, pourrait se transformer en (quasi) déflation « récessionnaire ».

Il reste à espérer que nous ne tomberons pas dans un piège à la japonaise, c'est-à-dire celui d'une monnaie forte assortie d'un manque d'inflation et d'une croissance minuscule.

Si c'est le cas, alors il faudra s'interroger rétrospectivement sur le bien-fondé des politiques d'austérité budgétaire et de gestion contractée de la monnaie. En effet, un scénario à la japonaise n'est pas un accablement providentiel, mais le résultat d'une politique choisie.

*L'Écho*, blog, décembre 2013

## Et si l'euro était un peu à l'origine de la déflation ?

Le piège économique de la déflation se referme inexorablement dans la zone euro.

Une déflation est bien pire qu'une inflation. En effet, une inflation peut être combattue par une augmentation autoritaire des taux d'intérêt et des contrôles de prix et salaires, moyennant un tassement économique.

Par contre, une déflation est une épouvantable résignation, parce que la politique monétaire classique devient inopérante. Elle entraîne le chômage, un marasme économique et une augmentation du taux d'intérêt réel (c'est-à-dire après déduction de l'inflation) des emprunts (publics et privés), qui contrarie les investissements.

Une déflation s'accompagne d'ailleurs souvent du piège de la liquidité, qui est une situation caractérisée par l'accumulation d'épargnes de précaution malgré des taux d'intérêt très bas.

Une des causes de cette déflation est sans doute l'euro, dont les erreurs de conception apparaissent désormais évidentes. L'euro est devenu une monnaie génétiquement déflationniste et nous tombons dans un piège à la japonaise, c'est-à-dire celui d'une monnaie forte assortie d'un manque d'inflation et d'une croissance faible.

Que devrions-nous faire ? Aucune solution n'est idéale. Pourtant, il faudrait créer un choc d'inflation, c'est-à-dire déprécier fortement l'euro par un immense assouplissement quantitatif, soit un refinancement massif (correspondant à une création monétaire) des dettes publiques des pays fragilisés.

En d'autres termes, il faudrait s'inspirer de la politique monétaire japonaise contemporaine, puisque nous tombons dans un scénario nippon. Une inflation risquerait, bien sûr, d'entraîner une hausse des taux d'intérêt nominaux, mais on peut imaginer que les États contrôlent suffisamment le circuit du crédit pour la neutraliser temporairement.

Toutefois, cela ne suffira pas : il faudra réaliser que le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas la solution alors que l'économie se contracte. Une déflation serait la dernière défaite de l'euro, qui n'est plus une monnaie européenne commune, mais une monnaie unique d'inspiration alle-

mande, c'est-à-dire une monnaie trop forte pour de nombreuses économies en souffrance.

*L'Écho*, blog, février 2013

---

## Une petite goutte de déflation et de crise souveraine ?

---

Les finances publiques européennes reposent sur des bases très fragiles, toujours proches de la dislocation.

Dans ce cadre, les effets de la déflation (ou plutôt du manque d'inflation), désormais crainte par la Banque centrale européenne, aggravent l'insupportabilité du coût des dettes publiques.

En effet, l'inflation déprécie le pouvoir d'achat de la monnaie et effrite silencieusement le coût réel des dettes publiques, au bénéfice des États qui les émettent.

L'inflation érode la charge du remboursement de ces dettes tout en augmentant nominalement les recettes fiscales.

La déflation a un effet inverse : le coût des dettes publiques en est augmenté et les recettes fiscales en sont nominalement diminuées.

Un autre angle d'approche est le taux d'intérêt réel, qui augmente au rythme de la baisse de l'inflation. Un taux d'intérêt nominal de 5 % ne pèse, en réalité, que 2 % d'intérêts « réels » si le taux d'inflation est de 3 %. Si le taux d'inflation baisse à 1 %, ce même taux d'intérêt réel grimpe à 5 % moins 1 % égale 4 %. Le calcul est, certes, simplifié, car les taux d'intérêt sont formulés sur la base de l'inflation anticipée (plutôt que constatée), mais il n'en demeure pas moins valide.

Et c'est exactement ce qui se passe dans les pays méditerranéens de la zone euro : les taux d'intérêt nominaux ont baissé suite à l'éloignement de l'épicentre de la crise souveraine, mais le taux d'inflation a chuté dans une plus large mesure, entraînant, pour des pays comme l'Espagne, une augmentation du taux d'intérêt réel payé par les pouvoirs publics.

Cette situation, si elle se perpétue, pourrait susciter une nouvelle flambée de la crise souveraine.

L'histoire est là et il faut la subir.

La logique d'une monnaie déflationniste et « désinflatée » sévit en Europe. C'est la trame de la politique monétaire depuis les années soixante.

Mais est-ce tenable dans un monde dont les principaux acteurs (États-Unis, Japon, Chine, Royaume-Uni, etc.) ont choisi l'injection monétaire et une dose modique d'inflation ?

Je ne le crois pas, d'autant que cette logique conduira inmanquablement à des effacements de dettes dans les pays faibles.

*L'Écho*, blog, janvier 2014

## **La déflation serait la dernière défaite de l'euro**

---

Le piège économique se referme inexorablement sur la zone euro. Le scénario de la déflation japonaise était connu. Il était même dénoncé comme étant le pire danger économique. Et pourtant, par manque de vision et par obstinations politiques, la zone euro s'engage dans cette voie mortifère. Cette plongée dans des abysses économiques sera longue et effrayante, car l'Europe a vécu sur un postulat de croissance depuis près de sept décennies.

Une déflation est bien pire qu'une inflation. En effet, une inflation peut être combattue par une augmentation autoritaire des taux d'intérêt et des contrôles des prix, moyennant moyennant un tassement économique. Par contre, une déflation est une épouvantable résignation, parce que la politique monétaire classique devient inopérante. Elle entraîne le chômage, un marasme économique et une augmentation du taux d'intérêt réel (c'est-à-dire après déduction de l'inflation) des emprunts (publics et privés), qui contrarie les investissements. Une déflation s'accompagne d'ailleurs souvent d'un piège de la liquidité, qui est une situation caractérisée par l'accumulation d'épargnes de précaution malgré des taux d'intérêt très bas. À titre d'exemple, la vélocité de la monnaie, c'est-à-dire le rythme auquel les billets « tournent » dans l'économie, a baissé de 50 %

en cinq ans. C'est bien sûr une catastrophe, car il n'est pas possible de stimuler la compétitivité et de baisser les déficits publics en période de déflation.

Les causes de cette déflation sont multiples : il y a bien sûr une désindustrialisation et l'onéreux État-providence, dont il faudra solder l'endettement. Pendant trop longtemps, l'Europe a cru pouvoir prolonger un modèle d'économie industrielle alors que l'économie de marché est désormais fondée sur la flexibilité des facteurs de production et surtout sur la versatilité des foyers de croissance. L'État ne peut donc plus jouer le même rôle redistributif que celui que la reconstruction d'après-guerre et le modèle manufacturier avaient autorisé.

Pourtant, il y a deux autres causes.

La première erreur relève d'une grave myopie politique. Dès la crise de 2008, il était évident qu'un terrible choc allait affecter l'économie réelle. En effet, la crise de 2008 n'était pas uniquement une crise des *subprimes*, mais également un basculement sociétal fondamental. L'économie marchande adoptait les règles du libre-échange mondialisé, dont l'ouverture des marchés et de l'Internet avait scellé les fondations. L'année 2008 représenta une immersion brutale dans un capitalisme anglo-saxon dont le modèle est désormais devenu une norme de croissance.

Ce choc de 2008 activa les stabilisateurs économiques des États, qui durent, de surcroît, recapitaliser ou nationaliser les banques. La croissance de leur endettement était donc inéluctable, d'autant que le choc du vieillissement de la population commença à embraser les dépenses de pension. Si l'endettement des États s'enflamma pour des raisons légitimes, il révéla aussi son effarante réalité : depuis des décennies, l'endettement de l'État sert à financer des dépenses de fonctionnement plutôt qu'à investir dans des projets porteurs de croissance collective. Nous vivons donc aux dépens des futures générations. Certains hommes politiques, tel Jacques Delors, avaient pourtant préconisé d'asseoir l'Europe économique sur de grands travaux. Ils n'ont pas été écoutés.

Face à la croissance de l'endettement public, dont les modalités furent d'ailleurs différentes selon les États membres de la zone euro, les autorités européennes décidèrent d'imposer de violentes politiques d'austérité. C'était évidemment une erreur totale, comme si la théorie keynésienne avait été lue de manière dyslexique. Dans les années trente, Keynes ex-

horta les pays en déflation à ne pas aggraver cette dernière par des politiques de rigueur. Il ne fut pas écouté alors que toutes les politiques déflationnistes échouèrent (Laval en France, Hoover aux États-Unis, Brüning en Allemagne, etc.), jusqu'à devenir des ferments de violence militaire. Au reste, la plupart des politiques de rigueur s'échouèrent dans la dévaluation (Front populaire français en 1936 et gouvernement belge de Van Zeeland de 1935).

La contraction budgétaire est aujourd'hui scellée dans un pacte européen, qui va inévitablement catalyser la contorsion économique. Ce pacte exige de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport de la dette publique sur le P.I.B. de 60 %. Le pourcentage de 60 % n'est pas neuf, puisqu'il fondait un des critères d'accession à la zone euro en 1999. Cette règle se conjugue désormais à ce qu'on appelle la « règle d'or », qui exige de ne pas dépasser un déficit « structurel », c'est-à-dire compte non tenu des aléas conjoncturels, égal à 0,5 % du produit intérieur brut (P.I.B.). Faute de pouvoir réaliser une dévaluation monétaire « externe », l'Europe a imposé une dévaluation « interne », c'est-à-dire une contraction budgétaire et des modérations salariales, traduites par l'exigence de programmes d'austérité, désormais consacrés par le pacte budgétaire.

L'Allemagne impose sa souveraineté monétaire à la zone euro. Et, contre tout bon sens, l'obstination politique germanique écarte l'inflation, alors que l'assouplissement monétaire est poursuivi par les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. La déflation rendra les dettes publiques impayables. Sans inflation, je crains que nous sortions de cette crise d'endettement public « par le bas et par l'intérieur », c'est-à-dire par des effacements de dettes publiques dans les pays du sud de l'Europe.

De plus, un autre risque se précise : c'est la hausse des taux d'intérêt. Les banques centrales ont toutes affirmé qu'elles garderaient les taux d'intérêt à un niveau plancher, mais cela ne vaut que pour les taux à court terme. Les taux à long terme sont, quant à eux, déterminés par les marchés. Et il faut s'y préparer, car ces taux à long terme vont augmenter pour plusieurs raisons : aboutissement progressif de l'assouplissement monétaire aux États-Unis (qui est équivalent à une baisse artificielle des taux à court terme de 2 %), chute des devises émergentes, poussées

d'inflation, etc. Une telle hausse sera catastrophique pour une Europe engluée dans la déflation et la récession.

Que devrions-nous faire? Aucune solution n'est idéale. Pourtant, il faudrait créer un choc d'inflation, c'est-à-dire déprécier fortement l'euro par un immense assouplissement quantitatif, soit un refinancement massif (correspondant à une création monétaire) des dettes publiques des pays fragilisés. En d'autres termes, il faudrait s'inspirer de la politique monétaire japonaise contemporaine, puisque nous tombons dans un scénario nippon. Une inflation risque, bien sûr, d'entraîner une hausse des taux d'intérêt, mais on peut imaginer que les États contrôlent suffisamment le circuit du crédit pour la neutraliser. Et cela ne suffira pas : il faudra réaliser que le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas la solution alors que l'économie se contracte. Mieux vaut, en effet, de grands projets d'infrastructure destinés à moderniser l'Europe au-delà des États-nations. L'Europe n'y est pas préparée. Elle s'apprête à vivre une décennie aride. Mais qu'on ne s'y trompe pas : la monnaie et l'ordre social ne sortiraient pas indemnes d'une déflation. Ce serait la dernière défaite de l'euro.

*L'Écho*, janvier 2014

---

## Quand Pigou dit...

---

Quelle étrange situation nous traversons en Europe!

Les autorités monétaires de la Banque centrale européenne s'engagent à apporter des liquidités à l'économie..., mais les autorités politiques imposent un cadre d'austérité qui annihile l'action de la Banque centrale européenne.

Ceci rappelle les erreurs de jugement de certains théoriciens, dont l'économiste anglais Pigou (1877-1959) est probablement une des figures les plus marquantes.

Pigou avait, en effet, avancé qu'une déflation (c'est-à-dire une baisse durable des prix) aurait un effet positif sur la demande, puisque les agents



économiques tireraient profit de cette baisse des prix pour augmenter leur consommation.

La théorie de Pigou fut heureusement contredite par Keynes, qui démontra qu'au contraire, une déflation entraînerait une récession, à laquelle il faut répondre par une augmentation du volume de monnaie, au prix d'une certaine inflation.

Mais Pigou fut incidemment l'homme dont les thèses contribuèrent à la grande dépression des années trente, puisqu'en appliquant ses théories, certains gouvernements attendirent une reprise qui ne vint jamais.

Quand Pigou dit (le jeu de mots est tiré d'un cours de Peter Praet)...

*L'Écho*, blog, juin 2013

## L'économie par la face nord

---

Les crises sont, pour les économistes, des moments de solitude, car elles révèlent la fragilité des théories.

Et pourtant, plutôt que de s'astreindre à un examen factuel des événements, certains imprécateurs convoquent les auteurs anciens afin d'expliquer les secousses de la conjoncture. La démarche est commode. Elle n'en est pas moins fragile.

L'économiste le plus cité est incontestablement l'Anglais John Maynard Keynes (1883-1946). Versatiles et capricieuses, ses théories trouvèrent quelque terreau fertile dans la grande dépression des années trente. Ces derniers mois, Keynes est donc opportunément cité par quelques commentateurs en mal de références.

Et pourtant! La dépression des années trente n'a rien à voir avec la première crise financière du XXI<sup>e</sup> siècle. D'ailleurs, pour expliquer la crise de 1929, les économistes retiennent aujourd'hui l'analyse plus pertinente du prix Nobel Milton Friedman (1912-2006), totalement contraire à celle de Keynes.

Au reste, les théories keynésiennes se sont échouées dans la stagflation (contraction de stagnation et d'inflation) des années septante. À

l'époque, la politique d'injection d'argent public préconisée par les théories de Keynes avait enflammé l'inflation en inhibant les mutations structurelles de nos économies, à savoir le passage d'une industrie manufacturière à une économie de services.

Pour ceux qui l'auraient oublié, les politiques de dépenses publiques des années septante entraînèrent le pays dans un désordre économique sans précédent. Elles conduisirent à des déficits budgétaires à deux chiffres, à un endettement public qui culmina à 130 % du P.I.B., à une inflation hors de contrôle et à des dévaluations successives. À partir d'un certain seuil, la dynamique financière conduisit au terrifiant effet « boule de neige », c'est-à-dire l'accroissement exponentiel de la dette.

Les aficionados de Keynes devraient se souvenir que c'est le plombage des années septante qui a conduit à calcifier notre économie et à la paralyser pour faire face à des chocs tels que celui que nous traversons.

Certains esprits malicieux en arrivent même à dire que l'avantage d'une politique keynésienne contemporaine serait l'inflation et donc l'allègement des dettes qu'elle permettrait. Quoi qu'il en soit, les pays fort endettés, telle la Belgique, ont moins de latitudes. Mais qu'importent donc les limites des idéologies et les situations dissemblables : pour certains, l'important est de sagement identifier une idolâtrie idéologique.

Même Karl Marx (1818-1883) est redécouvert par quelques pseudo-théoriciens désabusés. L'auteur du *Capital* n'avait-il pas prédit l'auto-combustion du capitalisme ? Or les théories de Karl Marx sont désuètes pour deux raisons évidentes. La première est que la seule métrique reconnue par Marx était la valeur historique des biens, reflétant le travail accompli. De nos jours, le rapport au temps est inversé : la valeur des biens est débattue, de manière contradictoire et continue, dans des marchés boursiers qui ne s'intéressent qu'à l'utilité future des facteurs de production. La seconde raison est plus subtile : la théorie marxiste vise à ralentir les flux de capitaux au motif que le facteur de production « travail » est moins mobile.

Mais l'information, facteur clé de production, circule désormais à la vitesse de l'argent. Internet est devenu un substitut à l'allocation géographique des facteurs de production, en permettant la délocalisation et la désynchronisation des circuits de production.

En réalité, la crise des années 2008-2013 concrétise la plongée dans une géographie inconnue : la mondialisation. Cette dernière est caractérisée par l'interaction des facteurs de production et une extrême volatilité des paramètres financiers. La volatilité reflète l'ajustement par rapport à de nouveaux équilibres. La fluidité optimale du capital est recherchée pour que de nouvelles initiatives individuelles puissent voir le jour.

Mais attention : prendre la mesure lucide de la mondialisation ne signifie aucunement déléguer la gestion de la vie économique aux marchés financiers. Ces derniers ne possèdent pas de fonction autorégulatrice naturelle et ils doivent être guidés pour générer leurs propres ajustements.

C'est d'ailleurs la raison pour laquelle il vaut mieux parler d'économie mixte que d'autorégulation naturelle. D'ailleurs, les politiques d'expansion budgétaire décidées par les États en sont la meilleure illustration. Cette crise est celle de l'instantanéité du rapport au temps.

L'erreur serait de ne pas intégrer les changements qui affectent nos communautés et, pire, croire qu'un « retour à la normale » est proche. Les crises sont inhérentes à l'économie de marché. Elles sont cependant inimitables et imprévisibles. Les risques suivent des schémas moins linéaires qu'on ne l'avait imaginé.

En termes d'images physiques, c'est comme si on était passé d'un environnement solide et linéaire à un monde liquide et sinueux. La mobilité de notre économie est devenue la norme. Cette mobilité de l'économie est exactement ce qui disqualifie les recettes théoriques. Celles-ci sont, au mieux, valides dans des environnements clos, mais pas dans une économie mondialisée. Nous sommes entrés dans un monde multipolaire et fragmenté.

L'aboutissement de cette évolution est un rapport plus direct à l'économie. La relation à l'économie est devenue plus personnelle, ce qui a induit une sphère économique plus mobile, mais aussi moins bienveillante.

En résumé, l'invocation des auteurs anciens, qu'ils s'appellent Smith, Keynes ou Friedman, n'apporte que peu de lucidité. La clairvoyance exige une attitude empirique, car chacun est novice devant les variations de l'économie.

Bien sûr, cette dernière entretient ses invariants.

Mais vouloir absolument circonscrire une crise dans une typologie éprouvée et idéologiser ses solutions relève du manque de sens critique. Les modes d'organisation passés étaient adaptés lorsque les marchés financiers et commerciaux étaient peu mobiles. Mais, de nos jours, les marchés actualisent les variations des paramètres économiques plutôt que ne les lissent dans le temps. Ils fonctionnent comme un cours de Bourse, dont le fondement et la conséquence sont l'expression d'une volatilité.

La crise formule un avertissement : la fin des postulats politiques destinés à domestiquer les cycles économiques. L'économie exigera une plasticité et une mobilité croissante afin d'épouser les aléas de la conjoncture, qui éclairent les côtés sombres de la mondialisation. D'ailleurs, on peut difficilement défendre deux postures contradictoires : prédire la dislocation de l'ordre économique ancien et, en même temps, exhumer des théories désuètes pour trouver des solutions. La leçon est beaucoup plus simple : chaque crise est un premier de cordée et la mondialisation attaque désormais l'économie par la face nord.

*L'Écho*, blog, septembre 2014

---

## Il faut un choc inflationniste

---

Une déflation est bien pire qu'une inflation. En effet, une inflation peut être combattue par une augmentation autoritaire des taux d'intérêt et des contrôles de prix et salaires, moyennant un tassement économique. Par contre, une déflation est une épouvantable résignation, parce que la politique monétaire classique devient inopérante. Elle entraîne le chômage, un marasme économique et une augmentation du taux d'intérêt réel (c'est-à-dire après déduction de l'inflation) des emprunts (publics et privés), qui contrarie les investissements. Une déflation s'accompagne d'ailleurs souvent du piège de la liquidité, qui est une situation caractérisée par l'accumulation d'épargnes de précaution malgré des taux d'intérêt très bas. À titre d'exemple, la vitesse de la monnaie, c'est-à-dire le rythme auquel les billets « tournent » dans l'économie, a baissé de 50 %

en cinq ans. Il n'est donc pas possible de stimuler la compétitivité et de baisser les déficits publics en période de déflation.

Les causes de cette déflation sont multiples : il y a évidemment une désindustrialisation et l'onéreux État-providence, dont il faudra solder l'endettement. Pendant trop longtemps, l'Europe a cru pouvoir prolonger un modèle d'économie industrielle alors que l'économie de marché est désormais fondée sur la flexibilité des facteurs de production et surtout sur la versatilité des foyers de croissance. L'État ne peut donc plus jouer le même rôle redistributif que celui que la reconstruction d'après-guerre et le modèle manufacturier avaient autorisé.

Pourtant, il y a deux autres causes majeures.

La première erreur relève d'une grave myopie politique. Dès la crise de 2008, il était évident qu'un terrible choc allait affecter l'économie réelle. En effet, la crise de 2008 n'était pas uniquement une crise des *subprimes*, mais également un basculement sociétal fondamental. L'économie marchande adoptait les règles du libre-échange mondialisé, dont l'ouverture des marchés et de l'Internet avait scellé les fondations. L'année 2008 représenta une immersion brutale dans un capitalisme anglo-saxon dont le modèle est désormais devenu une norme de croissance.

Ce choc de 2008 activa les stabilisateurs économiques des États, qui durent, de surcroît, recapitaliser ou nationaliser les banques. La croissance de leur endettement était donc inéluctable, d'autant que le choc du vieillissement de la population commença à embraser les dépenses de pension. Si l'endettement des États s'enflamma pour des raisons légitimes, il révéla aussi son effarante réalité : depuis des décennies, l'endettement étatique sert à financer des dépenses de fonctionnement plutôt qu'à investir dans des projets porteurs de croissance collective. Nous vivons donc aux dépens des futures générations. Certains hommes politiques, tel Jacques Delors, avaient pourtant préconisé d'asseoir l'Europe économique sur de grands travaux. Ils n'ont pas été écoutés.

Face à la croissance de l'endettement public, dont les modalités furent d'ailleurs différentes selon les États membres de la zone euro, les autorités européennes décidèrent d'imposer de violentes politiques d'austérité. C'était évidemment une erreur totale. Dans les années trente, Keynes exhorta les pays en déflation à ne pas aggraver cette dernière par des politiques de rigueur. Il ne fut pas entendu alors que toutes les politiques

déflationnistes échouèrent (Laval en France, Hoover aux États-Unis, Brüning en Allemagne, etc.), jusqu'à devenir des ferments de violence militaire.

La contraction budgétaire est aujourd'hui scellée dans un pacte européen, qui va inévitablement catalyser la contorsion économique. Ce pacte exige de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport de la dette publique sur le P.I.B. de 60 %. Le pourcentage de 60 % n'est pas neuf, puisqu'il fondait un des critères d'accession à la zone euro en 1999. Cette norme se conjugue désormais à ce qu'on appelle la « règle d'or », qui exige de ne pas dépasser un déficit « structurel », c'est-à-dire compte non tenu des aléas conjoncturels, égal à 0,5 % du produit intérieur brut (P.I.B.). Faute de pouvoir réaliser une dévaluation monétaire « externe », l'Europe a imposé une dévaluation « interne », à savoir une contraction budgétaire et des modérations salariales, traduites par l'exigence de programmes d'austérité, désormais consacrés par le pacte budgétaire.

L'autre cause de la déflation est l'euro, dont les erreurs de conception apparaissent désormais avec effroi. C'est ainsi que la logique des pays du nord, qui était fondée sur une désinflation compétitive, se transforme en déflation « récessionnaire ». L'euro est devenu une monnaie génétiquement déflationniste et nous tombons dans un piège à la japonaise, c'est-à-dire celui d'une monnaie forte assortie d'un manque d'inflation et d'une croissance faible.

L'Allemagne impose sa souveraineté monétaire à la zone euro. Contre toute logique collective, l'obstination politique germanique écarte l'inflation, alors que l'assouplissement monétaire est poursuivi par les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Malheureusement, la déflation rendra les dettes publiques impayables. Sans inflation, je crains que nous sortions de cette crise d'endettement public par des effacements de dettes publiques dans les pays du sud de l'Europe.

De plus, un autre risque se précise : c'est la hausse des taux d'intérêt réels. Les banques centrales ont toutes affirmé qu'elles garderaient les taux d'intérêt à un niveau plancher, mais cela ne vaut que pour les taux à court terme. Les taux à long terme sont, quant à eux, déterminés par les marchés. Et il faut s'y préparer, car ces taux d'intérêt à long terme vont augmenter pour plusieurs raisons : aboutissement progressif de l'assou-

plissement monétaire aux États-Unis (qui est équivalent à une baisse artificielle des taux à court terme de 2 %), chute des devises émergentes, poussées d'inflation, etc. Une déflation aggraverait cette hausse des taux d'intérêt réels, qui serait catastrophique pour l'Europe.

Que devrions-nous faire ? Aucune solution n'est idéale. Pourtant, il faudrait créer un choc d'inflation, c'est-à-dire déprécier fortement l'euro par un immense assouplissement quantitatif, soit un refinancement massif (correspondant à une création monétaire) des dettes publiques des pays fragilisés. En d'autres termes, il faudrait s'inspirer de la politique monétaire japonaise contemporaine, puisque nous tombons dans un scénario nippon. Une inflation risquerait, bien sûr, d'entraîner une hausse des taux d'intérêt nominaux, mais on peut imaginer que les États contrôlent suffisamment le circuit du crédit pour la neutraliser temporairement. Toutefois, cela ne suffira pas : il faudra réaliser que le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas la solution alors que l'économie se contracte. Mieux vaut, en effet, de grands projets d'infrastructure destinés à moderniser l'Europe au-delà des États-nations. L'Europe n'y est pas encore préparée et elle n'y sera probablement jamais. Elle s'apprête à vivre une décennie aride. Mais qu'on ne s'y trompe pas : la monnaie et l'ordre social ne sortiraient pas indemnes d'une déflation. Ce serait la dernière défaite de l'euro, qui n'est plus une monnaie européenne commune, mais une monnaie unique d'inspiration allemande, c'est-à-dire une monnaie trop forte pour de nombreuses économies en souffrance.

*L'Écho*, janvier 2014

## **Quand le chômage remplace une dévaluation**

---

La crise de l'euro est loin d'être achevée, puisque les différences entre les pays du nord et du sud de l'Europe restent très profondes.

Ces différences illustrent d'ailleurs le vice de construction inhérent à l'euro : la monnaie unique a tenté d'unifier, sous un même étalon de mesure, des économies nationales que des dévaluations ou réévaluations permettaient d'adapter à leurs faiblesses et forces respectives.

En figeant la monnaie, on reporte une dévaluation des pays faibles (pays méditerranéens et France) sur le chômage et on déplace une réévaluation sur le plein emploi des pays forts (Allemagne, par exemple).

Mais il y a plus : les pays du nord tentent d'imposer une désinflation compétitive à l'Europe, c'est-à-dire un contexte caractérisé par un euro « désinflaté » et potentiellement « récessionnaire ».

C'est ainsi que les autorités européennes imposent, à contretemps de la crise, une rigueur budgétaire et monétaire.

Il faut sortir de cette logique. Les pays du nord doivent stimuler leur consommation intérieure tout en finançant, au travers d'investissements productifs, l'économie privée du sud. Concomitamment, il faut exacerber la mobilité du travail.

C'étaient les deux conditions nécessaires (mais pas suffisantes) à la création de la zone monétaire optimale que la zone euro était censée incarner.

Elles restent valables.

*L'Écho*, blog, janvier 2014

## **L'austérité généralisée est un cul-de-sac monétaire**

---

Depuis plusieurs mois, un sentiment se diffuse dans toute l'économie européenne : c'est la fatigue de la crise et, surtout, de l'austérité. Plus personne ne comprend le bien-fondé de cette rigidification budgétaire qui accable certains pays en manque de croissance. Chacun s'interroge sur le risque de la combinaison d'une monnaie forte et d'une austérité budgétaire qui accroît les inégalités et saccage l'emploi. Dans certains pays du sud, des millions de jeunes renouent avec une vague de pauvreté héritée des années trente. Même les dirigeants s'en émeuvent : le président du Parlement européen parle de l'état « lamentable » de l'Union européenne, tandis que le premier ministre italien évoque la mort de son pays sous l'austérité.

En réalité, l'Europe fait face à une double crise, qui exige une grille de lecture politique.



Il y a, tout d'abord, la crise économique, qui contracte la demande intérieure. Initialement, la Commission avait cru pouvoir nier la profondeur de ce ressac conjoncturel en imposant des politiques budgétaires restrictives, c'est-à-dire en obligeant les pays à revenir à l'équilibre des finances publiques. Cette orientation défiait le bon sens. Il faut, bien sûr, réduire les dépenses publiques excessives, flexibiliser le travail et adapter les finances publiques au vieillissement de la population. Il faut aussi admettre la fin de l'État-providence, qui s'est échoué dans une immense dette publique. Pourtant, une forte contraction des dépenses publiques au milieu d'une dépression économique est contraire à toute théorie financière raisonnable. Si tant est que cette orientation ait pu être confortée par le maintien de l'homogénéité de l'euro, on constate aujourd'hui que c'est un échec. C'était prévu, donc prévisible : les uns après les autres, les pays de la zone euro repoussent le retour à l'équilibre budgétaire.

Ensuite, il y a la crise de l'euro, qui révèle une hétérogénéité croissante entre les pays qui ont adopté la monnaie unique. Cette dernière était censée fluidifier l'harmonie entre les peuples, mais c'est le contraire qui est constaté. L'euro cristallise désormais les rancœurs économiques et sociales. La dégradation des relations franco-allemandes est, à cet égard, édifiante. Ces deux pays sont les ciments de l'union monétaire. Or les divergences séculaires qui les caractérisent émergent violemment. La monnaie qui les lie devient un facteur profond d'irritation politique.

Pendant les sept premières années de la monnaie unique, l'Europe a vécu dans l'illusion de l'endettement facile aux conditions de l'Allemagne, dont les pays faibles avaient emprunté le rating. Et puis, dès l'éclatement de la crise, c'est l'austérité qui a été invoquée pour faire plier ces mêmes économies, au motif de la cohésion monétaire. Aujourd'hui, à lire les déclarations des responsables européens, on ressent l'absence de direction. À force d'hésitations, le parcours monétaire européen devient illisible. Faut-il infléchir la discipline budgétaire, comme le revendiquent une majorité de dirigeants, ou, au contraire, augmenter les taux d'intérêt, suivant les revendications de la chancelière allemande ? Il n'y a aucun consensus.

Auparavant, un pays en décrochage pouvait dévaluer sa monnaie et stimuler ses exportations, au prix d'une inflation importée. La dévaluation permettait de juxtaposer la monnaie à la faiblesse d'une économie.

Cette solution, tout aussi imparfaite qu'elle puisse paraître, imposait des ajustements économiques, qu'on pouvait espérer salvateurs. Mais aujourd'hui, l'arme de la dévaluation n'est plus accessible : seule la dévaluation interne est possible, c'est-à-dire une baisse de la consommation intérieure destinée à augmenter la compétitivité extérieure. À court terme, cette politique conduit à un accroissement du chômage et des inégalités, qui peut se traduire par des chocs sociaux.

Sans faire preuve de catastrophisme, je crois que le devenir de la monnaie unique est mis en joue par la crise et le manque d'alignement des gouvernants sur un projet économique. Il faudrait aussi revenir à l'essence de la politique monétaire, c'est-à-dire à une gestion politique de la monnaie. En effet, sans ancrage politique et adhésion populaire, le symbole monétaire ne peut pas discipliner une économie « réelle ».

Cette exigence d'une gestion politique de la monnaie repose sur un constat imparable : l'austérité conduit à un risque monétaire grandissant puisqu'elle renforce le poids de l'euro, qui devient inadapté aux pays du sud de l'Europe. C'est à ce niveau que le dilemme se situe : au travers de l'austérité, l'Europe veut diminuer l'endettement public afin d'éviter que la Banque centrale européenne soit obligée de le refinancer, mais cette même austérité accroît l'endettement et déstabilise la monnaie.

Évidemment, la Banque centrale européenne ne peut pas devenir le comptoir d'escompte de toutes les dettes publiques des pays en difficulté. Pourtant, on doit donc considérer conjointement la politique budgétaire et la politique monétaire, c'est-à-dire appliquer une orientation politique à la Banque centrale européenne. Cette dernière devrait idéalement refléter la représentation populaire du Parlement européen. En période de crise profonde, il est, en effet, difficile d'admettre que l'institut d'émission monétaire puisse se prévaloir d'une autorité absolue et se limiter à subordonner la monnaie à un objectif d'inflation, sans tenir compte de la croissance économique. La Banque centrale européenne ne peut donc pas être un contre-pouvoir politique, car cela la disqualifierait tout en alimentant des revendications sociales.

Pour sauver l'euro, on devrait s'orienter vers un accroissement de l'offre de monnaie ou, pour parler plus simplement, vers une utilisation raisonnable de la planche à billets, au risque d'alimenter certaines bulles d'actifs. Je reste convaincu que ce sera l'inflation qui allégera la valeur re-

lative des dettes publiques. Cette réalité n'est pas encore apparente, parce que la création monétaire ne se répercute que péniblement sur l'économie réelle, eu égard à la viscosité des circuits bancaires. Mais il ne fait plus aucun doute qu'à un certain moment, la création monétaire se traduira par une dilution des dettes publiques. Au reste, le dernier rapport de la Banque centrale européenne s'inquiète du manque d'inflation.

En conclusion, deux risques m'apparaissent sous-estimés. Le premier est d'ordre monétaire. La monnaie unique a été adoptée sans que la zone euro soit préparée à être un espace monétaire optimal, caractérisé par une décroissance du rôle des États, une harmonisation budgétaire et fiscale, et une mobilité des travailleurs. En d'autres termes, la monnaie unique était plutôt un postulat politique qu'une réalité monétaire. La question se pose donc de savoir si, désormais, la monnaie, en tant que telle, suffira à absorber l'absence de fondements économiques de sa propre existence. Si ce n'est pas le cas, il faudra considérer une dislocation de la zone euro ou, au mieux, une augmentation de la création monétaire par la Banque centrale européenne, afin que l'économie soit fluidifiée par l'inflation.

Le second risque est de nature sociale et donc politique. L'euro n'est plus un projet socialement fédérateur et il est même source de profonds ressentiments sociaux dans les pays du sud. L'atténuation de ce risque social était opérée, dans le passé, par le nationalisme monétaire et la discipline de la dévaluation. Or ces outils ne nous sont, aujourd'hui, plus accessibles. En rigidifiant la monnaie, on doit, en effet, accepter que d'autres paramètres deviennent mobiles. Il est donc théoriquement possible que l'euro se transforme, par l'absence de possibilité d'ajustement monétaire, en un facteur de déstabilisation sociale. Autrement dit, le nationalisme politique pourrait devenir un substitut à un nationalisme qui, auparavant, n'était que monétaire. Si cette réalité se confirmait, ce serait un grave échec, car la forme de l'ajustement social est imprécise.

C'est ainsi qu'à un certain moment, il faudra relâcher les contraintes budgétaires et monétaires avant que l'Europe s'effondre sous le poids de l'austérité. Le prix Nobel Stiglitz postule d'ailleurs que cette dernière s'assimile à un suicide économique. Est-ce le cas ? L'avenir nous le dira, mais ce n'est pas exclu. À mon intuition, ceux qui prônent la rigueur budgétaire implacable pour sortir d'une situation « récessionnaire » sont

gravement dans l'erreur. Non seulement l'erreur historique, mais aussi l'erreur d'appréciation.

À partir du moment où la dette publique atteint des sommets que la croissance économique ne peut plus éroder, c'est seulement par la perte contrôlée de valeur de la monnaie, c'est-à-dire l'inflation, qu'une économie peut retrouver des bases stabilisées. Le risque de l'erreur de jugement des prophètes de l'inflexibilité budgétaire obstinée, c'est que l'ordre social soit, à un moment, perturbé et conduise à des discontinuités politiques.

*L'Écho*, juillet 2013

---

## Le choc des économies émergentes

---

Le choc qui est subi par les économies émergentes rappelle la fragilité de la reprise économique et, surtout, ses inégalités sociales.

Cette situation ramène aux houles monétaires qui ont traversé ces mêmes économies dans les années septante, après que la politique monétaire américaine a conduit à abandonner l'étalon-or.

Les circonstances ne sont pas les mêmes, mais on connaît les recettes de la mauvaise chimie qui combine une dévaluation brutale d'une devise avec un endettement public élevé.

Cela conduit à une vague d'inflation et à des chocs sociaux. Ces chocs sociaux ne sont parfois pas correctement apaisés et on voit la jeunesse du monde émergent s'insurger contre les égarements monétaires de ses aînés.

Le monde change, mais rien ne change : on constate une guerre des devises, des dévaluations concurrentielles et des vagues d'inflation qui se forment au loin.

Et j'oubliais : il y a eu beaucoup de coups d'État dans les années septante.

*L'Écho*, blog, janvier 2013



# Une monnaie unique mais plus commune

## L'euro nous a dépouillés d'une insouciance historique

---

D'aucuns accusent les institutions européennes d'être le reflet d'un modèle libéral.

Pourtant, la réalité de notre cadre politique me semble plus subtile, car nous opposons deux forces contradictoires et – qui sait ? – complémentaires.

En effet, nous avons adopté un modèle libéral d'économie de marché à travers la monnaie unique, puisque celle-ci exigeait une mobilité des facteurs de production fondée sur le libre-échange.

Mais, en même temps, nous avons tissé un lien de solidarité sociale par l'intermédiaire des dettes publiques colossales, que certains voudraient d'ailleurs mutualiser.

Tout s'est donc passé comme si la dette publique et la monnaie unique constituaient des forces de rappel mutuelles ou comme si l'Europe acceptait d'entrer dans l'économie de marché sous la protection d'une solidarité sociale renforcée.

L'Europe confronte donc deux modèles, celui du capital (par le signe monétaire de l'euro) et celui du travail (stimulé et taxé, par l'endettement public).

La dette est ancienne et l'euro est jeune.

Qui sera le plus obstiné ? Ce n'est pas clair.

Mais une chose est certaine : l'euro nous a dépouillés d'une innocence historique, à savoir la croissance par endettement.

*L'Écho*, blog, juillet 2013

## L'euro va faire très mal

---

La complexité de la crise de l'euro, conjuguée à celle des dettes souveraines, a noyé dans l'actualité un des principaux faits politiques de ces dernières années, voire la décision politique la plus importante depuis la signature du traité de Maastricht, en 1992. Il s'agit de l'approbation récente du pacte budgétaire européen, officiellement appelé « traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (T.S.C.G.) ».

Quelles sont les disciplines de ce pacte? Il s'agit, de manière simplifiée, de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport de la dette publique sur le P.I.B. de 60 %. Ce pourcentage de 60 % n'est pas neuf, puisqu'il fondait un des critères d'accès à la zone euro en 1999. Cette obligation se conjugue désormais avec ce qu'on appelle la « règle d'or », qui exige un retour à l'équilibre (ou à l'excédent) budgétaire selon des modalités satinées, mais rigoureuses.

Le pacte budgétaire ne signifie pas qu'il faille rembourser l'endettement public, puisque ce dernier est exprimé en pourcentage du P.I.B. La croissance du P.I.B. contribue, par exemple, à la diminution relative de l'endettement public. Force est néanmoins de constater qu'une réduction du rapport dette publique/P.I.B. de 5 % par an est plus un postulat incantatoire qu'une réalité opératoire en l'absence de croissance économique.

On peut incidemment s'interroger sur la pertinence d'un rapport idéal de dette publique/P.I.B. de 60 %, alors que la plupart des dettes publiques ont légitimement explosé en réaction à la crise économique. En bonne logique keynésienne, il conviendrait d'ailleurs que l'État étende, plutôt qu'il contracte, sa stimulation économique en cas de tassement de la conjoncture.

Et puis, quelle est encore la pertinence d'un rapport de 60 % alors que ce dernier fut élaboré il y a une vingtaine d'années pour correspondre à l'état de l'économie de la fin du millénaire précédent? À l'époque, il était convenu qu'un État puisse avoir un déficit d'investissement (pour le financement de grands travaux, etc.) de 3 % du P.I.B. dans un contexte de croissance nominale de celui-ci de 5 %, ce qui conduit mécaniquement à un endettement structurel de 3/5, soit 60 %. Ces chiffres sont désormais incongrus, sachant que c'est la substance même du rôle de l'État, c'est-à-

dire un modèle d'État-providence financé par l'endettement, qui est en cause, dans une conjoncture atone.

Il ne faut pas s'y tromper : sans qu'on puisse être accusé d'être souverainiste, le pacte budgétaire dépouille les États membres de la zone euro d'un degré de liberté majeur. Il aligne les politiques budgétaires et fiscales des pays de la zone euro de manière coercitive. Le degré de liberté individuelle des États est donc devenu accessoire, puisque le droit d'élaborer un budget et de lever des impôts est implicitement transféré à la technocratie européenne, où les décisions politiques sont diluées. Après la perte du droit de battre monnaie, il s'agit de l'abandon de la souveraineté fiscale et budgétaire. Faute d'avoir bâti l'euro sur une union solide, c'est celui-ci qui induit désormais une discipline fiscale et budgétaire.

Avant la signature du pacte budgétaire, la zone euro était caractérisée par une monnaie devenue fédérale et des politiques nationales restées confédérales. Le pacte budgétaire annihile une approche westphalienne de l'économie européenne, en référence au traité de Westphalie de 1648, qui consacra la notion d'États européens indépendants et la fin d'une gouvernance universelle. L'Europe budgétaire se substitue aux États membres hétérogènes plutôt qu'elle les prolonge.

Le pacte budgétaire conduit à aligner des économies européennes hétérogènes sur une devise surévaluée (l'euro étant devenu l'héritier du deutsche mark). L'euro empêche toute dévaluation : on ne dévalue pas sa monnaie par rapport à elle-même. Cette situation a conduit à une appréciation du cours de change réel des pays périphériques, à cause d'une inflation plus forte que celle des pays du nord de l'Europe. Faute de pouvoir réaliser une dévaluation monétaire « externe », l'Europe a imposé une dévaluation « interne », c'est-à-dire une contraction budgétaire et des modérations salariales, traduites par l'exigence de programmes d'austérité, désormais consacrés par le pacte budgétaire. C'est ainsi que la logique des pays du nord, qui était fondée sur une désinflation compétitive, pourrait se transformer en (quasi) déflation « récessionnaire ». Cette réalité est une des nombreuses fissures de l'édifice monétaire européen : l'euro est devenu un dérivé du deutsche mark, c'est-à-dire une monnaie déflationniste et forte qui impose un appauvrissement à ses composantes nationales faibles.



L'approbation du pacte budgétaire révèle une gigantesque mutation politique, puisque la souveraineté budgétaire et fiscale nationale est transférée à l'Europe. En termes économiques, le bouleversement n'est pas moindre : la réponse à la crise consiste en l'alignement budgétaire et la réduction des déficits publics, singulièrement mise en œuvre au milieu de la récession. C'est une combinaison de l'approche luthérienne allemande et de l'approche calviniste néerlandaise qui va prévaloir, à savoir que les déficits budgétaires doivent être remboursés par l'épargne et la rigueur plutôt que par la création monétaire. Le pouvoir d'achat de la monnaie sera maintenu au prix d'une récession dans les pays faibles, déjà accablés par le chômage et des dettes publiques impayables.

Sans s'avancer dans des territoires idéologiques marécageux, le pacte budgétaire affirme la suprématie temporaire de la monnaie sur le travail, puisque la contrepartie d'une monnaie forte est le chômage des pays faibles et de la jeunesse. Mais il y a plus : ce pacte consacre l'abandon d'une intégration européenne solidaire. Coincé entre ces paramètres d'équilibres budgétaires européens et une devise qui ne lui appartient plus, chaque pays sera désormais confronté brutalement à ses déficits de compétitivité.

Aujourd'hui, les programmes d'austérité et l'ascétisme monétaire nous ont conduits au bord d'un abîme de déflation, c'est-à-dire le pire des scénarios économiques, puisque la déflation est le grippage de l'économie.

Il reste à espérer que l'euro ne soit pas désormais une monnaie génétiquement déflationniste et que nous ne tombions pas dans un piège à la japonaise, c'est-à-dire celui d'une monnaie forte assortie d'un manque d'inflation et d'une croissance infime. Si c'est le cas, alors il faudra s'interroger rétrospectivement sur le bien-fondé des politiques d'austérité budgétaire et de gestion contractée de la monnaie. En effet, un scénario à la japonaise n'est pas un accablement providentiel, mais le résultat d'une politique choisie. Il reste aussi à espérer que les lois d'airain budgétaires ne portent pas en elles le ferment de réactions sociales inattendues alors que nous traversons la plus grave crise économique et sociale depuis les années trente.

*L'Écho*, décembre 2013

## Un cul-de-sac monétaire ?

---

Un sentiment se diffuse dans toute l'économie européenne : c'est la fatigue de la crise et, surtout, de l'austérité.

Plus personne ne comprend le bien-fondé de cette rigidification budgétaire qui accable certains pays en manque de croissance.

Chacun s'interroge sur le risque de la combinaison d'une monnaie forte et d'une austérité budgétaire qui accroît les inégalités et saccage l'emploi. Dans certains pays du sud, des millions de jeunes renouent avec une vague de pauvreté héritée des années trente.

Même les dirigeants s'en émeuvent : le président du Parlement européen parle de l'état « lamentable » de l'Union européenne, tandis que le premier ministre italien évoque la mort de son pays sous l'austérité.

En réalité, l'Europe fait face à une double crise, qui exige une grille de lecture politique.

Il y a, tout d'abord, la crise économique, qui contracte la demande intérieure. Initialement, la Commission avait cru pouvoir nier la profondeur de ce ressac conjoncturel en imposant des politiques budgétaires restrictives, c'est-à-dire en obligeant les pays à revenir à l'équilibre des finances publiques.

Cette orientation défiait le bon sens.

Il faut, bien sûr, réduire les dépenses publiques excessives, flexibiliser le travail et adapter les finances publiques au vieillissement de la population. Il faut aussi admettre la fin de l'État-providence, qui s'est échoué dans une immense dette publique.

Pourtant, une forte contraction des dépenses publiques au milieu d'une dépression économique est contraire à toute théorie financière raisonnable. Si tant est que cette orientation ait pu être confortée par le maintien de l'homogénéité de l'euro, on constate aujourd'hui que c'est un échec.

C'était prévu, donc prévisible : les uns après les autres, les pays de la zone euro repoussent discrètement le retour à l'équilibre budgétaire.

Ensuite, il y a la crise de l'euro, qui révèle une hétérogénéité croissante entre les pays qui ont adopté la monnaie unique. Cette dernière était cen-

sée fluidifier l'harmonie entre les peuples, mais c'est le contraire qui est constaté.

L'euro cristallise désormais les rancœurs économiques et sociales. La dégradation des relations franco-allemandes est, à cet égard, édifiante. Ces deux pays sont les ciments de l'union monétaire. Or les divergences séculaires qui les caractérisent émergent violemment. La monnaie qui les lie devient un facteur profond d'irritation politique.

Pendant les sept premières années de la monnaie unique, l'Europe a vécu dans l'illusion de l'endettement facile aux conditions de l'Allemagne, dont les pays faibles avaient emprunté le rating. Et puis, dès l'éclatement de la crise, c'est l'austérité qui a été invoquée pour faire plier ces mêmes économies, au motif de la cohésion monétaire.

Aujourd'hui, à lire les déclarations des responsables européens, on ressent l'absence de direction. À force d'hésitations, le parcours monétaire européen devient illisible.

Faut-il infléchir la discipline budgétaire, comme le revendiquent une majorité de dirigeants, ou, au contraire, augmenter les taux d'intérêt, suivant les revendications de la chancelière allemande? Il n'y a aucun consensus.

Auparavant, un pays en décrochage pouvait dévaluer sa monnaie et stimuler ses exportations, au prix d'une inflation importée. La dévaluation permettait de juxtaposer la monnaie à la faiblesse d'une économie. Cette solution, tout aussi imparfaite qu'elle puisse paraître, imposait des ajustements économiques, qu'on pouvait espérer salvateurs.

Mais aujourd'hui, l'arme de la dévaluation n'est plus accessible : seule la dévaluation interne est possible, c'est-à-dire une baisse de la consommation intérieure destinée à augmenter la compétitivité extérieure. À court terme, cette politique conduit à un accroissement du chômage et des inégalités, qui peut se traduire par des chocs sociaux.

Sans faire preuve de catastrophisme, je crois que le devenir de la monnaie unique est mis en joue par la crise et le manque d'alignement des gouvernants sur un projet économique.

Il faudrait aussi revenir à l'essence de la politique monétaire, c'est-à-dire à une gestion politique de la monnaie.

En effet, sans ancrage politique et adhésion populaire, le symbole monétaire ne peut pas discipliner une économie « réelle ». Cette exigence d'une gestion politique de la monnaie repose sur un constat imparable : l'austérité conduit à un risque monétaire grandissant puisqu'elle renforce le poids de l'euro, qui devient inadapté aux pays du sud de l'Europe.

C'est à ce niveau que le dilemme se situe : au travers de l'austérité, l'Europe veut diminuer l'endettement public afin d'éviter que la Banque centrale européenne soit obligée de le refinancer, mais cette même austérité accroît l'endettement et déstabilise la monnaie.

Évidemment, la Banque centrale européenne ne peut pas devenir le comptoir d'escompte de toutes les dettes publiques des pays en difficulté.

Pourtant, on doit donc considérer conjointement la politique budgétaire et la politique monétaire, c'est-à-dire appliquer une orientation politique à la Banque centrale européenne. Cette dernière devrait idéalement refléter la représentation populaire du Parlement européen. En période de crise profonde, il est, en effet, difficile d'admettre que l'institut d'émission monétaire puisse se prévaloir d'une autorité absolue et se limiter à subordonner la monnaie à un objectif d'inflation, sans tenir compte de la croissance économique.

La Banque centrale européenne ne peut donc pas être un contre-pouvoir politique, car cela la disqualifierait tout en alimentant des revendications sociales.

Pour sauver l'euro, on devrait s'orienter vers un accroissement de l'offre de monnaie ou, pour parler plus simplement, vers une utilisation raisonnable de la planche à billets, au risque d'alimenter certaines bulles d'actifs. Je reste convaincu que ce sera l'inflation qui allégera la valeur relative des dettes publiques.

Cette réalité n'est pas encore apparente, parce que la création monétaire ne se répercute que péniblement sur l'économie réelle, eu égard à la viscosité des circuits bancaires. Mais il ne fait plus aucun doute qu'à un certain moment, la création monétaire se traduira par une dilution des dettes publiques.

Au reste, le dernier rapport de la Banque centrale européenne s'inquiète du manque d'inflation.

En conclusion, deux risques m'apparaissent sous-estimés.

Le premier est d'ordre monétaire. La monnaie unique a été adoptée sans que la zone euro soit préparée à être un espace monétaire optimal, caractérisé par une décroissance du rôle des États, une harmonisation budgétaire et fiscale, et une mobilité des travailleurs.

En d'autres termes, la monnaie unique était plus un postulat politique qu'une réalité monétaire. La question se pose donc de savoir si, désormais, la monnaie, en tant que telle, suffira à absorber l'absence de fondements économiques de sa propre existence.

Si ce n'est pas le cas, il faudra considérer une dislocation de la zone euro ou, au mieux, une augmentation de la création monétaire par la Banque centrale européenne, afin que l'économie soit fluidifiée par l'inflation.

Le second risque est de nature sociale et donc politique. L'euro n'est plus un projet socialement fédérateur et il est même source de profonds ressentiments sociaux dans les pays du sud. L'atténuation de ce risque social était opérée, dans le passé, par le nationalisme monétaire et la discipline de la dévaluation. Or ces outils ne nous sont, aujourd'hui, plus accessibles.

En rigidifiant la monnaie, on doit, en effet, accepter que d'autres paramètres deviennent mobiles. Il est donc théoriquement possible que l'euro se transforme, par l'absence de possibilité d'ajustement monétaire, en un facteur de déstabilisation sociale.

Autrement dit, le nationalisme politique pourrait devenir un substitut à un nationalisme qui, auparavant, n'était que monétaire.

Si cette réalité se confirmait, ce serait un grave échec, car la forme de l'ajustement social est imprécise. C'est ainsi qu'à un certain moment, il faudra relâcher les contraintes budgétaires et monétaires avant que l'Europe s'effondre sous le poids de l'austérité.

Le prix Nobel Stiglitz postule d'ailleurs que cette dernière s'assimile à un suicide économique. Est-ce le cas ? L'avenir nous le dira, mais ce n'est pas exclu. À mon intuition, ceux qui prônent la rigueur budgétaire implacable pour sortir d'une situation « récessionnaire » sont gravement dans l'erreur. Non seulement l'erreur historique, mais aussi l'erreur d'appréciation.

À partir du moment où la dette publique atteint des sommets que la croissance économique ne peut plus éroder, c'est seulement par la perte contrôlée de valeur de la monnaie, c'est-à-dire l'inflation, qu'une économie peut retrouver des bases stabilisées. Le risque de l'erreur de jugement des prophètes de l'inflexibilité budgétaire obstinée, c'est que l'ordre social soit, à un moment, perturbé et conduise à des discontinuités politiques.

*L'Écho*, blog, juin 2013

## **L'euro : une guerre de religion franco-allemande**

---

La monnaie est un phénomène insaisissable. Elle ramène immanquablement à des contextes non seulement socio-économiques, mais aussi religieux. En effet, les monnaies constituent un acte de foi collectif, puisqu'elles se bornent désormais à représenter la valeur plutôt qu'à la constituer (comme les pièces d'or). On pourrait même imaginer que les monnaies ressemblent aux dieux, puisqu'elles n'existent que le temps de rassembler des adeptes.

C'est ainsi que les chocs qui fissurent l'euro sont peut-être les lointains échos de la rupture confessionnelle qui a fracturé l'Europe au XVI<sup>e</sup> siècle au moment de la Réforme. En effet, le symbole de la monnaie unique dilue les attributs socio-religieux de nations très différentes. L'attitude de l'Allemagne et celle de la France en matière de création monétaire sont, à cet égard, très révélatrices.

L'Allemagne exige une monnaie forte. Cela reflète sa crainte (sans doute justifiée) de voir le deutsche mark, transformé en euro, faire l'objet de dévaluations successives. Les Allemands ont exigé l'indépendance politique de la Banque centrale européenne afin d'éviter que cette institution devienne le comptoir d'escompte des dettes publiques. De surcroît, pour les Allemands, une dette publique doit être financée par l'épargne privée, qui doit absolument garder son pouvoir d'achat. Outre-Rhin, il n'est donc pas question de rembourser la dette publique par la planche à billets. Depuis l'inflation de Weimar (1923) et la confiscation de leurs avoirs lors du remplacement du reichsmark par le deutsche mark en

1948, les Allemands exigent une monnaie forte, « désinflatée » et « disciplinante ».

Plus profondément, toute la sociologie allemande est bâtie sur la peur de l'inflation, découlant elle-même de l'influence du protestantisme, qui a dé-spiritualisé le temps et « temporalisé » la monnaie. Cet arrière-plan théologique pourrait expliquer pourquoi la dette est, aux yeux des Allemands, malsaine (le même terme allemand signifie « dette » et « faute »). En effet, c'est l'esprit austère du luthérianisme qui aurait catalysé le capitalisme moderne.

Le protestant ne consomme pas sa richesse et il l'emprunte encore moins. La réussite matérielle protestante conforte et confirme l'élection divine. Au contraire du catholicisme, qui est fondé sur la repentance, le culte réformé est, pour partie, basé sur la notion de prédestination. Cette dernière suppose une « preuve par le futur », puisqu'il convient de démontrer, par le travail et le réinvestissement productif de l'épargne, qu'on est à la hauteur de la destinée prévue par Dieu. Ceci exige une monnaie stable.

On est donc loin du catholicisme, qui a entretenu la dépendance de la monnaie par rapport aux valeurs spirituelles, rendant la dépréciation monétaire acceptable. Une lointaine trame catholique subordonne la monnaie au pouvoir et suscite une culpabilisation, voire une intolérance, par rapport à la richesse mobilière. C'est ainsi que la monnaie allemande se réévalue, tandis que les monnaies du sud de l'Europe catholique se dévaluent. En Allemagne, la monnaie est fondatrice, tandis qu'en France, elle est un outil régalién. Sa dévaluation est le reflet de sa subordination à l'exercice du pouvoir.

Cette résurgence des contextes religieux s'applique au différend monétaire entre les deux principaux partenaires de l'euro, à savoir la France, fille aînée de l'Église, et l'Allemagne, patrie de Luther.

Bien sûr, les facteurs religieux ne suffisent aucunement à expliquer totalement les divergences entre l'Allemagne et la France. L'histoire militaire a aussi forgé des altercations monétaires. La France a toujours reproché à l'Allemagne le paiement de dommages excessifs après sa défaite de 1870, tout en n'ayant jamais obtenu de juste compensation pour les guerres de 1914-1918 et – encore moins – de 1940-1945. De son côté, l'Allemagne reproche à la France d'avoir conduit le pays à la ruine à la

suite de l'hyperinflation de 1923 et au défaut de paiement en 1933, en application du traité de Versailles de 1919. Cela va même plus loin que la monnaie : les territoires français et allemands ont été délimités par des négociations monétaires, car l'Empire allemand fut signé par Bismarck à Versailles en 1870 au prix d'énormes dommages de guerre, tandis que l'aide européenne à la réunification allemande de 1990 fut négociée dans la ville symbolique de Strasbourg, en échange de l'entrée de l'Allemagne dans la zone euro. Ce n'est d'ailleurs pas une coïncidence si les deux premières tentatives d'unions monétaires à cours de change fixe (Union monétaire latine de 1965 et Bloc-or de 1933) excluaient l'Allemagne.

Il n'est donc pas certain que Luther et le Pape Léon X, qui l'excommunia pour s'attirer les faveurs de Charles Quint et de François I<sup>er</sup>, auraient signé le traité de Maastricht, puisque la monnaie unique constitue un rapprochement forcé de deux religions monétaires antagonistes.

L'euro survit parce que la France et l'Allemagne y trouvent un avantage temporaire : l'Allemagne a démultiplié son marché intérieur, tandis que la France a bénéficié des conditions d'emprunt allemandes pour consolider sa dette publique. En Allemagne, l'euro a bénéficié au secteur privé, tandis qu'en France, il a permis de renforcer le rôle de l'État à coût réduit. Cette réalité est-elle pérenne ? Rien n'est moins sûr. Il faudrait que les économies des deux pays s'alignent davantage et qu'une compréhension mutuelle fonde les équilibres monétaires et budgétaires. Sans ce rapprochement, la monnaie unique servira de révélateur à des dissensions religieuses ancestrales. Plus que jamais, la perpétuation de l'euro repose sur le fragile équilibre de l'axe franco-allemand.

*Non publié*



## Euro-sceptique ou eurozone-sceptique ?

---

Dans quelques années, c'est-à-dire quand se sera réalisé ce qui devra s'accomplir et que les chercheurs académiques disposeront d'une base de données assez solide pour en extraire des conclusions statistiques, on s'interrogera sur le bien-fondé d'avoir étendu si rapidement l'euro, qui est devenu un substitut progressif du deutsche mark, à des pays faibles.

On constatera alors l'évidence, à savoir qu'une économie n'est pas disciplinée par une monnaie qu'on lui impose, mais qu'au contraire, c'est la monnaie qui reflète la force d'une économie.

On sera perplexe quant au fait que l'euro aura escamoté la possibilité d'ajustements monétaires, pourtant sains, en remplaçant une dévaluation monétaire par une dévaluation interne, c'est-à-dire un appauvrissement tragique de la population, et une réévaluation monétaire par une stimulation de la consommation interne.

On soulèvera aussi la question de savoir comment une politique monétaire et budgétaire peut être homogène lorsqu'on l'applique à des économies très différentes.

Et enfin, on se demandera pourquoi des politiques d'austérité inouïes ont été imposées à des pays faibles au sein desquels l'État aurait dû prendre temporairement le relais à la suite du manque d'investissements privés.

Le risque, c'est que l'euro se soit assimilé à une identité de substitution et qu'il entraîne, à terme, une érosion de la pensée européenne.

C'est pour cela que les élections européennes de cette année donneront une orientation essentielle au projet européen.

Je crains que si l'Europe secrète une logique d'économie de marché anglo-saxonne alors que les États doivent se débattre avec d'inextricables problèmes d'ordonnancement budgétaire et d'endettement public, on doive faire face à des ruptures politiques importantes.

*L'Écho*, blog, janvier 2014

## Euro : du traité de Maastricht de 1992 au traité de Verdun de 843 ?

---

En 1997, Milton Friedman, prix Nobel d'économie, avait prévenu que l'euro entraînerait une désunion politique de l'Europe plutôt qu'une union monétaire.

Voici ce qu'il écrivait : « The drive for the Euro has been motivated by politics not economics. The aim has been to link Germany and France so closely as to make a future European war impossible, and to set the stage for a federal United States of Europe. I believe that adoption of the Euro would have the opposite effect. It would exacerbate political tensions by converting divergent shocks that could have been readily accommodated by exchange rate changes into divisive political issues. »

Je pense que Friedman avait une intuition correcte, même s'il peut être suspecté d'avoir, comme beaucoup d'Américains, influencé un courant de pensée « anti-euro » afin d'alimenter la prédominance du dollar.

Nous devons désormais vivre avec l'euro et assumer les erreurs de jugement de certains de ses fondateurs, qui ont, à tout le moins, étendu trop vite la zone euro, dans une précipitation plutôt politique qu'économique.

La crise a dévoilé des différences que la monnaie unique avait occultées temporairement. Du fond des âges, les tensions entre le catholique et le réformé, entre l'industriel, l'agriculteur et le marin, entre l'homme des plaines et celui des montagnes ressurgissent.

On distingue désormais le nord de l'Europe, au sein duquel la force de la monnaie est collectivement fondatrice, du sud du continent, où la monnaie a toujours été disqualifiée au profit des pouvoirs centralisateurs. L'euro, présenté comme un facteur de paix, garrotte désormais des économies qui s'effondrent sous une dévaluation interne, faute de pouvoir effectuer une dépréciation externe.

*L'Écho*, blog, décembre 2013

## Un euro de Lotharingie ?

---

L'euro survivra-t-il aux tensions socio-économiques qui traversent le continent ?

On distingue désormais le nord de l'Europe, au sein duquel la force de la monnaie est collectivement fondatrice, du sud du continent, où la monnaie a toujours été disqualifiée au profit des pouvoirs centralisateurs. L'euro, présenté comme un facteur de paix, garrote désormais des économies qui s'effondrent sous une dévaluation interne, faute de pouvoir effectuer une dépréciation externe.

Demain, si des secousses traversent l'Europe, nous verrons peut-être apparaître une monnaie germanique, regroupant les pays industriels et réformés du nord, c'est-à-dire l'Allemagne et les Pays-Bas autour desquels graviteront la Belgique, le Luxembourg, l'Autriche et quelques pays accessoires, favorisés par leur proximité géographique avec l'Allemagne.

La fracture sera peut-être opérée entre les pays catholiques et les pays réformés. Mais d'autres agrégats sont envisageables : une Rhénanie-Westphalie étendue, une zone d'économie industrielle (qui est centrée sur ses propres capacités de production manufacturière)...

Peut-être même que la zone monétaire ressemblerait alors à la Lotharingie de Louis le Germanique (806-876), petit-fils de Charlemagne, en 870 ?

En Belgique, une question serait alors posée quant aux choix monétaires. Il est possible que le Nord et le Sud ne partagent plus une vision homogène de la monnaie. C'est là que se situe le vrai risque de tourner la page de 1830.

*L'Écho*, blog, mai 2013

## Des intérêts négatifs : l'antimatière de la monnaie ?

---

La Banque centrale européenne vient d'annoncer qu'elle pourrait considérer une baisse du taux d'intérêt sur ses dépôts jusqu'à ce qu'il devienne négatif. Actuellement, ce taux, qui rémunère les dépôts des banques privées auprès de la Banque centrale européenne, est de 0 %. Un taux de dépôt négatif reviendrait à faire payer les banques privées pour placer leurs liquidités auprès de la Banque centrale européenne. Tout se passe comme si cette dernière protégeait tellement les dépôts qu'il faut payer cette garantie au-delà de la rémunération de l'argent. La Banque centrale européenne pousse donc indirectement les banques à prêter leurs liquidités excédentaires aux États ou à des débiteurs privés. Cette posture signale aux marchés que la cohésion de l'euro et l'intervention de la Banque centrale ne seront pas contrariées par des seuils symboliques.

Des taux d'intérêt négatifs ne relèvent pas de la sorcellerie financière. Bien sûr, il est troublant de penser que la Banque centrale européenne pénalise les dépôts de banques privées alors qu'elle émet également les billets, qui, eux aussi inscrits à son passif, gardent leur valeur nominale. Il s'agit donc de l'envers – ou plutôt de la face cachée – de la monnaie. De surcroît, des taux d'intérêt négatifs ne peuvent constituer qu'une situation temporaire, puisque l'intérêt est le « prix du temps » appliqué à la monnaie et qu'il n'existe pas de temps négatif.

Pourtant, de nombreux pays européens (Danemark, Suisse, Suède) ont déjà appliqué cette technique. Certains États de la zone euro ont même déjà emprunté à court terme à des conditions négatives lors des tensions souveraines des dernières années. Au reste, nous sommes déjà entrés dans le territoire des taux d'intérêt négatifs, puisque les taux d'intérêt réels, c'est-à-dire après déduction de l'inflation anticipée, sont négatifs. Il y a néanmoins une différence : des taux d'intérêt réels négatifs ne ponctionnent pas le capital (1.000 euros restent 1.000 euros, même si le taux d'intérêt est insuffisant pour couvrir l'inflation), tandis que des taux d'intérêt nominaux négatifs altèrent le capital (un dépôt de 1.000 euros est réduit à 990 euros, intérêts compris).

Pourquoi la Banque centrale européenne envisage-t-elle des taux d'intérêt négatifs ?

Cette réalité relève de la répression financière, d'une situation « récessionnaire » et d'un combat contre le désendettement. La répression financière est un contexte caractérisé par des taux maintenus artificiellement bas afin d'alléger le poids de la charge de la dette publique. La récession exerce aussi une pression sur les taux d'intérêt : les besoins d'investissement étant exceptionnellement faibles, la quantité de monnaie empruntée chute en dévalorisant son prix, c'est-à-dire le taux d'intérêt. S'ils étaient transposés à l'ensemble de l'économie, les taux d'intérêt négatifs seraient destinés à stimuler l'emprunt et la consommation, et à décourager l'épargne, puisqu'un dépôt d'argent serait pénalisé. La Banque centrale européenne veut aussi probablement s'assurer que les lignes de crédit ouvertes aux banques privées ne reviennent pas, sous forme de dépôts, dans son propre bilan.

L'économie est donc stagnante et ses circuits monétaires sont grippés. Elle est empêtrée dans le « piège de la liquidité », qui caractérise les périodes pendant lesquelles la consommation et l'investissement sont indifférents à l'offre de monnaie et aux taux d'intérêt minuscules.

Cette situation ne présente pas que des avantages : l'endettement des États est conforté par des taux faibles, voire négatifs. Les taux ne disciplinent plus les États, qui peuvent consolider leur endettement à coût réduit. Ils incitent aussi l'investisseur à prendre des risques additionnels, tout en contribuant à la formation de bulles d'actifs.

Les institutions financières qui tirent leur substance de la transformation d'échéances (banques, compagnies d'assurance vie) sont, quant à elles, confrontées à une inversion de la chaîne de création de valeur. Les banques, par exemple, possèdent des placements, qui sont traditionnellement de plus longue échéance que leurs passifs, c'est-à-dire les dépôts qui leur sont confiés. Une baisse des taux d'intérêt a, tout d'abord, un effet favorable sur le bilan au travers de plus-values latentes, mais cet avantage se dissout dans le temps. Des taux d'intérêt trop bas entraînent alors un reflux de la rentabilité. Les institutions financières sont, en effet, écartelées entre les rendements trop faibles sur leurs actifs et les demandes incompressibles de rémunération de leurs propres clients. En outre, au lieu de bénéficier d'une marge de transformation d'échéances des dépôts vers les placements des banques, ces dernières doivent absorber des coûts

opérationnels qui excèdent cette même marge. Cette pression est d'autant plus violente que la baisse des taux d'intérêt est forte.

En conclusion, avec des taux d'intérêt négatifs, nous entrerions dans un nouveau monde singulier. Il ressemblerait, sous une forme « faible », à une situation inflationniste. Les circuits bancaires étant actuellement trop visqueux pour traduire la création de monnaie en inflation, c'est la baisse autoritaire des taux monétaires qui s'y substituerait temporairement. En d'autres termes, la baisse du coût de l'argent se substitue à la faiblesse de sa circulation dans l'économie.

À mon intuition, des taux d'intérêt négatifs ne constitueraient pas une distorsion du marché, mais plutôt une confrontation avec la réalité de notre endettement public. Ce dernier trouve son exacte contrepartie dans la monnaie, dont il est le reflet : la dette publique a normalement la même valeur que celle des billets émis par les Banques centrales. Or on sait que les dettes publiques doivent être progressivement réduites de 30 %. Ceci signifie que, dans une économie sans croissance, l'étalon monétaire doit se déprécier dans la même proportion. L'inflation, combinée à des taux d'intérêt bas, permet justement de déprécier la monnaie et les dettes publiques. Mais, faute d'inflation, des taux d'intérêt négatifs arrivent plus ou moins au même résultat.

Et finalement, la difficulté n'est pas d'entrer dans le territoire des taux d'intérêt nominaux négatifs, mais de s'en extraire. Au moment d'une brusque remontée des taux, il y aurait un risque de contraction sévère de l'économie. C'est pour cette raison que je subodore que le chemin des taux d'intérêt nominaux négatifs n'est qu'une modalité transitoire. Ils engageraient l'économie dans une déperdition de la valeur de la monnaie avant que l'inflation se substitue, à un certain moment, à la négativité des taux d'intérêt.

*L'Écho*, mai 2013

## Taux d'intérêt : le temps glisse du passé vers le futur

---

Une question intéressante est posée par de nombreux lecteurs de ce blog : est-ce que les injections monétaires de la Banque centrale européenne (ou d'autres banques centrales) sont productives ? Créent-elles de la croissance ?

La réponse est – je crois – fragile, voire incertaine, car la monnaie est un flux (et non un stock) dont le débit et le coût (le taux d'intérêt) sont des paramètres non stabilisés.

Personne n'en connaît la mesure idéale

Théoriquement, l'impression monétaire ne rend personne plus riche ou plus pauvre, puisque le niveau des prix est une mesure scalaire, c'est-à-dire relative.

Si l'impression monétaire conduit à une augmentation des prix, c'est que ces derniers se reformulent sur la base d'un étalon monétaire relatif ajusté. Une comparaison simpliste serait le niveau de la température : les échelles Celsius et Fahrenheit sont deux mesures relatives et normatives d'une même situation.

Ceci étant, l'impression monétaire permet de modifier le pouvoir d'achat associé aux biens existants. C'est ainsi que la contrevalet en unité monétaire d'un bien immobilier augmente avec l'inflation (ce qui signifie que le bien immobilier constitue, par sa propre existence, un bien dont le l'évaluation monétaire se modifie, sans que sa valeur intrinsèque en soit altérée).

Pour d'autres biens, telle une obligation, dont la valeur nominale ne se modifie pas, l'inflation en diminue le pouvoir d'achat, puisque cette obligation représente un nombre d'unités monétaires qui ne s'ajuste pas avec l'inflation.

Une autre question soulevée sur ce blog est le niveau des taux d'intérêt. Ce dernier est extrêmement bas, ce qui augmente le prix des actifs existants, mais aussi la valeur des dettes futures.

En effet, la valeur d'une dette, exprimée en valeur courante, augmente avec le niveau des taux d'intérêt et baisse avec celui-ci. Des taux d'intérêt bas opposent donc des actifs existants (aux valeurs élevées) à des dettes futures (aux valeurs aussi très élevées).

Un équilibrage temporel devrait exiger des taux d'intérêt plus élevés, car cette situation ferait intuitivement glisser la valeur du passé vers le futur.

*L'Écho*, blog, octobre 2013

## **Monnaie ou emploi : il faudra bien choisir !**

---

De loin en loin, la monnaie représente du travail accumulé dans le passé, qui se négocie désormais sous forme de signes monétaires. Cette monnaie peut être son propre travail ou celui d'un autre, qu'on a réussi à valoriser.

La monnaie représente donc un quantum de travail accumulé ou, selon la théorie marxiste, du temps de travail abstrait matérialisé. Elle crée dès lors un système de correspondance entre des quantités de travail. Elle n'est pas la valeur, mais la représente.

Que se passe-t-il, dès lors, lorsqu'on fait tourner la planche à billets dans une mesure supérieure à la celle de la croissance de la démographie et de la productivité ?

On favorise le travail à venir, puisque l'impression monétaire conduit à ce que chaque unité de travail future soit représentée par plus d'unités monétaires que le travail accumulé. Inversement, le capital, qui est le reflet du travail passé et accumulé, se déprécie. En d'autres termes, la monnaie créée sans contrepartie soulage le prix du travail futur et déprécie le prix du travail passé.

Cela semble une évidence de dire que l'inflation est favorable au travail (sous réserve d'une protection des bas salaires), mais défavorable au capital, qui est, pour une bonne part, du travail accumulé.

C'est ainsi que la variation de la masse monétaire est, peut-être indirectement, un gradient de la lutte des classes.

Et il faut donc faire attention, puisque le maintien du pouvoir d'achat de la monnaie est, pour partie, désormais arbitré au détriment de l'emploi, à tout le moins dans le sud de l'Europe.

*L'Écho*, blog, juin 2013



## Euro : la monnaie contre la rue ?

---

Les chocs sociaux qui frappent les pays du sud de l'Europe ne peuvent pas être sous-estimés.

Qu'on y réfléchisse : on impose à ces populations des plans draconiens liés à une monnaie d'évidence trop forte (sans possibilité de dévaluation, sinon l'appauvrissement collectif) qui, combinés à un choc de croissance et à des dettes publiques (avec leur corollaire de la charge d'intérêt) insoutenables, auto-alimentent la récession.

Bien sûr, la rue n'a pas toujours raison et on n'a pas raison contre la rue.

Toutefois, comment ne pas comprendre ces expressions sociales, puisqu'il n'y a aucun projet positif à court terme derrière l'équilibre budgétaire ?

Quand 25 % d'une population active est au chômage (et plus de 50 % des jeunes) et que le seul projet est de lever des impôts au motif qu'il faut défendre le pouvoir d'achat d'une monnaie devenue inadaptée, il y a de quoi s'interroger.

Si la démocratie survit à de tels tourments (et il faut ardemment le souhaiter), il n'est pas exclu que des peuples appauvris cherchent leur salut dans des retours aux monnaies nationales.

On le constate aujourd'hui : l'extension précipitée de l'euro à des économies faibles fut une grave erreur.

Elle répondit au désir de superposer une monnaie à l'Union européenne. Mais une monnaie unique suppose une fluidité des facteurs de production, ce qui ne fut pas réalisé. En fait, l'euro a singulièrement grippé un mécanisme naturel des cours de change, à savoir que la monnaie d'un pays systématiquement exportateur s'apprécie et que la monnaie d'un pays importateur net se déprécie.

Cette monnaie unique aurait-elle existé si les mécanismes spontanés du marché avaient été libres de conduire aux ajustements naturels ?

Pas du tout.

Certes, on entend aujourd'hui des repentances tardives émanant des architectes de l'euro, qui s'essaient, à coups de conférences et d'inter-

views, à prophétiser le passé plutôt qu'à admettre leurs propres erreurs de jugement.

Leurs auditeurs les écoutent avec miséricorde et empathie. Mais pour combien de temps encore ?

Mais ceux qui manifestent se trompent en partie de cible : ils réfutent l'austérité aveugle (et temporaire, puisqu'il faudra finalement y renoncer) et le libéralisme, alors que l'économie de marché aurait prévenu, par des monnaies demeurées nationales et des ajustements des cours de change, les problèmes actuels.

Au-delà de ses outrances, le libéralisme possède un caractère auto-stabilisateur en matière de cours de devises.

Au reste, ce n'est évidemment pas le libéralisme qui a créé les dettes publiques, mais l'étatisme, qui a construit un État-providence fondé sur l'emprunt systématique de la croissance des prochaines générations.

Et finalement, que ferons-nous ? Nous financerons le reliquat de l'État-providence par des dettes supplémentaires pour réduire la valeur de la monnaie au travers de l'inflation.

C'est le moindre mal que nous pouvons nous souhaiter : relâcher la pression budgétaire et assouplir la politique monétaire pour espérer pouvoir rembourser la dette de notre État-providence de manière acceptable.

De toute manière, nous le savons bien : ce sera ou l'inflation ou la croissance qui remboursera nos dettes publiques et nous savons que la croissance et l'innovation sont essentiellement situées en Asie et aux États-Unis.

Restera donc la probable inflation, comme solution résignée.

Et il faudra ramener l'État-providence à des proportions plus modestes et congrues, afin que ceux qui en ont vraiment besoin en soient les bénéficiaires légitimes.

*L'Écho*, blog, août 2013

## Le pacte budgétaire : transformer de l'or en plomb

Parlement après parlement, toutes les instances législatives européennes ont discrètement approuvé le pacte budgétaire européen, officiellement appelé « traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (T.S.C.G.) ». C'est la décision politique la plus importante depuis la signature du traité de Maastricht, en 1992. C'est peut-être même l'acte politico-économique le plus significatif de l'après-guerre, puisqu'il s'inscrit dans l'obligation européenne de diminuer l'excédent d'endettement public de 5 % par an afin d'atteindre un rapport de la dette publique sur le P.I.B. de 60 %. Le pourcentage de 60 % n'est pas neuf, puisqu'il fondait un des critères d'accession à la zone euro en 1999. Cette norme se conjugue désormais à ce qu'on appelle la « règle d'or », qui exige de ne pas dépasser un déficit « structurel », c'est-à-dire compte non tenu des aléas conjoncturels, égal à 0,5 % du produit intérieur brut (P.I.B.).

Le pacte budgétaire dépouille les États membres de la zone euro d'un degré de liberté majeur. En effet, l'Europe budgétaire se substitue aux États membres hétérogènes plutôt qu'elle les prolonge, en alignant les politiques budgétaires et fiscales de manière coercitive. Sans qu'ils deviennent des greffiers de la Commission, les États voient leurs prérogatives rognées, puisque le droit d'élaborer un budget et de lever des impôts est implicitement transféré au niveau européen, où les décisions politiques sont diluées et imposées par les pays les plus puissants. L'Europe budgétaire devient donc un peu plus fédérale (comme sa monnaie), en s'éloignant d'un certain confédéralisme des finances publiques. Le pacte budgétaire est d'ailleurs davantage un alignement plutôt qu'une union budgétaire, puisque les États membres ne mettent rien en commun.

Les esprits cyniques se réjouiront peut-être du fait que ce pacte budgétaire discipline les futurs gouvernements au-delà de leurs postures idéologiques, puisque toute politique fiscale et sociale devra être mise en œuvre dans le respect de l'équilibre budgétaire.

Mais il ne faut pas se leurrer : le pacte budgétaire constitue un abandon de souveraineté à des technocraties dont la grille de lecture démocratique nous est inconnue. En effet, les instances européennes sont, avant tout, des organisations qui s'alignent sur les intérêts des pays dominants et, en particulier, de l'Allemagne, qui impose une vision ascétique des finances

publiques. Cela va même plus loin : c'est sans doute la fin des politiques keynésiennes « contre-cycliques » (visant à creuser les déficits en cas de récession) avec leurs stabilisateurs économiques (moins d'impôts et plus de transferts sociaux en cas de tassement de la conjoncture).

Les Allemands n'ont d'ailleurs jamais épousé les thèses de Keynes, qu'ils suspectent d'avoir légitimé académiquement l'endettement de l'État et la dépréciation de la monnaie par l'inflation. Les dissensions qui secouent la Banque centrale européenne illustrent d'ailleurs le scepticisme des Allemands au sujet des interventions étatiques dans l'économie. Depuis l'intégration monétaire de l'Allemagne de l'Est, l'Allemagne a érigé la monnaie comme vecteur de fédération politique. Désormais, la politique économique de l'Europe sera donc plus économique que politique, avec une prédominance des règles de finances du marché.

De surcroît, la gestion de la monnaie est déléguée à la Banque centrale européenne, dont l'indépendance est la fondation politique. Dans ce domaine, ne nous y trompons pas non plus : alors que la mission de la Banque centrale européenne est essentiellement de maîtriser l'inflation, on ne peut pas imaginer un seul instant que la politique monétaire soit dissociée de l'orientation budgétaire allemande. Les politiques budgétaires et monétaires sont, en effet, l'avvers et le revers de la même pièce : la rigueur budgétaire alimente un euro fort, qui contribue à annihiler les poussées d'inflation. L'euro est d'ailleurs devenu un dérivé du deutsche mark, c'est-à-dire une monnaie déflationniste et forte qui impose un appauvrissement à ses composantes nationales faibles.

Comme les pays faibles seront désormais soumis à des exigences de désendettement et d'équilibre budgétaire, ils devront mettre en œuvre des dévaluations internes, c'est-à-dire des contractions budgétaires et de fortes réductions salariales, traduites par l'exigence de programmes d'austérité.

Au reste, si on ne peut pas reprocher à l'Allemagne d'être plus compétitive, c'est que d'autres pays le sont moins. Imaginer une Europe économique homogène relève donc de l'utopie complète, sauf à espérer que la croissance européenne soit fondée sur ses exportations hors d'Europe, ce qui n'est pas le cas. C'est ainsi que la logique des pays du nord, qui était fondée sur une désinflation compétitive, pourrait se transformer en (quasi) déflation « récessionnaire » dans les pays du sud. On pour-

rait même en arriver à cristalliser une Europe à deux vitesses, avec un Nord épargnant et industriel qui cohabiterait avec un Sud en sous-emploi structurel, à l'instar de la différence qu'on constate entre l'Italie du Nord et le Mezzogiorno.

Au-delà des postulats politiques, le pacte budgétaire va donc inmanquablement conduire à une différenciation entre les États membres de la zone euro, avec des pays du nord fondés sur l'investissement capitaliste et des pays du sud à la main-d'œuvre moins chère. Il en résultera une spécialisation des économies selon leurs atouts respectifs. Cette situation pourrait incidemment aggraver la fragilité des économies du sud, qui deviendraient de moins en moins diversifiées.

Alors, que penser de ce pacte budgétaire ? Il a indéniablement le mérite d'exister. Mais parce qu'il fige d'autorité des objectifs en matière de déficits budgétaires et de désendettements publics, couplés à une gestion parcimonieuse de la monnaie, il porte peut-être en lui les germes d'une politique « récessionnaire ». D'ailleurs, ce pacte prolonge la gestion économique récente de la zone euro, au sein de laquelle on renforce la rigueur par de la rigueur. Le pacte budgétaire affirmerait alors la suprématie temporaire de la monnaie sur le travail, puisque la contrepartie d'une monnaie forte est le chômage des pays faibles et de la jeunesse. Il impose un cadre politique à l'économie, qui ne s'accommodera peut-être pas du manque de croissance et du besoin de solidarité entre les États membres. Comment, dans ces conditions, imaginer que des politiques de relance par la demande peuvent encore être mises en œuvre ? Allons-nous vers une Allemagne européenne ou une Europe allemande ? Dans ce dernier cas, la fameuse règle d'or serait alors l'inverse de ce que cherchaient les alchimistes ou le Roi Midas : transformer l'or en plomb !

*La Libre*, décembre 2013

## Quelle sanctuarisation pour la banque centrale européenne ?

---

La difficulté, dans cette redoutable crise financière, qui repousse les frontières de l'imaginable et constitue un des plus grands dangers de l'histoire monétaire contemporaine, c'est de distinguer les effets accessoires ou de circonstances de la remise en cause des prémisses.

Parmi ces prémisses, il en est un qui s'efface au profit d'une analyse pragmatique : c'est l'indépendance des banques centrales ou plutôt de la Banque centrale européenne.

On en parle peu ; pourtant, c'est dans cette insularité politique des autorités monétaires que tout se joue.

Cette indépendance a même conduit à dissocier la Banque centrale européenne des arbitrages politiques. De même, comment imaginer un seul instant que l'objectif d'inflation, qui constitue le mandat central, a encore la pertinence qu'on croyait pouvoir lui donner lors de la formation de l'euro ?

Historiquement, les banques centrales n'ont d'ailleurs pas été indépendantes, mais subordonnées aux banques commerciales ou aux pouvoirs politiques.

Aux États-Unis, par exemple, la Federal Reserve, créée en 1913, gagna sa légitimité politique à la suite de la « panique des banquiers » de 1907.

La Banque de France, fondée sous Napoléon, qui lui attribua le monopole d'émission des billets, fut mise, au cours de la Troisième République, sous la tutelle des « deux cents familles » patriciennes françaises, détentrices des leviers de pouvoir économique et dénoncées par Léon Blum. Après la guerre, de Gaulle nationalisa la Banque de France, décision qui est à l'opposé de son indépendance politique.

En Belgique, la Banque nationale ressortit toujours à un statut singulier, étant encadrée par les autorités politiques, mais en même temps cotée en Bourse.

En Europe, la notion d'indépendance de la Banque centrale européenne, pierre angulaire du traité de Maastricht, émergea avec la construction de l'euro sous la pression allemande. L'Allemagne avait revendiqué cette indépendance pour fournir un alibi de neutralité à l'établissement

de la Banque centrale européenne sur son territoire, mais aussi parce que l'État allemand avait, sous la République de Weimar de 1923, dévoyé la monnaie et suscité une hyperinflation, qui réduisit sa dette de 99 %. C'est d'ailleurs pour cette raison que la Banque centrale européenne formule son indépendance dans l'expression du contrôle de l'inflation.

Mais aujourd'hui, quel commentateur sérieux pourrait encore postuler ou défendre l'indépendance de la Banque centrale européenne, écartelée entre la nécessité de financer des États et celle de recapitaliser les banques ?

Ma conviction, c'est que l'euro est un choix d'économie de marché, mais qu'il était incongru d'imposer une monnaie unique sur le simple postulat de convergence des économies. De même, il est illogique d'avoir formulé un choix monétaire avec un poids croissant des États dans l'économie, puisque les dettes souveraines, qui constituent le pendant de la stabilité monétaire, atteignent près de 100 % du P.I.B. dans la plupart des pays.

Dans cette logique, l'indépendance de la Banque centrale européenne s'est limitée à formuler un précepte incantatoire plutôt qu'à avoir été un vecteur opératoire.

C'est pour cela que, de manière résignée, il faudrait peut-être considérer une plus grande subordination politique des autorités monétaires, tant que les États européens n'arrivent pas à faire aboutir une union fiscale et budgétaire.

Il n'est plus possible de distinguer la politique monétaire de la politique budgétaire et donc de l'endettement public des États.

Et puis, comment est-il possible de continuer à conduire une seule politique monétaire homogène alors que les situations budgétaires des États sont tellement différentes ? En bonne logique démocratique, il faudrait reconsidérer l'indépendance politique de la Banque centrale européenne. Je crois que l'ordre social et monétaire est à ce prix.

*L'Écho*, blog, décembre 2013

## Quelques réflexions éparses sur la monnaie

---

J'offre à la critique quelques réflexions éparses, inabouties et hasardeuses sur la monnaie.

La monnaie est un phénomène insaisissable. Elle représente la valeur en ne l'incarnant que dans l'hypothèse de la stabilité de l'ordre socio-politique. Depuis l'abandon des systèmes de convertibilité régaliennne des monnaies en certains actifs désignés (système de l'étalon-or ou argent, par exemple), la monnaie n'est, en outre, plus consubstantielle à la valeur. Elle n'est d'ailleurs validée qu'au moment de sa transformation en biens réels, puisqu'elle formule un équivalent général à l'expression de valeur de ces autres biens, sans plus aucune valeur intrinsèque. C'est une donnée totalement scalaire.

Si la monnaie n'a pas de valeur absolue, sa réalité n'en demeure pas moins indispensable, puisqu'une monnaie doit répondre simultanément aux fonctions de thésaurisation et de transaction. C'est ainsi qu'une monnaie exclusivement « de thésaurisation » perdrait toute pertinence pour assurer les échanges. Inversement, la thésaurisation de la monnaie est un postulat de confiance portant sur la pérennité de la reconnaissance spatio-temporelle de la monnaie et surtout de son pouvoir d'achat.

On en arrive toujours au constat que la crédibilité monétaire ne peut pas découler d'un acte d'autorité. La monnaie doit s'adosser à un référent qui excède ce qu'il garantit. Il faut une réciprocité de la qualité de la confiance et de la quantité de monnaie. Dans le cas d'une monnaie fiduciaire, le garant est un état de confiance. Ceci explique que le privilège de l'émission de la monnaie ait été capturé par les États. La crédibilité du phénomène monétaire mesurerait la stabilité spatio-temporelle de l'ordre établi et le degré de tutelle des facteurs de production. Le phénomène monétaire serait un « fait social total ».

Mais, si la monnaie n'est que relative, existerait-il une monnaie absolue, c'est-à-dire un étalon universel, tel le Bancor, monnaie qu'avait imaginée Keynes? Certains défendront l'idée de posséder des biens réels. Pourtant, ces derniers n'expriment qu'une valeur circonstancielle (dans un certain segment de temps et d'espace), liée aux fluctuations de la demande et de l'offre, sans diversification suffisante et dépendante de l'interprétation de la notion de propriété privée. D'autres imaginaient de



lier la monnaie à une autre donnée relative, telle, par exemple, la valeur d'une unité énergétique (le joule, la calorie?), mais une donnée relative ne peut pas être stockée et ne représente pas non plus une valeur universelle.

S'il faut imaginer une monnaie supérieure et universelle, celle-ci serait peut-être un portefeuille d'actions internationales parfaitement diversifiées qui refléterait la nature du progrès humain. Cette monnaie privée de « portefeuille d'actions » serait alors l'ancrage le plus immédiat avec l'économie réelle, sous réserve du maintien intégral du droit de propriété. Elle se situerait, sur une période suffisamment longue, au-delà des vicissitudes des monnaies étatiques.

Cette « monnaie privée » est un concept très fragile. Il doit être approfondi. Au reste, il suscite, en termes de monnaie de thésaurisation, une tension entre la dette publique (collective et équivalente à la monnaie régaliennne, c'est-à-dire monopolisée par l'État) et les droits de propriété (privés et relatifs) dans des entreprises. Et puis, ce « portefeuille d'actions » doit, lui aussi, être exprimé en unités de compte..., c'est-à-dire en monnaie.

*L'Écho*, blog, juillet 2013

## Les trous noirs de la monnaie

---

À l'instar des références cosmiques, il existe de nombreux trous noirs dans la théorie monétaire, c'est-à-dire des questions dont les réponses sont indécises.

Une de celles-ci concerne la quantité de monnaie. Quelle devrait être l'offre optimale de monnaie? Doit-elle correspondre à un certain niveau de flux de commerce ou de démographie? Doit-elle être affectée par la nature des activités humaines et la productivité ou par les oppositions entre les facteurs de production? Ou bien devrait-elle être laissée à la libre appréciation du marché, comme le suggèrent plusieurs théoriciens libéraux, pour lesquels même le monopole régalien de battre monnaie est injustifié? Et puis, quel est le juste niveau de prix de la monnaie, c'est-

à-dire le niveau approprié des taux d'intérêt? Quel est donc son juste pouvoir d'achat en termes de tous les autres biens de l'économie?

Aucun économiste sérieux ne se hasarderait à formuler une réponse à ces questions, mais cela n'a peut-être pas d'importance, car la quantité de monnaie pourrait être non pertinente.

Parmi les nombreux courants de pensée, l'école quantitative considère que l'offre et le prix de la monnaie devraient être laissés au marché.

Cette école suggère (de manière simplifiée) que la monnaie n'est qu'une expression numérique. La quantité de monnaie et le taux d'intérêt sont donc neutres. On ne crée pas un pouvoir d'achat par la monnaie, mais par l'offre de marchandises. Toutes autres choses restant égales, une variation de la quantité de monnaie entraîne, avec un éventuel retard, une variation des prix, sans impact sur l'économie réelle. Sous cet angle, la monnaie n'est plus un étalon, mais l'expression relative d'un niveau de prix. La variation de l'offre de monnaie se limite donc à altérer l'« efficacité » de chaque unité monétaire.

Tout se passe comme si l'augmentation (la contraction) de l'offre de monnaie se limite à diluer (concentrer) le pouvoir d'achat de chaque unité monétaire, sans effet sur l'économie réelle.

Il n'y a pas d'inflation structurelle si la masse monétaire est proportionnelle à la production des biens et services.

Je dois confesser que l'école quantitative me semble mieux refléter la réalité du phénomène monétaire.

L'intuition me conduit à suggérer que la sphère monétaire est un référentiel fugace, avec peu d'ancrage dans l'économie réelle. Sous cet angle, l'étalon monétaire est relatif. Il est subordonné aux contractions ou expansions de l'économie réelle. La quantité de monnaie est peu pertinente : c'est une donnée scalaire, sans point de repère fixe, c'est-à-dire indépendante de la base choisie.

En résumé, la variation de la quantité de monnaie ne crée aucun bénéfice social. Par contre, elle modifie les conventions qui ont été formulées en considérant un certain niveau de quantité de monnaie.

C'est ainsi que les États augmentent la quantité de monnaie pour faciliter – au travers d'une offre de monnaie plus abondante – la valeur

de leurs dettes publiques. On pourrait donc supputer que la quantité de monnaie est neutre, sauf pour les conventions passées.

C'est pour cette raison que les États ont progressivement capturé le monopole de la création monétaire, tout en dissociant la monnaie d'un référentiel alternatif (et de thésaurisation), comme l'argent et l'or. Les États ont imposé un cours légal à la monnaie et instauré l'indépendance et l'unicité des banques centrales afin de pouvoir modifier la quantité de monnaie et donc la valeur de leurs propres dettes publiques.

L'État n'autorisera jamais que le marché détermine seul la quantité de monnaie, contrairement aux revendications de certains économistes, qui avancent que la liberté monétaire est la seule manière de discipliner ces mêmes États. Il en est de même pour les monnaies privées, qui sont destinées à rester accessoires au motif qu'elles ne peuvent pas concurrencer l'offre étatique de monnaie.

*Trends*, octobre 2013

# Dettes publiques

## Que représente une dette publique ?

---

En Europe, la dette publique va bientôt dépasser une année de P.I.B. Le constat de cette menace qui frappe notre continent est redoutable, puisque la dette publique s'enflamme dans une économie sans croissance ni inflation.

Mais que représente une dette publique ?

Certains considèrent qu'elle est étrangère à chaque citoyen, comme si elle n'affectait pas nos patrimoines individuels. Ceux-là argumentent qu'une dette publique n'est jamais remboursée et qu'elle se dilue, au fil des années, dans un refinancement permanent. Sous cet angle, on pourrait imaginer que la dette est naturelle : elle refléterait un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette publique importerait alors peu. Elle serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus professionnels. Elle serait même « la » représentation de la solidarité étatique de l'État, puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution.

Malheureusement, c'est beaucoup plus compliqué. La dette publique constitue, pour les créanciers, un capital. Mais, contrairement à un capital, qui représente du travail passé progressivement épargné, la dette publique constitue aussi un prélèvement sur le travail futur. Plus spécifiquement, le créancier de l'État lui prête de l'argent grâce à l'épargne du travail passé, tandis que l'État (le débiteur) rembourse sa propre dette grâce à un prélèvement fiscal sur le travail futur. C'est logique : la dette publique est garantie par la capacité de l'État à lever des impôts portant, entre autres, sur les revenus professionnels futurs. En s'endettant, l'État demande donc à des créanciers de lui faire crédit au motif qu'il sera capable d'exiger un prélèvement sur la création de richesse de ses futurs contribuables. Dès lors, une dette excessive est l'écueil principal à la fluidité du capital et à l'allègement du coût du travail. En effet, si la dette est refinancée par l'impôt, c'est inmanquablement le travail qui est frappé.

C'est ainsi que Marx (1818-1883) considérait que la dette publique était sans lien nécessaire avec le processus de production de capital et qu'elle n'était pas un titre sur du capital réel. Il l'assimilait à un capital fictif, parce qu'il en voyait l'extinction dans la révolution, état préalable à la victoire du prolétariat. Aux yeux de Marx, cela allait même plus loin : comme la dette publique est un travail passé accumulé gagé par un travail futur, cette même dette devait être annulée par la négation de la propriété privée, qu'il percevait comme un obstacle à l'égalité sociale. Le nihiliste Proudhon (1809-1865) n'avait pas une vision très éloignée.

Quand on prolonge l'analyse marxiste, on doit immanquablement dresser le parallèle entre la dette publique et la monnaie. Ces deux notions constituent l'avvers et le revers de la même réalité, puisque tant l'une que l'autre sont émises par les mêmes États. La monnaie est une dette financière, tandis que la dette publique est une dette sociale. Comme la dette publique, la monnaie est souveraine. Et, bizarrement, nous opérons la même confusion mentale avec la monnaie qu'avec la dette publique : nous conceptualisons la monnaie comme un acquis privé alors qu'elle reflète un bien public. Et, malgré que nous en soyons les débiteurs individuels, nous visualisons la dette publique comme une obligation collective qui nous est étrangère alors que nous bénéficions des biens publics.

Comme la dette publique, la monnaie mesure la stabilité de l'agencement économique. En effet, une monnaie faible reflète un pays moins compétitif, et inversement. Pour cette raison, la crédibilité monétaire découle rarement d'un acte d'autorité. La garantie de la monnaie est plutôt un état de confiance. Sous cet angle, il est illusoire de croire que la monnaie met à l'abri d'un choc financier systémique. En cas de déflagration financière existentielle, la monnaie ne fournit aucune garantie à sa propre survie.

Si, aux yeux de Marx, la dette publique est un capital fictif, la monnaie ne l'est-elle pas davantage ? N'est-ce pas un immense jeu d'écriture qui repose sur de fragiles conventions ? La réponse est indécise, parce que la dette publique et la monnaie sont des actes de convictions partagées.

Mais l'effarante réalité, c'est que lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créanciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. C'est pour cela que l'excès d'endettement public met irrémédiablement

en péril la monnaie. Pour résorber la dette, il faut soit dévoyer la monnaie (c'est-à-dire créer de l'inflation), soit effacer les dettes, comme lors du défaut de paiement grec ou de la confiscation des dépôts bancaires chypriotes. Dans ces deux cas de figure, il n'est pas possible de rembourser une dette publique incontrôlée sans corrompre la monnaie.

Mais alors, Marx n'aurait-il quand même pas un peu raison ? Je ne crois pas. Ou, plus précisément, il ne pourrait avoir vu juste que si la résorption de la dette publique passe par la confiscation de la propriété privée, c'est-à-dire l'antimatière de l'économie de marché. Pour éviter de tomber dans ce délire, l'excès d'endettement devrait être le seul problème qui occupe nos dirigeants, dans le respect de la solidarité sociale et de la compétitivité économique. C'est pour cette raison que la croissance économique et la relance – et non l'austérité et la rigueur – devraient être les seuls objectifs de nos dirigeants. C'est aussi pour cela que nous devons sortir du schéma d'un euro trop fort, qui reflète une monnaie déflationniste et « récessionnaire ».

Pour parler clair, la voie de sortie de crise devrait inclure un escompte des dettes publiques par la Banque centrale européenne, au prix d'une dose raisonnable d'inflation, plutôt qu'une gestion ascétique de la monnaie commune. Il vaut donc mieux résoudre les excès d'endettement public par une lente érosion de la monnaie (dont les bas salaires seraient protégés) plutôt que par les confiscations et autres annulations de dettes, qu'une gestion désespérante rend pourtant plus probable dans les pays faibles du sud.

En conclusion, ce n'est pas le Grand Soir nihilo-marxiste. Nous longeons néanmoins les abîmes d'effrayants chocs socio-économiques. Il faut cesser d'entretenir de pathétiques illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par une croissance invisible. On se rendra bientôt compte avec consternation de l'erreur de jugement des hommes politiques, qui ont étendu trop vite la zone euro, et des économistes, qui ont préconisé *ad nauseam* la rigueur et l'austérité absolue au milieu d'une récession. Keynes, opportunément cité par des économistes mal avisés, n'aurait pas approuvé les orientations économiques contemporaines.

*Non publié*

## Une dette publique belge de 120.000 Km...

---

La dette publique ramène à des réalités et à des fictions.

Doit-elle être jamais remboursée ? Stabilisée ? Oubliée dans les brumes de l'histoire ? Reportée dans un futur hypothétique ? Érodée par l'inflation ou la croissance ?

N'est-elle pas une fiction qui s'assimile à une des fonctions de l'État ?

Et qu'est-ce que la monnaie qui garantit la dette ?

Vaut-elle quelque chose dès lors qu'elle représente la valeur plutôt qu'elle la constitue ? Qu'y a-t-il derrière le phénomène monétaire ? Le pâle reflet d'imparfaites et éphémères conventions humaines ? Une tentative de mesure dégradée du temps ? Une hallucination collective choisie ?

Que représente, enfin, la fortune mobilière si elle repose sur une adhésion à des conventions versatiles, puisque la valeur d'un billet ou d'une créance publique n'est qu'une expression conventionnelle ?

Personne ne possède de réponses définitives à ces questions.

Mais, anecdotiquement, pour appréhender la dette publique, on peut opérer une mutation géométrique.

Celle-ci consiste, par exemple, en l'expression d'une longueur. C'est ainsi que la dette publique belge de 377 milliards d'euros représente un ruban de 120.000 km de billets de 500 euros, soit trois fois la circonférence de la Terre ou un tiers de la distance Terre-Lune.

Si on prend la dette publique de la zone euro, elle correspond à un ruban de 3 millions de kilomètres de billets de 500 euros, soit plus de sept fois la distance Terre-Lune.

Qu'en auraient pensé Armstrong, Aldrin et Collins, les pionniers d'Apollo XI ?

*L'Écho*, blog, décembre 2013

## Et le coût du vieillissement pèse 2,25 millions de tonnes

---

En complément de la note précédente, on peut mélanger d'autres géométries en s'intéressant, par exemple, au coût des pensions associées au vieillissement de la population.

Il ne s'agit donc pas des soins de santé, mais simplement du surcoût du financement des pensions associé à l'heureuse prolongation de la durée de vie.

Ce coût peut être raisonnablement estimé à 300 milliards d'euros, lorsqu'on l'actualise (c'est-à-dire qu'on ramène les euros de demain aux euros d'aujourd'hui, en tablant sur un taux d'intérêt de 4 %) entre 2014 et 2060.

300 milliards d'euros, c'est beaucoup.

Si on pèse cette somme en pièces d'un euro (d'un poids unitaire de 7,5 grammes), on arrive à un poids total de 2,25 milliards de kilos (ou 2,25 millions de tonnes) en pièces d'un euro (sachant qu'un kilo de pièces d'un euro représente 134 euros et que 300 milliards divisés par 134 donnent 2,25 milliards).

Allons plus loin : comme le poids moyen d'un être humain est de 75 kg, le coût du vieillissement de la population pèse 2,25 milliards divisés par 75, soit 30 millions.

En poussant la fantaisie mathématique encore plus loin, le coût du vieillissement de la population belge, soit 11 millions de citoyens, pèse 30 millions de Belges.

Notre coût du vieillissement pèse trois fois notre poids en pièces d'euro.

Le paradoxe, c'est que si on mange moins (pour diminuer son coût de vieillissement), on vit plus vieux et on coûte donc plus cher.

Maigrir pour coûter plus cher ou moins cher ?

Cruel dilemme en ce jour en ces temps de réveillons...

*L'Écho*, blog, décembre 2013



## Dette publique et démocratie

---

Une dette publique n'est tolérée que parce que des créanciers l'autorisent. C'est ainsi qu'il doit y avoir une lointaine corrélation entre le niveau d'endettement public et celui de l'épargne domestique, puisque des créanciers exclusivement étrangers mettraient une limite naturelle à la capacité d'emprunt d'un pays.

Mais vers quel système politique une dette publique excessive entraîne-t-elle ?

L'économiste libéral Friedrich Hayek suggérait qu'elle conduit à une restriction des libertés individuelles et donc à une nationalisation sournoise de l'économie. Cette dernière serait destinée à ordonnancer la pression fiscale mise en œuvre pour assurer l'ordre social associé à des dépenses publiques excessives. Quel est, en effet, l'aboutissement de ce mouvement de fuite dans lequel l'État s'engouffre au travers de l'endettement public ? Est-ce vers une étatisation insidieuse de toute l'économie et/ou vers la perte de pouvoir d'achat, entraînée par l'inflation qui découle de l'arme monétaire ? La réponse se situe sans doute dans une complexe chimie de ces deux éléments, qu'on pourrait qualifier, dans la logique d'Hayek, d'étatisation inflationniste.

Certains auteurs pencheraient plutôt pour une ploutocratie, c'est-à-dire un système politique au sein duquel les plus riches gouvernent..., au motif qu'ils sont les plus gros créanciers de l'État. D'autres économistes suggèrent que la morphologie démographique de nos communautés conduit plutôt à une gérontocratie. Enfin, la jeunesse peut aussi se manifester et établir de nouvelles bases au contrat social et fiscal, afin de ne pas suffoquer sous la dette. C'est alors la révolution.

En Belgique, la dette publique est indirectement détenue par la classe moyenne, qui affecte une grande partie de son épargne à des placements bancaires et des investissements dans des produits d'assurance.

Quoi qu'il en soit, l'exercice de la démocratie est difficile lorsqu'elle est financée par un État grevé de dettes.

La vraie question centrale sera désormais de savoir quelle majorité ou génération va imposer sa loi à quelle minorité. Qui sera le garant de la propriété privée ?

Comment les marchés vont-ils composer avec les pouvoirs souverains? Le chemin sera sinueux entre le libéralisme de l'économie de marché et le socialisme redistributif, mais l'instant de vérité de notre modèle social est proche.

*L'Écho*, blog, mars 2014

## Une mesure du contrat social?

---

Depuis des années, une question m'interpelle : pourquoi avons-nous bâti un tel endettement public, dont nous savons qu'il est de plus en plus difficile de se dépêtrer ?

Certains accuseront des courants collectivistes qui veulent diluer l'enrichissement individuel dans une obligation collective à laquelle personne ne peut se soustraire.

Ceux-là même imaginent que la dette publique est un préalable à une étatisation de toute l'économie, à laquelle la dette publique conduit irrémédiablement. Sous cet angle, on pourrait mettre en rapport le droit individuel de propriété avec l'utilité collective de l'endettement public, utilité qui varie – comme la perméabilité du droit de propriété privée – avec le temps.

D'autres invoqueront une succession d'égarements et de complaisances politiques.

Mais peut-être avons-nous façonné la dette publique à l'image de notre société et qu'il est vain de vouloir en espérer le remboursement ?

Le compte de l'État, c'est-à-dire de nous-mêmes par rapport à nous-mêmes, ne serait alors jamais soldé.

Cette dette publique serait le reflet d'une mixité sociale et intergénérationnelle que nous avons choisie, les uns par opportunisme, les autres par inquiétude de l'avenir et de la perte de leurs privilèges.

La dette publique serait-elle alors un équivalent général de la composition sociale? Mesurerait-elle la stabilité de la mixité et de l'homogénéité des classes sociales ?

Serait-elle même la mesure des conditions sociales ? Peut-être.

En allant plus loin, la dette publique, qui est le reflet exact de la monnaie puisqu'elle en conditionne la valeur, serait-elle la face cachée – voire l'abjuration – de l'aliénation de l'argent au sens marxiste du terme ? On pourrait en effet imaginer que la monnaie et la dette publique sont les deux côtés bilantaires, de polarité inverse, d'une même réalité de l'État.

Cela expliquerait pourquoi Marx considérait la dette publique comme un « capital fictif », au même titre qu'il réfutait la domination de l'argent.

*L'Écho*, blog, mai 2013

## Regarder la dette publique dans les yeux

---

La plupart des économistes évoquent un retour de la croissance pour atténuer l'importance relative des dettes publiques, dont la hauteur dépasse désormais 90 % du P.I.B. de la zone euro.

Certains pays ont franchi le seuil fatidique des 100 %, sans compter le poids de la dette liée au vieillissement de la population. La solution de la croissance espérée est commode.

Malheureusement, il n'y en a pas à court terme. Ensuite, les politiques d'austérité mises en œuvre dans certains États du sud de la zone euro ont contribué à aggraver la récession.

Imaginer un retour à la croissance me semble donc ressortir plus au postulat incantatoire qu'à une quelconque réalité opératoire. La croissance est évoquée en écho des années cinquante et soixante, au cours desquelles les dettes publiques de guerre ont été absorbées.

Cette comparaison est pourtant totalement usurpée : les années d'après-guerre furent marquées par un extraordinaire effet d'aubaine manufacturier lié à la reconstruction industrielle et au plan Marshall, ainsi que par le plein emploi, qui fut le triste aboutissement de l'hécatombe humaine de 1940-1945.

Ce constat est d'autant plus frappant que l'endettement public a justement commencé à s'enflammer lorsque cette croissance industrielle

s'est effondrée au moment des chocs pétroliers des années septante. À ce moment, nous avons refusé de faire le deuil des Trente Glorieuses (1945-1975), en reportant le remboursement de la dette publique sur les générations suivantes.

Nous avons donc sciemment utilisé l'argument du manque de croissance pour alimenter, dès les années septante, un modèle à crédit.

Comment, aujourd'hui, oser attendre la croissance alors que nous l'avons détournée par l'endettement collectif?

Ce n'est donc pas uniquement la crise bancaire qui fait exploser les dettes publiques actuelles, mais bien les déficits budgétaires chroniques des États, eux-mêmes activés par les stabilisateurs économiques. Ces derniers alimentent une politique budgétaire légitimement « contre-cyclique » : en période de récession, les recettes fiscales diminuent, tandis que les transferts sociaux augmentent.

Du reste, l'important n'est pas de rembourser les dettes publiques, mais de les stabiliser et de les financer dans le cadre d'un contrat social et fiscal juste. Cela suppose d'en répartir correctement la charge sur les travailleurs et sur les investisseurs.

Ce partage est très délicat à effectuer, car tant le travail que l'épargne à risque sont déjà pénalisés par une lourde fiscalité. Si les États membres de la zone euro avaient conservé leurs monnaies nationales, la monétisation des dettes publiques (c'est-à-dire leur refinancement par la création monétaire) aurait probablement été effectuée au prix d'une dévaluation et d'une inflation.

Ce fut d'ailleurs la recette appliquée par la plupart des pays européens, dont la Belgique, dans les années quatre-vingt.

Malheureusement, une monétisation des dettes devrait aujourd'hui s'effectuer à un niveau européen.

Certains pays s'y opposent farouchement, comme ils réfutent une mutualisation des dettes publiques (eurobonds), qui est pourtant le revers d'une monnaie unique. La peur de l'inflation, systématiquement évoquée par la Banque centrale européenne et la Bundesbank pour écarter une monétisation des dettes publiques, est pourtant infondée.

Le véritable danger est désormais la déflation plutôt que l'inflation.

Si ce scénario de déflation se vérifie, alors c'est justement une politique monétaire plus souple (et donc potentiellement inflationniste) qui s'imposera, avec un relâchement des contraintes budgétaires.

Or l'une et l'autre sont actuellement réfutées par l'Allemagne, ce qui souligne l'inaboutissement d'une vision homogène de la sortie de crise.

Si la zone euro ne s'oriente pas vers une monétisation de ses dettes publiques et une politique monétaire plus souple, alors l'absorption des excédents des dettes publiques devra immanquablement s'effectuer à un niveau national.

Dans les pays faibles du sud, cela accroît la probabilité de conséquences catastrophiques, comme ce qui a été constaté en Grèce (un défaut de paiement) ou à Chypre (une ponction sur la propriété privée). L'euro dilue donc 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, telles que le défaut de paiement, la consolidation ou le rééchelonnement des dettes, la nationalisation larvée d'institutions financières ou la confiscation pure et simple.

Ces aboutissements (dont la Belgique sera épargnée) sont d'autant plus concevables qu'au cours des deux dernières années, les dettes publiques ont migré vers leurs pays d'origine : c'est ainsi que la dette italienne est majoritairement détenue par des banques et compagnies d'assurances italiennes ; en est de même en Espagne. Une nationalisation excessive des dettes publiques est donc dangereuse.

Elle rendrait les circuits des banques et des compagnies d'assurances visqueux, mais surtout captifs de leurs États de tutelle. Si une forte proximité entre les acteurs financiers et les États est parfaitement cohérente à court terme, les banques et les compagnies d'assurances ne peuvent pas être trop longtemps instrumentalisées pour canaliser l'épargne domestique vers la dette publique de leurs pays.

Cela affecterait en effet leur développement et surtout leurs naturels besoins de diversifier leurs risques.

En conclusion, le principal problème de la zone euro concerne le niveau d'endettement public ramené à l'absence de croissance et à une fiscalité extrêmement lourde, qui constitue elle-même le reflet d'une forte étatisation de l'économie. Un profond désaccord européen sur la création monétaire

empêche de recourir à l'inflation et impose des politiques d'austérité dont même le F.M.I. reconnaît l'inadéquation.

Pour des raisons troubles, nous privilégions le contrôle de l'inflation à l'emploi des jeunes. Mais en l'absence de croissance et d'inflation, l'endettement public excessif risque de conduire à des solutions brutales de désendettement et d'étouffer le secteur bancaire sous une tutelle publique excessive.

En d'autres termes, une politique monétaire et budgétaire trop restrictive finira non seulement par asphyxier l'économie européenne, mais aussi par pervertir les institutions financières. D'ailleurs, si l'endettement public n'était pas atténué par l'inflation, il pourrait conduire à une implosion des structures socio-économiques.

Les marchés financiers donnent un répit temporaire aux États pour mettre en œuvre des réformes structurelles portant sur les sources futures de déséquilibre des finances publiques, telles que le financement du coût du vieillissement de la population.

Le signal donné par ces marchés n'est absolument pas celui de l'austérité, puisque les États empruntent à des conditions historiquement basses, qui devraient les inciter à consolider leur endettement public.

*L'Écho*, blog, juin 2013

## Nos états sont socialement en défaut

---

En 2015, la dette publique de la zone euro devrait frôler 100 % du P.I.B., auxquels il faut ajouter l'endettement caché, c'est-à-dire la partie non financée du coût du vieillissement de la population.

Les critères de Maastricht ayant fixé le seuil d'une dette publique supportable à 60 % du P.I.B., cela signifie que l'excédent de la dette publique européenne atteint aussi 3.000 milliards d'euros, soit l'équivalent du P.I.B. allemand.

C'est intenable.

La question n'est plus de savoir si les États de la zone euro sont en défaut de paiement : la plupart le sont « socialement » dans la mesure où le poids des dettes publiques n'est plus transposable au futur.

Car ce n'est pas la dette, en tant que telle, qui importe, mais sa cohérence avec la prospérité et les revenus futurs. Or la dette publique ne bénéficie plus en rien aux générations futures, alors que le remboursement est mis à leur charge.

Cette dette ne finance d'ailleurs plus des investissements, mais des transferts.

Au surplus, comment expliquer qu'une crise de l'endettement se règle à coups de rigueur budgétaire et de chômage, c'est-à-dire au détriment de ceux qui devront la rembourser ?

Nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques.

Il faut cesser d'entretenir de pathétiques illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par une croissance qu'on ne voit pas.

On se rendra bientôt compte avec effarement de l'erreur de jugement des économistes qui ont préconisé *ad nauseam* la rigueur et l'austérité absolue au milieu d'une récession.

Il faudrait, au contraire, admettre la *fiscal dominance*, c'est-à-dire la tutelle d'une politique budgétaire assouplie sur la politique monétaire.

Cette persévérance des politiques d'austérité va se terminer aux dépens de ceux qui la préconisent.

*L'Écho*, blog, août 2013

## **Dettes publiques excessives et nationalisation de l'économie**

---

Le problème des dettes publiques est, à mon sens, un écueil incontournable pour un retour vers des temps économiques plus favorables.

Bien sûr, on peut argumenter que la dette publique est un flux continu de transferts d'épargne, qui ne doit pas être remboursé.

C'est correct : le financement de la dette publique est plus important que son remboursement.

Ce qui importe d'ailleurs réellement, c'est la relativité de la dette publique par rapport au P.I.B. ou même la croissance de la dette publique par rapport à la croissance du P.I.B.

Il n'empêche qu'une dette publique finit toujours par corroder les agents économiques, en ce qu'elle les emprisonne dans un fonctionnement fiscal.

C'est d'ailleurs intuitif : la dette publique accroît le poids de l'État dans l'économie.

On constate d'ailleurs que le budget de l'État augmente irrémédiablement dans le P.I.B., au même rythme que la croissance de la dette publique.

Pour faire simple : une dette publique excessive conduit à la nationalisation de l'économie.

Comment éviter cet aboutissement funeste, qu'aucune idéologie raisonnable ne souhaite ?

Il faut, bien sûr, espérer un retour à la croissance par une promotion de l'entrepreneuriat à risque et une stimulation de l'emploi.

Mais si la dette publique est trop importante, comme dans les pays du sud, il faut envisager des mesures monétaires, au sein desquelles l'inflation doit être privilégiée.

L'inflation ne rend personne plus riche, mais permet de diluer la valeur nominale des dettes publiques passées, en diminuant leur contre-valeur en pouvoir d'achat.

Mais sans croissance ni inflation, la dette publique doit être mise... sous contrôle public, c'est-à-dire effacée de manière autoritaire.

C'est un scénario que des pays affaiblis comme le Portugal ne peuvent désormais plus exclure.

*L'Écho*, blog, septembre 2013



## Une dette publique : capital fictif et ordre social

---

J'ai l'intuition que de profondes tensions sociales se cachent derrière l'immense dette publique que nous avons bâtie.

Bien sûr, on pourra argumenter que la dette publique est, en tant que telle, un ciment social, puisque l'État-Providence, qui est l'origine de cette même dette publique, a « déstratifié » les classes sociales (qui étaient auparavant mieux délimitées) et les a fondues dans un ensemble de liens de créanciers et de débiteurs de l'État. La dette publique est ainsi devenue consubstantielle à l'économie individuelle. Imaginer qu'elle nous est étrangère dans le temps ou dans l'espace relève d'une erreur de vision.

Il n'empêche qu'il faut s'interroger : que représente une dette publique ?

Elle formule, pour ses titulaires (ou créanciers), un capital.

Et qu'est-ce qu'un capital ? La définition varie peu, qu'on adopte celles de Ricardo, Smith ou Marx. C'est le fondement de la propriété privée. Le capital est aussi un « quantum » de travail, c'est-à-dire du travail accumulé qui a été cristallisé sous forme de capital.

Mais alors, que penser du capital représentant une dette publique ? C'est indéniablement un capital, mais dont la formation est préalable au travail, qui en représente la contrepartie. Une quantité de travail passé (le capital) est garantie par l'espoir d'un travail futur (le remboursement de la dette). En s'endettant, l'État demande à des créanciers de lui faire crédit au motif qu'il sera capable d'exiger un prélèvement sur le travail futur de ses contribuables ou citoyens. Sous cet angle, l'État (qui n'est que le reflet éphémère des forces sociales) légitime une certaine appropriation des richesses.

La dette publique se situe donc au milieu d'une tension sociale et aux confins de deux espaces temporels. La tension sociale découle du fait que les créanciers sont dépendants de la formulation future de l'État, qui pourrait, par exemple, imposer les capitaux, répudier les créances sur l'État ou les diluer dans la dévaluation de la monnaie. La valeur de la dette publique trouve ainsi son aboutissement entre l'ordre social présent au moment de sa création et l'ordre social qui prévaudra le jour de son remboursement.

C'est ainsi que Karl Marx (1818-1883) avait été interpellé par le caractère singulier de la dette publique, qui trouve sa validation dans le prélèvement sur le travail futur plutôt que passé. Marx considérait que la dette publique était sans lien nécessaire avec le processus de production de capital et qu'elle n'était pas un titre sur du capital réel. Il l'assimilait à un capital fictif, parce qu'il en voyait l'extinction dans la révolution, état préalable à la victoire du prolétariat. Aux yeux de Marx, cela allait même plus loin : comme la dette publique est un travail accumulé gagé par un travail futur, cette même dette doit être annulée par la négation de la propriété privée, qu'il voyait comme un obstacle à l'égalité sociale. Proudhon (1809-1865) n'avait pas une vision très éloignée.

Je ne crois pas que la dette publique soit un capital fictif. Je la verrais plutôt comme le reflet du rôle transitif de l'État dans l'économie et donc de la stabilité de l'ordre social. C'est ainsi que l'équation de la dette publique ne peut pas être résolue sans un cadre fiscal adapté, puisque le remboursement de la dette exige de calibrer l'osmose entre la taxation du capital et celle du travail, et entre les différentes couches générationnelles.

On pourrait même conceptualiser la valeur de la dette comme un baromètre de l'équilibre socio-étatique, en suggérant que la dette publique, adossée à un système fiscal et monétaire, est l'État.

Dans cette interprétation, le faible niveau des taux d'intérêt indique peut-être d'ailleurs que le rôle de l'État va s'accroître pour valider sa propre dette. Pourtant, une chose me paraît intuitive : la faible rémunération de la dette publique n'est pas cohérente avec les chocs sociaux prévisibles que « l'insoutenabilité » de cette même dette, combinée à une grave crise économique et du chômage, va probablement entraîner. De surcroît, il serait hasardeux de postuler que le pouvoir d'achat de la monnaie, qui était constaté au moment de la formation de la dette publique, ne sera pas, à un moment ou un autre, déprécié par l'inflation.

*L'Écho*, blog, mai 2013

## Comment une dette publique est-elle soutenable ?

---

En matière de dettes publiques, le principal réflexe est de les comparer au P.I.B. et à la capacité fiscale de l'État émetteur. C'est incontestablement une mesure utile, à l'instar de la capacité fiscale ou des espérances de croissance.

Une autre dimension mérite d'être prise en compte lorsque la dette publique devient trop importante par rapport au P.I.B. : il s'agit de la capacité de mobiliser, ou plutôt de canaliser, l'épargne domestique vers le financement de la dette. Une dette publique est, en effet, plutôt refinancée que remboursée.

Ce phénomène s'inscrit dans le cadre de ce qu'on appelle la répression financière.

En étirant le raisonnement, l'importance d'une dette publique et celle de l'épargne domestique sont sans doute corrélées ou, à tout le moins, congruentes : l'épargne domestique garantit la dette publique, qui est autorisée par l'existence de cette même épargne. C'est totalement intuitif : sans épargne domestique, l'État ne trouve pas... de créanciers !

La dette publique est soutenable si l'épargne domestique est, au pire, suffisante pour être capturée et, au mieux, utilisée pour attirer des créanciers étrangers.

C'est ainsi que la Belgique a contracté une dette supérieure à son P.I.B. tout en gardant un rating favorable et un accès à des créanciers étrangers dans un contexte de taux d'intérêt bas. Cette situation n'est tolérable que parce que l'épargne domestique est importante : elle sert de garantie à la dette.

Ceci ne répond bien sûr pas à la véritable exigence : il faut stabiliser une dette et stimuler la croissance pour en diminuer le poids, car c'est une friction économique. C'est pour cela que le climat déflationniste est très préoccupant : il contribue à augmenter le taux d'intérêt réel et donc le coût de la dette, raison pour laquelle j'ai toujours cru en une inflation modérée salvatrice.

*L'Écho*, blog, février 2013

## Le prochain choc financier est devant nous

---

La crise des dettes publiques révèle la fin du vingtième siècle.

Elle s'échouera, au mieux, dans une inflation, que la récession et les risques de déflation peineront à susciter. Mais faute d'inflation, il faudra envisager, dans certains pays, des effacements de dettes. L'effacement des dettes dépend de la nature des liens entre créanciers et débiteurs. Les citoyens sont, en effet, débiteurs et créanciers des États, dans un agencement sociétal « déstratifié » socialement.

Depuis le début de cette crise, nous avons l'intuition d'un choc sociétal ample, qui demandera de s'extraire de la décision par abstention.

Nos circuits de pensée sont probablement confinés aux réflexes d'une inflexion conjoncturelle.

Pourtant, la rupture économique relève d'un point de discontinuité majeur.

Nos communautés vont inmanquablement être traversées par des chocs sociologiques inattendus, qui forceront à repenser l'équation de la justice sociale. Les États, lourdement endettés et empêtrés dans une récession, devront cohabiter avec des acteurs privés, c'est-à-dire des entreprises et des marchés dont le champ d'influence et d'action dépasse celui des États-nations.

Cette réalité sera source de tensions idéologiques. La frontière entre la propriété privée et les biens publics sera modifiée, dans le sens d'une étatisation croissante mais temporaire de l'économie.

Dans le prolongement de ce qui précède, les États ont accru leur tutelle sur le secteur bancaire et des assurances. De nombreux motifs sous-tendent cette situation, dont la protection des déposants.

Concomitamment, les États ont repris le contrôle d'une partie du circuit monétaire. Ceci s'inscrit dans une réalité séculaire, à savoir que les États ne suffoquent jamais longtemps sous leur propre dette publique : des ajustements monétaires et fiscaux, dont les États ont le privilège, sont mis en œuvre. Les cas de la Grèce et de Chypre sont révélateurs.

La crise est donc devant nous. Elle est devant nous, car le tassement économique va durer des années. Des années pendant lesquelles des politiques d'austérité aveugle vont entraîner un chômage qui culmine déjà à

12 % de la population active européenne, alors que certains continuent à invoquer la rigueur budgétaire et la contraction monétaire.

Et il faut bien réaliser que cette récession est tenace, alors que les taux d'intérêt sont proches de zéro. Une faible remontée de ces derniers étoufferait toute reprise potentielle. Cette crise est devant nous, car le coût des pensions va augmenter géométriquement, sans qu'aucune solution structurelle n'ait pu être trouvée.

Au reste, comment imaginer qu'un système de paiement pyramidal de pensions et de soins de santé peut être financé alors que les courbes démographiques se sont inversées et que le taux de chômage des jeunes (c'est-à-dire de ceux qui vont alimenter la pompe du financement des travailleurs inactifs) atteint près de 25 % pour la zone euro ?

L'Europe s'effondre sous la récession, l'endettement public et une monnaie unique qui a piégé ses États participants dans un système comparable à celui de l'étalon-or.

Ceux qui, aujourd'hui, prônent l'austérité, la taxation et la rigueur implacables pour sortir d'une situation « récessionnaire » sont gravement dans l'erreur. Non seulement l'erreur historique, mais aussi l'erreur d'appréciation.

À partir du moment où la dette publique atteint des sommets que la croissance économique ne peut plus éroder, c'est seulement par la perte de valeur de la monnaie, c'est-à-dire l'inflation et/ou l'effacement de dettes, qu'une économie peut retrouver des bases stabilisées et éviter la suffocation en raison de l'impôt.

Le risque de l'erreur de jugement des prophètes de la rigueur obstinée, c'est que l'ordre social soit, à un moment, perturbé et conduise à des discontinuités politiques. Certains pays en sont proches.

Il faut d'ailleurs le constater : les politiques d'austérité, couplées à la rigueur monétaire allemande, ne sont pas une réussite. Rien n'a été établi pour fonder une union budgétaire et fiscale. Le constat d'un abîme de déflation est l'illustration de ce revers économique.

Combattre une déflation exigera une politique monétaire encore plus souple et des taux d'intérêt encore plus bas. Mais le temps ne nous sera peut-être pas compté. En effet, les États-Unis ont une longueur d'avance sur la reprise économique : cette dernière, couplée à une normalisation

prochaine de leur politique monétaire, conduira peut-être à une hausse des taux d'intérêt. Celle-ci se transmettrait par propagation à la zone euro.

Le pire est peut-être là : nous longerons une déflation, qui sera aggravée par des taux d'intérêt qui subiront une tendance haussière venue des États-Unis. Ce jour-là, la zone euro aura perdu la dernière bataille de la crise.

Et cette dernière bataille, c'est celle de la monnaie unique. Car ne nous y trompons pas : la déflation conduit à la récession. Elle mène aussi à l'augmentation relative du coût des dettes publiques. Or, derrière les dettes publiques, c'est la monnaie qui est mise en joue.

À cet égard, la nature des dettes publiques ne peut pas être dissociée de l'expression monétaire, elle-même d'une grande complexité. La plupart des économistes en ont d'ailleurs une compréhension légitimement différente, car ce phénomène est intimement lié à la notion de valeur, elle-même imprécise.

La dette publique est un stock... de dettes. Mais c'est également un flux, puisque la valeur de la dette est l'expression des prélèvements publics qui vont la refinancer ou la rembourser. La politique fiscale est donc intimement liée à la dette publique, dont elle est, en partie, la garante de la pérennité. La monnaie est aussi, à tout moment, un stock, puisqu'il est théoriquement possible de le cristalliser.

Mais, en même temps, la monnaie n'existe que par son propre flux, puisqu'une monnaie qui serait exclusivement thésaurisée perdrait sa principale fonction : celle de l'utilité transactionnelle. C'est ainsi que si la dette publique et le stock de monnaie sont, à tout instant, des substituts régaliens, ils n'existent que par les flux futurs (impôts pour la dette et transactions pour la monnaie) qui les valident. Il est donc intuitif que l'État détienne deux privilèges : lever l'impôt et battre monnaie.

Ce lien est probablement une des facettes du contrat social.

Concrètement, cette relation explique qu'on puisse rembourser une dette publique par l'impôt ou par la dépréciation monétaire, c'est-à-dire l'inflation..., qui est assimilée à un impôt silencieux.

On reproche souvent aux économistes de se borner à commenter les crises passées plutôt qu'à déceler les bulles financières en formation. Ce n'est pas faux. Rares sont ceux qui avaient perçu le danger des *subprimes*.

Trop souvent, les économistes se limitent aux constats de l'économie sans en formuler les scénarios futurs. À leur décharge, on argumentera que l'économie relève plus de l'anthropologie que de la mathématique et qu'il est difficile de transformer des intuitions en prédictions.

Mais, cette fois-ci, il est plus facile de cerner le prochain choc financier : c'est la dette publique au sein des pays développés.

Il est là. Devant nous. Nous allons rembourser quarante ans d'indiscipline et d'aveuglement budgétaire.

*L'Écho*, blog, février 2013

---

## Un parfum d'emprunts russes ?

---

Ce qui me rend de plus en plus perplexe, c'est que, malgré les évidences statistiques, les injonctions du F.M.I. et les recommandations des meilleurs économistes anglo-saxons, la politique des autorités européennes et de la Banque centrale européenne reste d'une inflexibilité inébranlable.

L'histoire économique est remplie d'exemples de politiques d'austérité mortifère (déflations de Hoover, de Laval et Brüning) et de politiques monétaires restrictives récessionnaires (Union monétaire latine du XIX<sup>e</sup> siècle, Bloc-or des années trente).

Or il est évident que la variable d'ajustement des déséquilibres doit être la monnaie, qu'on doit dévoyer par une inflation raisonnable.

Il est impossible – je dis bien strictement impossible – de financer les dettes publiques existantes et différées (pensions, soins de santé) avec des politiques d'austérité et une monnaie forte.

Bien sûr, l'inflation n'est, en tant que telle, pas souhaitable, mais l'érosion de la monnaie devrait pourtant être le revers de l'endettement public que nous laissons aux futures générations.

Pour parler simplement, nos patrimoines individuels ne pourront pas être protégés par une monnaie « désinflatée » et forte alors que nos dettes collectives sont impayables.

Ceux qui continuent à croire à ces fictions doivent relire Marx.

Pas le Marx politique, mais le Marx économiste, qui rappelle que si la dette ne s'ajuste pas aux réalités de l'économie réelle, l'implosion sociale est inévitable.

Je crois qu'il avait raison.

Et finalement, c'est peut-être ce que nos instances européennes attendent : l'urgence d'un choc social qui les force à l'action par résignation.

Un peu comme pour les emprunts russes ?

*Blog, janvier 2013*

## **Le cauchemar de la dette publique européenne**

---

Le principal obstacle à la reprise économique est l'importance des dettes publiques dans le cadre d'une monnaie unique.

Ces dettes s'élèvent aujourd'hui à plus de 92 % du P.I.B. européen.

Elles sont inconciliables avec le niveau de croissance organique attendu en Europe.

En bonne logique keynésienne, les États devraient s'engager dans une politique de déficit budgétaire afin de stimuler la demande..., mais cela pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt, qui freinerait cette même demande et alourdirait, de manière géométrique, l'endettement public.

De surcroît, une amplification de l'endettement public susciterait, à terme, des accroissements d'impôts, alors que le modèle social européen est fondé sur l'État-providence, qui est déjà lourdement imposé.

On devrait aussi mettre en œuvre une politique monétaire encore plus expansionniste..., mais cela générerait des poussées d'inflation (plu-



tôt salutaires, mais réfutées par l'Allemagne) et des taux d'intérêt (qui feraient suffoquer les États).

La dette publique gigantesque combinée à une monnaie unique trop forte, c'est le piège infernal dans lequel l'Europe est tombée, parce que les fondateurs de l'euro étaient accoutumés à des concepts linéaires d'États-providence.

L'euro, qui est pourtant un choix d'économie libérale, a été conçu par des responsables politiques qui n'ont pas voulu aller au bout de celui-ci, c'est-à-dire une diminution sage du rôle des États.

Chaque pays a profité de la dilution de sa devise domestique dans une nouvelle monnaie mutualisée et commune à travers un gigantesque effet d'aubaine alimenté par la force de l'économie allemande.

L'endettement public a donc crû à bon compte, comme s'il était indolore. Comment sortirons-nous de ce piège? Nombreux sont ceux qui invoquent la croissance comme sortie « par l'extérieur » de l'endettement public (j'utilise le vocable « par l'extérieur » en l'assimilant à un maintien du pouvoir d'achat de la monnaie).

Je crois, au contraire, que nous en sortirons « par l'intérieur », c'est-à-dire par une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie elle-même. Celle-ci provoquera, au mieux, l'inflation et, au pire, des contextes de répression financière (rééchelonnement de dettes, maintien artificiel de taux d'intérêt bas, etc.).

Je l'écris depuis longtemps sur ce blog : la plus grande menace pour la stabilité de l'euro, c'est la dette publique. On se rend compte aussi avec effarement de l'erreur de jugement de ceux qui préconisaient la rigueur et l'austérité absolue. La leçon des années trente était pourtant claire.

C'est ainsi que la plupart des économistes deviennent non pas eurosceptiques, mais « eurozone » sceptiques.

*L'Écho*, blog, juillet 2013

## Dettes publiques : le pire est-il à venir, au sud ?

---

La mâchoire de l'ajustement des dettes publiques se referme inéluctablement.

Ce n'est pas la dette, en tant que telle, qui importe, mais sa cohérence avec la prospérité et les revenus futurs.

Or la dette ne bénéficie plus en rien aux générations futures, alors que le remboursement est mis à leur charge.

De plus, comment expliquer qu'une crise de la demande se règle désormais à coups de rigueur budgétaire et de chômage ?

Il faudra, à un moment, revenir à un relâchement des déficits et reconnaître que l'arrimage des pays faibles à un euro fort est vain, car les réductions généralisées et brutales des déficits conduisent à une impasse totale.

Mais il faudra en accepter le prix : ce devrait idéalement être de l'inflation.

Cependant, si la logique allemande (qui conduit à refuser la création monétaire pour rembourser les dettes publiques) prévaut, ce sera alors une abrasive consolidation des dettes publiques dans les pays du sud, dont les déposants bancaires, les assurés, les actionnaires de sociétés financières et les pensionnés seront les victimes.

Il s'agirait probablement d'un rééchelonnement (c'est-à-dire d'une élongation forcée des échéances) des dettes publiques, avec une élongation simultanée des engagements vis-à-vis des assurés et des pensionnés (les capitaux se transformant en rentes, etc.).

Dans les pays fragilisés du sud européen, cette consolidation des dettes publiques aurait donc comme préalable une nationalisation du secteur financier ou, à tout le moins, l'éviction des actionnaires.

En réalité, il faut cesser d'entretenir de funestes illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par l'austérité.

La résolution d'une gravissime récession par une politique d'austérité budgétaire *ad nauseam* est caduque.

Il faudrait, au contraire, admettre la *fiscal dominance*, c'est-à-dire la tutelle d'une politique budgétaire assouplie sur la politique monétaire.

Cette persévérance des politiques d'austérité va d'ailleurs mal se terminer dans le sud de l'Europe. Ou plutôt, elle va se terminer aux dépens de ceux qui la préconisent.

Et même dans les pays du nord européen, il faut faire attention : on ne soldera pas sans pleurs un modèle social qui est devenu une immense dette.

*L'Écho*, blog, août 2013

---

## De gigantesques opérations Gutt ?

---

La question n'est plus de savoir si les États de la zone euro sont en défaut de paiement : la plupart le sont « socialement » dans la mesure où le poids des dettes publiques n'est plus transposable au futur. Car ce n'est pas la dette, en tant que telle, qui importe, mais sa cohérence avec la prospérité et les revenus futurs. Or la dette publique ne bénéficie plus en rien aux générations futures, alors que le remboursement est mis à leur charge. Cette dette ne finance d'ailleurs plus des investissements, mais des transferts. Au surplus, comment expliquer qu'une crise de l'endettement se règle à coups de rigueur budgétaire et de chômage, c'est-à-dire au détriment de ceux qui devront la rembourser ?

Cette dette publique s'est indubitablement enflammée à cause de la crise économique et des sauvetages bancaires. Mais elle est aussi alourdie par l'absence de croissance économique et les contraintes de la monnaie unique. Plus fondamentalement, c'est le modèle d'État-providence par endettement qui est la racine de cette situation. Ce modèle a pu être perpétué par la monnaie unique, qui a fourni à tous les États européens des conditions d'emprunt allemandes, c'est-à-dire anormalement basses.

Évidemment, on peut argumenter qu'une dette publique est, comme le suggérait Karl Marx, un capital fictif. Elle n'est jamais remboursée et se dilue au gré des années dans un refinancement permanent. Sous cet angle, on peut imaginer que la dette est naturelle, en ce qu'elle reflète un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette importerait alors peu. Elle

serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus professionnels. Elle serait même « la » représentation par excellence de l'État, puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution.

Malheureusement, l'analyse marxiste est un peu courte, car une dette excessive est probablement l'écueil principal à la fluidité du capital et à l'allègement du coût du travail. En effet, si la dette est refinancée par l'impôt, c'est inmanquablement le travail qui est frappé. La dette publique représente donc une ponction continue sur la croissance productive. Et malheureusement, lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créanciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. L'ordre monétaire est, en effet, toujours subordonné à l'ordre social. Concrètement, cela signifie que la pompe des transferts financiers refoule : ce sont les créanciers de l'État qui supportent un appauvrissement plutôt que les débiteurs de l'impôt sur le travail.

Comment sortirons-nous de ce piège infernal ? Nombreux sont ceux qui invoquent la croissance comme sortie « par le haut et par l'extérieur » de l'endettement public, c'est-à-dire par la croissance (qui diminue le poids relatif de la dette publique) ou par l'inflation (qui dilue la valeur de la dette). Malheureusement, il n'y a pas de croissance. Et, contre tout bon sens, l'orientation politique allemande écarte la création monétaire et l'inflation, alors que cette orientation est poursuivie par les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Et puis, surtout, malgré quelques effets de manche de circonstances, la Commission européenne s'obstine dans des politiques de rigueur budgétaire dont on confessera, dans dix ans, qu'elles auront été une erreur de jugement au milieu d'une récession.

Sans inflation, je crains désormais que nous sortions de cette crise d'endettement public « par le bas et par l'intérieur », c'est-à-dire par une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie elle-même. C'est d'ailleurs intuitif : derrière la dette publique, c'est la monnaie qui est mise en jeu, raison pour laquelle un endettement public excessif conduit toujours à une devise faible.

Concrètement, si l'absence d'accès aux marchés financiers de certains pays du sud de l'Europe se confirme, il faudra alors se préparer à un effacement des dettes de ces pays. Il s'agirait alors probablement de défauts

« internes », comme la Russie l'a effectué en 1998. Ces effacements de dettes seraient d'une terrible violence, parce que le fondement de l'économie de marché, à savoir la propriété privée, serait affecté. Les exemples sont devant nos yeux : défauts de paiement (Grèce), compensations (Chypre) et confiscations (affectation obligatoire des pensions publiques au Portugal et réserves d'assurances en Hongrie).

Dans le sud de l'Europe, ce serait donc l'opération Gutt du XXI<sup>e</sup> siècle. Il ne s'agirait pas de remplacer, comme en octobre 1944, le papiermonnaie par de nouveaux billets, puisque la monnaie est commune et essentiellement dématérialisée. Dans les pays du sud de l'Europe, il s'agirait d'un rééchelonnement (c'est-à-dire d'une élongation forcée des échéances) des dettes publiques avec un allongement simultané des engagements vis-à-vis des assurés et des pensionnés (les capitaux se transformant en rentes, etc.). Ce ne serait donc pas non plus un défaut de paiement généralisé de la dette européenne, mais des dissolutions et des compensations nationales de dettes. Ces décisions toucheraient les actionnaires des banques et compagnies d'assurances, avant d'appauvrir les déposants, comme à Chypre. Cette consolidation des dettes aurait comme préalable un contrôle des capitaux et une nationalisation du secteur financier ou, à tout le moins, l'éviction des actionnaires privés. Les institutions financières du nord de l'Europe seraient bien sûr touchées de manière collatérale.

Il s'agirait d'un cas extrême de ce que les économistes appellent la répression financière, c'est-à-dire une combinaison de capture d'épargne et de taux d'intérêt bas. Et, de la même manière que la calamiteuse opération chypriote l'a illustré, un euro pourra ne plus avoir la même valeur dans les différents pays, comme lors de l'opération Gutt.

On peut s'interroger sur la plausibilité de ce scénario d'effacement des dettes. N'est-ce pas de la science-fiction cataclysmique? Je ne l'espère pas, mais il faut désormais réfléchir à ces scénarios d'effacement de dettes. De nombreux indices sont discernables. Parmi ces derniers, les dettes publiques ont remigré vers leurs pays d'origine (la dette publique portugaise a été rachetée par des banques portugaises, etc.). Les transferts financiers du Nord vers le Sud ont été parcimonieux, tandis que l'idée d'euro-bonds a été écartée. Cela rejoint la logique allemande, qui

veut que les dettes d'un pays soient strictement financées par l'épargne domestique.

Et puis, il devient tellement évident que la combinaison d'une monnaie unique confédérale ne peut pas s'accommoder de politiques budgétaires restées fédérales et d'endettements publics d'une telle hauteur. Seuls les pays qui ont eu des monnaies de réserve mondiales (le Royaume-Uni au début du XX<sup>e</sup> siècle, les États-Unis actuellement) peuvent se permettre d'imposer leur dette publique au reste du monde. Avec une monnaie adolescente, l'Europe est loin d'être dans cette posture.

La crise des dettes publiques confronte chaque pays à ses propres réalités. Et, heureusement, la Belgique ne sera jamais concernée par une seconde opération Gutt, puisque notre dette publique est largement financée par l'épargne populaire et est réduite par rapport au patrimoine des particuliers.

En conclusion, nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques. La plus grande menace pour la stabilité de l'euro, c'est la dette publique. Au sud de l'Europe, il est parfaitement naïf d'imaginer que la monnaie, les dépôts bancaires et les réserves d'assurances garderont un pouvoir d'achat stabilisé, alors que leur contrepartie se trouve dans des dettes publiques impayables.

La mâchoire de l'ajustement se referme inéluctablement.

*L'Écho*, août 2013

---

## 2015 : Des effacements de dettes publiques

---

La question n'est plus de savoir si les États de la zone euro sont en défaut de paiement : la plupart le sont « socialement » dans la mesure où le poids des dettes publiques n'est plus transposable au futur. Ce n'est pas la dette, en tant que telle, qui importe, mais sa cohérence avec la prospérité et les revenus futurs. Or la dette publique ne bénéficie plus en rien aux générations futures, alors que le remboursement est mis à leur charge. Cette dette ne finance d'ailleurs plus des investissements, mais des transferts sociaux. Au surplus, comment expliquer qu'une crise de

l'endettement se règle à coups de rigueur budgétaire et de chômage, c'est-à-dire au détriment de ceux qui devront la rembourser ?

Le modèle d'État-providence par endettement constitue la racine de cette situation. La dette publique s'est aussi enflammée à cause de la crise économique et des sauvetages bancaires. Elle est aussi alourdie par l'absence de croissance économique, tandis que la monnaie unique, qui a fourni à tous les États européens des conditions d'emprunt allemandes, c'est-à-dire anormalement basses. De nombreux pays ont profité de la dilution de leur devise domestique à travers un gigantesque effet d'aubaine alimenté par la force de l'économie allemande. L'endettement public a crû à bon compte, comme s'il était indolore. Il n'a pas été discipliné par des taux d'intérêt qui auraient dû augmenter.

Comment sortirons-nous de ce piège infernal ? Nombreux sont ceux qui invoquent la sortie « par le haut et par l'extérieur » de l'endettement public, c'est-à-dire par la croissance (qui diminue le poids relatif de la dette publique) ou par l'inflation (qui dilue la valeur de la dette). Malheureusement, il n'y a pas de croissance et l'obstination politique allemande écarte l'inflation, alors que cette orientation est poursuivie par les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

Sans inflation, je crains que nous sortions de cette crise d'endettement public « par le bas et par l'intérieur », c'est-à-dire par une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie elle-même. C'est d'ailleurs intuitif : derrière la dette publique, c'est la monnaie qui est mise en jeu, raison pour laquelle un endettement public excessif conduit toujours à une devise faible. Et puis, il est tellement évident que la combinaison d'une monnaie unique confédérale ne peut pas s'accommoder de politiques budgétaires restées fédérales et d'endettements publics d'une telle hauteur. Seuls les pays qui ont eu des monnaies de réserve mondiales (le Royaume-Uni au début du XX<sup>e</sup> siècle, les États-Unis actuellement) peuvent se permettre d'imposer leur dette publique au reste du monde. Avec une monnaie adolescente, l'Europe est loin d'être dans cette posture.

Concrètement, si l'absence d'accès aux marchés financiers de certains pays du sud de l'Europe se confirme, il faudra alors se préparer à un effacement des dettes. Ce ne sera pas un défaut de paiement généralisé de la dette européenne, mais des dissolutions et des compensations nationales de dettes. Il s'agira de défauts « internes », comme la Russie l'a effectué

en 1998, sous forme d'un probable rééchelonnement (c'est-à-dire d'une élongation forcée des échéances des dettes publiques avec un allongement simultané des engagements vis-à-vis des assurés et des pensionnés (les capitaux se transformant en rentes, etc.). Il s'agira de cas extrêmes de ce que les économistes appellent la répression financière, c'est-à-dire une combinaison de capture d'épargne et de taux d'intérêt bas. La stupéfiante opération chypriote en est l'exemple parfait. Mais il y aura d'autres modalités : défauts de paiement (Grèce), annulation des dettes bancaires (Irlande) et confiscations (affectation obligatoire des pensions publiques au Portugal et réserves d'assurances en Hongrie).

Ce scénario d'effacement des dettes n'est plus de la science-fiction cataclysmique, car de nombreux indices sont discernables. Parmi ces derniers, les dettes publiques ont remigré vers leurs pays d'origine (la dette publique portugaise a été rachetée par des banques portugaises, etc.). Les transferts financiers du Nord vers le Sud ont été parcimonieux, tandis que l'idée d'euro-bonds a été écartée. Cela rejoint la logique allemande, qui veut que les dettes d'un pays soient strictement financées par l'épargne domestique.

En conclusion, nous longeons les abîmes de grands chocs socio-économiques. Il faut cesser d'entretenir de pathétiques illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par une croissance qu'on ne voit pas. Au sud de l'Europe, il est naïf d'imaginer que la monnaie, les dépôts bancaires et les réserves d'assurances garderont un pouvoir d'achat stabilisé, alors que leur contrepartie se trouve dans des dettes publiques impayables. Mais qu'on ne s'y trompe pas : les institutions financières du nord européen seront lourdement touchées. On ne soldera pas sans pleurs un modèle qui est à l'origine d'une immense dette publique.

*Les Échos*, septembre 2013



## Une répudiation de dettes publiques éviterait-elle une désintégration de l'euro ?

---

Jour après jour, les vices de fabrication de la monnaie unique apparaissent avec une redoutable cruauté. L'histoire confronte les signataires du traité de Maastricht à leurs erreurs de jugement : une monnaie ne discipline pas des économies divergentes. Au contraire, la monnaie reflète la force ou la faiblesse d'une économie plutôt qu'elle l'induit. C'est ainsi que l'euro a été bâti sur le naïf postulat que les facteurs de production (c'est-à-dire le travail et le capital) allaient s'ajuster, avec vélocité et fluidité, à l'introduction d'un nouvel étalon monétaire. On distingue d'ailleurs la persistance des différences entre un nord européen caractérisé par une forte industrie, un contrôle des coûts de production et des balances commerciales favorables, et un sud qui a un problème de compétitivité et est spécialisé dans des services non exportables.

Ceci ramène à la théorie des zones monétaires optimales de l'économiste canadien Mundell, récipiendaire du prix Nobel en 1999. Mundell a défendu l'idée qu'une zone monétaire était optimale si elle était caractérisée par une mobilité des facteurs de production, dont le travail. Concrètement, cela signifie qu'en cas de choc défavorable pour une des nations constituantes de la zone monétaire, des déplacements de travailleurs sont mis en œuvre afin de recréer un état d'équilibre.

On le constate aujourd'hui, le travail est resté domestique pour de nombreuses raisons : aptitudes linguistiques, traditions culturelles, contextes éducatifs et socio-économiques différents, etc. On peut même s'avancer à dire que le contexte de taux d'intérêt bas induit par l'euro a conforté les pays dans un immobilisme économique, puisque l'endettement des États, par nature peu visionnaire, a renforcé les *statu quo*. Au reste, la majorité des migrations internes à la zone euro relève d'un réflexe de survie économique plutôt que d'une immigration choisie. Les exemples portugais et irlandais le démontrent à suffisance : la jeunesse émigrante s'oriente majoritairement hors de la zone euro plutôt que vers les pays du nord (Australie pour les Irlandais, anciennes colonies portugaises pour la Lusitanie). Les études indiquent d'ailleurs que la mobilité interrégionale est inférieure à la mobilité émanant de pays situés en dehors de la zone euro.

Mais il n'y a pas que le travail qui est resté domestique : après des années d'euphorie financière et de rapprochements bancaires transfrontaliers, les dettes migrent à nouveau vers leurs pays d'origine. C'est très révélateur pour les dettes publiques, qui sont « re-domestiquées », c'est-à-dire financées par les épargnants situés dans les États émetteurs (la dette publique italienne est financée par des banques et des compagnies d'assurances italiennes, etc.). Cette « re-domestication » des dettes publiques reflète la préoccupation de diminuer le risque systémique de la zone euro. Mais comme le risque ne disparaît pas et n'est jamais que déplacé, il est désormais concentré sur certains pays fragiles caractérisés par une faible épargne. Pourtant, ainsi que nous le suggérons plus loin, cette « re-domestication » est sans doute le meilleur garde-fou contre une désintégration de l'euro.

Après avoir atteint un niveau de risque extrême en 2011, la crise de l'euro semble s'atténuer : les taux d'intérêt, bien qu'encore fort divergents, s'alignent progressivement et les pays fragiles retrouvent des capacités normalisées d'emprunts publics. Cette évolution favorable résulte d'une action concertée des pouvoirs publics et de la Banque centrale européenne, qui, malgré la discipline néfaste que lui impose le cadre monétaire allemand, a agi avec discernement.

Mais si la monnaie est temporairement stabilisée, les courants profonds qui structurent l'économie européenne sont animés par des forces contradictoires. L'absence de croissance économique, conjuguée aux signes évidents de déflation, est peut-être annonciatrice de chocs importants. C'est ainsi que si l'Europe plonge dans la déflation, ce sera la preuve rétrospective qu'il eût fallu accepter une dose modérée d'inflation au lieu de s'en tenir au mandat littéral de la Banque centrale européenne. Une déflation serait une catastrophe, car elle ajouterait du chômage à l'absence d'emplois et susciterait des baisses de prix et d'investissements, ainsi qu'une hausse du coût de l'endettement pour les ménages et les États.

L'asymétrie entre les pays de la zone euro s'est aussi accentuée. C'est ainsi que les balances commerciales (soit la différence entre les exportations et les importations) des différents États membres montrent des divergences très préoccupantes : la croissance allemande est fondée sur l'exportation. L'Allemagne accumule donc des créances sur d'autres pays

de la zone euro, tandis que la France aligne de graves déficits commerciaux dans un contexte de désindustrialisation avancée. La Belgique se situe, quant à elle, dans un état de quasi-équilibre qui bénéficie de la croissance allemande.

Lorsque des cours de change ajustables prévalent (ce qui était la situation avant l'introduction de l'euro en 1999), les parités s'ajustent afin d'équilibrer les balances commerciales. Un pays en excédent commercial voit sa devise s'apprécier et un pays en déficit commercial voit sa devise se déprécier. C'est ainsi que l'Allemagne a dû réévaluer le mark à de multiples reprises, ce qui eut pour conséquence de freiner ses exportations et de stimuler ses importations. Inversement, la France et la Belgique durent dévaluer leur monnaie afin de stimuler leurs exportations, au prix d'importations plus onéreuses.

Depuis l'introduction de l'euro, cette faculté d'ajustement monétaire n'existe plus. On doit donc compenser la modification des parités par d'autres mécanismes. C'est ainsi que la consommation interne allemande devrait être stimulée au détriment de ses exportations, tandis que les pays du sud devraient s'appauvrir pour moins importer et rendre leurs exportations moins onéreuses. Pour ces pays fragiles, on parle d'ailleurs de dévaluation interne. Bien sûr, rien ne se passe comme prévu : la consommation interne allemande est insuffisante, tandis que les pays du sud s'effondrent sous l'austérité. On peut d'ailleurs s'interroger sur l'intelligence d'une dévaluation interne alors que les pays du sud sont spécialisés dans des services... non exportables.

Au reste, l'économie réelle garde ses droits : les dévaluations et réévaluations qui auraient dû se produire se sont accumulées, comme un barrage qui s'oppose à la fluidité naturelle de l'économie. C'est ainsi que si on devait revenir aux devises nationales, le deutsche mark devrait être réévalué d'environ 25 %, tandis que le franc français et la peseta espagnole devraient être dépréciés de 20 %. On mesure, à la lecture de ces chiffres, l'envergure du problème et la grave responsabilité politique de ceux qui ont imposé aux pays du sud, déjà accablés par une devise trop forte, l'austérité budgétaire.

La question est de savoir ce qui va se substituer à une dévaluation, impossible à mettre en œuvre, dans les pays du sud. Ce sera probablement une répudiation (c'est-à-dire des battements autoritaires de valeur) des

dettes publiques, d'une envergure comparable à ce qu'aurait exigé une dévaluation. On peut donc, sans trop se tromper, imaginer qu'à terme, les pays méditerranéens doivent subir un abattement sur leurs dettes publiques de l'ordre de 20 %. C'est d'ailleurs intuitif : la monnaie et la dette sont l'avvers et le revers... de la même pièce.

Certains préconisent même des retours aux devises nationales et l'abandon de l'euro. L'idée est séduisante, mais ses conséquences seraient dramatiques. Un pays faible qui ferait sécession monétaire imposerait un défaut de paiement à ses créanciers étrangers, tout en subissant une dévaluation brutale. Son accès aux marchés de capitaux serait immédiatement bloqué. Cette dévaluation embraserait une inflation importée, qui pourrait même se transformer en hyperinflation. Cette dernière exigerait un contrôle des prix et des salaires, et des mesures autoritaires pour assurer l'ordre social, à l'instar de ce que l'Argentine a déjà connu.

Mais il ne faut pas se leurrer : l'intérêt principal d'un retour à une monnaie nationale est de rembourser ses créanciers étrangers avec une nouvelle monnaie dépréciée. Et c'est à ce niveau que la Banque centrale européenne a réduit le risque d'une telle tentation à travers la « re-domestication » des dettes publiques : quel est l'intérêt de sortir de l'euro si la dette est essentiellement détenue par des agents économiques nationaux, qui seraient immédiatement appauvris ? Cela renforce la probabilité d'un défaut de paiement sur certaines dettes publiques méditerranéennes. En effet, plutôt que de faire sécession monétaire, des pays du sud seront obligés de procéder à un abattement de leurs dettes publiques, majoritairement détenues par leurs citoyens.

Je crois donc que ces scénarios de rupture de l'euro sont prématurés, bien que n'étant pas exclus s'ils correspondent à la volonté démocratique des peuples concernés. Mais si le risque d'une implosion monétaire semble limité, les déséquilibres structurels restent des écueils incontournables. Cela va même plus loin : tous, nous sentons que l'histoire se contracte et que nous vivons des moments étranges. Nous avons tous compris que l'absence de volonté politique européenne, conjuguée à des divergences croissantes entre les économies et des dettes publiques géantes, nous conduit à des événements irréguliers et inattendus.

L'euro est peut-être devenu une fuite en avant politique contre une hétérogénéité économique. Sur la base des données fondamentales des

économies, personne ne songerait, aujourd'hui, que les pays européens pourraient envisager une monnaie commune. Nous traversons donc une période ahurissante où la monnaie est considérée comme un aboutissement intangible alors que ses soubassements se fissurent.

*L'Écho*, février 2014

---

## 2014 : Il faut réformer les pensions

---

Une récente étude du cabinet de stratégie Roland Berger a estimé le coût du vieillissement de la population belge à près de 300 milliards d'euros, à pouvoir d'achat constant. Ce montant représente près des trois quarts de la richesse annuelle du Royaume. Il est calculé sur la base des données de la Commission du vieillissement, après application d'un taux d'intérêt de 4 %. Le chiffre, aussi inquiétant qu'il soit, n'est donc pas contestable, sous réserve d'inattendus bouleversements socio-économiques.

La question est de savoir comment financer cette immense charge dans un esprit de solidarité et de justice inter et intragénérationnelle. En effet, le système des pensions a vu ses fondations s'effriter à la suite de différentes modifications démographiques, tels l'hétérogénéité des vies professionnelles et familiales, la chute de la natalité, l'entrée massive des femmes dans la vie professionnelle et le vieillissement de la population (qui entraînera un déficit structurel de croissance économique de 0,5-0,7 % selon l'O.C.D.E.). Il ne faut jamais l'oublier : le système des pensions s'exprime, de manière froide et cynique, comme étant un subside accordé par ceux qui vivent moins longtemps envers ceux qui vivent plus longtemps.

D'autres facteurs structurels se greffent à ces mutations sociologiques : nos communautés ont abandonné un contexte industriel pour s'engouffrer dans l'économie des services et de la connaissance digitalisée. De surcroît, la mondialisation et la plongée dans l'économie de marché ont mis à vif le manque de compétitivité de notre économie et la finitude d'un modèle d'État-providence.

On peut aussi discerner un phénomène de capture générationnelle qui caractérise le système belge des pensions, puisque le nombre relatif d'années de travail a baissé pour les personnes pensionnées (ou qui le seront prochainement), au détriment des travailleurs actifs, qui devront financer ce surcoût alors que leur nombre diminue. La jeunesse est aussi en droit de s'interroger sur son obligation sociétale de pourvoir aux pensions, alors que la croissance technologique vient plus des États-Unis que de l'acquis industriel national.

Mais il ne faut pas s'y tromper : le problème des pensions n'est aucunement limité à leur financement. Ce qui est véritablement en jeu, c'est la paupérisation de certaines classes de personnes âgées et les disparités de revenus entre les pensionnés. C'est ainsi que les niveaux d'études, l'adaptabilité professionnelle, la nature des familles, le nombre d'enfants et l'espérance de vie entraînent aussi des inégalités. En d'autres termes, la justice doit être assurée non seulement entre les générations, mais aussi au sein des mêmes générations. Un travailleur qualifié, quel que soit son âge, a plus de chances d'être employable et donc capable de constituer une épargne. Ce même travailleur pourra alors décider de s'extraire plus tôt de la vie professionnelle, alors qu'un travailleur moins qualifié se verra plus facilement refuser l'accès au circuit professionnel. De plus, l'espérance de vie est corrélée avec le niveau de revenu et de pénibilité du travail, ce qui engendre aussi des inégalités entre les catégories de pensionnés.

Contrairement à l'attentisme coupable dont nous avons fait collectivement preuve, il faut aborder le problème du financement avec lucidité et rigueur. Aucune solution ne peut s'exonérer d'une vision dynamique : on doit résoudre ce problème dans le cycle d'une vie entière, caractérisée par des périodes d'activité et des périodes de non-activité. On ne peut augmenter exclusivement les cotisations des travailleurs actifs pour financer le vieillissement attendu de la population, comme on ne peut se limiter strictement à reporter ce même coût du vieillissement sur les pensionnés au travers de la chute de leurs pensions.

Il faut donc trouver un équilibre intergénérationnel, tel celui proposé par l'économiste américain Musgrave (et adopté par de très nombreux pays), selon lequel le revenu des travailleurs actifs et des pensionnés doit rester stable, comme si la situation actuelle était « socialement juste ». Cette règle de Musgrave, appelée aussi « règle des positions relatives

fixes », conduit à maintenir constant le rapport entre les revenus par tête de la population active (nets de cotisations de pensions) et les prestations par tête des retraités (nettes d'impôts). Une fois ce rapport établi, le taux de cotisation et le montant des pensions sont périodiquement actualisés en fonction des modifications démographiques et de productivité. Pour respecter cet équilibre de Musgrave, il faudra simultanément augmenter les cotisations des travailleurs actifs et baisser les pensions des travailleurs inactifs. Il s'agit donc d'équilibrer en permanence un immense balancier au fur et à mesure du temps qui passe, en adaptant concomitamment les cotisations et les pensions.

Concrètement, cet objectif doit conduire à une employabilité supérieure des jeunes, un allongement de la vie professionnelle et une augmentation du taux d'activité des travailleurs âgés, et ce, particulièrement en Belgique. Au reste, il semble que si chacun travaillait jusqu'à l'âge de 65 ans, le financement des pensions serait équilibré. Mais une augmentation autoritaire du taux d'activité des travailleurs âgés relève de l'imposture politique, car les bouleversements conjoncturels et technologiques, conjugués à la disparition de compétences, rendent cette orientation caduque. C'est ainsi qu'on en arrive à retarder l'âge de la pension, non pas pour mettre des travailleurs âgés au travail, mais pour diminuer leurs pensions. On applique donc aux pensions la même logique que celle qui va prévaloir pour résorber les retards des trains de la S.N.C.B. : plutôt que d'assurer leur ponctualité, on va modifier les horaires afin que ces derniers s'adaptent au manque d'exactitude...

En conclusion, le problème des pensions ne se règle pas par la loi du marché, mais par un cadre d'économie politique. C'est par l'employabilité des travailleurs, et donc leur formation continue et leur recyclage, qu'on résoudra l'équation des pensions. Il faudra aussi basculer de manière souple vers un système qui combine la capitalisation individuelle et la répartition collective, à l'instar des deuxième (assurance groupe et fonds de pension) et troisième piliers (épargne pension individuelle). À cet égard, il est crucial d'augmenter les déductions fiscales pour le troisième pilier, dont l'imposture consisterait à faire croire qu'il est un substitut au tassement des pensions légales.

*L'Écho*, décembre 2013

# Considérations fiscales sur l'impôt des sociétés

## Réflexions baroques sur l'impôt des sociétés

---

La fiscalité est une alchimie, puisqu'on essaie de transmuter du droit en finances. Comme tout système conventionnel, elle est basée sur des postulats juridiques, qui se confondent vite avec des axiomes économiques intangibles. Malheureusement, on ne réfléchit pas assez et c'est ainsi que la fiscalité se construit souvent sans réflexion conceptuelle, mais plutôt par des ajustements reflétant les contraintes budgétaires circonstancielles.

Un des postulats de l'impôt des sociétés est qu'on doit favoriser fiscalement l'autofinancement des entreprises, au motif qu'il faut renforcer leur structure financière. C'est ainsi que la fiscalité promeut la mise en réserve des résultats de l'entreprise, qui est elle-même comparable à une augmentation de capital. En Belgique, plusieurs incitants fiscaux se conjuguent pour atteindre cet objectif : la rétention des résultats contribue favorablement au calcul des intérêts notionnels et les sorties de revenus, à savoir les dividendes (à tout le moins pour les actionnaires qui y sont soumis), sont ponctionnées par le précompte mobilier. En d'autres termes, ce précompte mobilier est retenu lorsque des actionnaires exercent leur droit à extraire un patrimoine individuel (le dividende) du patrimoine collectif (le résultat de l'entreprise).

Mais quand on libère le raisonnement des contraintes politiques ou idéologiques, on peut se demander pourquoi l'extraction des revenus du capital est pénalisée (lorsque les dividendes sont extraits de l'entreprise) ou favorisée (lorsque les résultats sont conservés dans l'entreprise), alors que la rémunération du travail est totalement extraite de l'entreprise. En effet, on n'imaginerait pas qu'un travailleur laisse au sein de l'entreprise une « réserve de travail » ou, sous sa traduction financière, une partie de son salaire qui représenterait du travail épargné. C'est d'ailleurs logique : le travailleur est un créancier et non un actionnaire. Il est effectivement



protégé par l'octroi légitime d'indemnités s'il doit, contre son gré, quitter l'entreprise.

Le capital et le travail évoluent donc dans un étrange rapport de subordination fiscale : ces deux facteurs de production sont nécessaires à la gestion de l'entreprise, mais l'extraction des revenus du travail prime fiscalement celle des revenus du capital. Cette situation reflète une indéniabie justice sociale. Elle restitue la priorité du travail humain sur le capital (qui est, de loin en loin, du travail accumulé) et le fait que le capital est diversifiable, ce qui n'est pas le cas du travail.

C'est aussi une application de la théorie de « l'égalité du sacrifice fiscal », qui exige que le sacrifice relatif du contribuable soit identique en termes de capacité contributive, c'est-à-dire de capacité à financer l'État. Ainsi, le sacrifice du capital peut être considéré comme inférieur à celui du travail, puisque le capital est normalement plus stable, encore que cette affirmation soit discutable. En conséquence, le revenu du travail peut être plus facilement extrait de l'entreprise que le revenu du capital. Mais alors, on doit se demander pourquoi le travail est plus taxé que le revenu du capital, ce qui est justement contraire à la théorie du sacrifice fiscal. On le voit : très rapidement, on ne comprend plus rien du tout, puisque le sacrifice fiscal favorise la fluidité du travail, mais en accentue la taxation.

Quel serait le système qui reconnaîtrait l'égalité de traitement de ces deux facteurs de production ? Probablement un impôt des sociétés définitif qui serait identique selon la politique de distribution des résultats de l'entreprise. En d'autres termes, il faudrait adapter le taux d'imposition des sociétés, supprimer le précompte mobilier et créer une équivalence fiscale entre la rétention et la distribution de résultats.

Il faudrait ensuite que les incitants fiscaux (si l'on décide d'en créer) favorisent autant le capital que le travail. La stimulation fiscale devrait prendre la forme d'une déduction pour investissement (qui favorise les investissements en capitaux productifs), mais aussi d'une déduction fiscale (au-delà du salaire) en fonction du nombre de travailleurs. Cette déduction devrait bien sûr bénéficier aux travailleurs sous forme de modulation salariale. On pourrait imaginer que le travailleur serait moins taxé s'il travaille plus, c'est-à-dire que son taux de taxation serait, à partir d'un certain niveau, dégressif (ce qui est d'ailleurs le cas avec les

détaxations d'heures supplémentaires). Un système fiscal juste se rapprocherait donc de la taxation d'une rente de situation : seul le profit qui dépasse le taux d'intérêt sans risque serait taxé pour le capital, tandis que la mise à l'emploi serait récompensée individuellement et collectivement dans le chef du travailleur au-delà d'un nombre d'heures de travail. Les systèmes actuels des intérêts notionnels (pour le capital) et du minimum exonéré (pour les revenus professionnels) reflètent d'ailleurs cette piste de réflexion.

Ces idées fugaces sont, évidemment, bien loin des leçons traditionnelles de fiscalité que j'enseigne à l'université. Elles sont même, peut-être, des égarements intellectuels. Mais, après tout, le but d'une chronique fiscale est de s'offrir à la critique des lecteurs et de susciter des crépitements de réflexion.

*L'Écho*, octobre 2013

## **Une véritable révolution de l'impôt des sociétés**

Lorsque l'on repense la fiscalité des sociétés sous des angles révolutionnaires, l'important est que ces révolutions fiscales ne soient pas, au sens étymologique, un retour au point de départ. Examinons deux pistes pour stimuler l'emploi productif et l'emploi, en référence à la mesure (souvent décriée) des intérêts notionnels.

Le principe des intérêts notionnels consiste à déduire de la base taxable à l'impôt des sociétés un pourcentage des capitaux propres de l'entreprise, c'est-à-dire de l'investissement des actionnaires. Il s'agit donc de déduire fiscalement une charge fictive et non décaissée qui correspond elle-même au taux d'intérêt. Les intérêts notionnels représentent un jeu d'écritures comptables destiné à baisser la charge fiscale, sans que ces intérêts notionnels constituent un véritable décaissement pour l'entreprise.

Une des principales critiques des intérêts notionnels est qu'ils n'ont pas conduit à stimuler l'investissement dans l'emploi. Il y a eu un incontestable effet d'aubaine, qui a poussé certaines entreprises à être capitalisées pour des montants qui dépassent leurs besoins normaux d'explo-

tation. Les P.M.E., en revanche, n'ont pas bénéficié suffisamment de ces intérêts notionnels, alors que l'accès au crédit bancaire leur est notablement plus difficile. C'est ainsi qu'il faudrait déphaser les intérêts notionnels sur une période de 3 à 5 ans et baisser concomitamment le taux d'ISOC, qui est actuellement de 34 %, pour arriver vers 25 %.

Mais on pourrait effectuer une véritable révolution fiscale en étendant les intérêts notionnels selon un même principe. Pour les investissements, il s'agirait de pouvoir amortir fiscalement les biens pour un montant supérieur à leur coût d'acquisition. Par exemple, un investissement de 100 pourrait être amorti pour un montant de 110. La différence de 10 ne correspondrait pas à un décaissement effectif : il s'agirait uniquement de déduire un montant de 10 à travers l'amortissement, c'est-à-dire par un jeu d'écritures fiscales. L'intérêt serait, pour l'entreprise, d'obtenir un avantage fiscal supplémentaire correspondant à ce surcroît d'amortissement (10), multiplié par le taux actuel d'ISOC (34 %). Le gain de 3,4 conduirait à réduire le coût de l'investissement, qui passerait de 100 à 96,6. Seuls les nouveaux investissements bénéficieraient de cette mesure incitative.

La même logique pourrait être appliquée aux salaires du personnel nouvellement embauché : un salaire brut de 100, déjà déductible de l'ISOC, pourrait l'être pour un montant de 110. L'entreprise bénéficierait ainsi d'une réduction immédiate d'impôt, qui réduirait le coût salarial sans toucher à la sécurité sociale ou à l'indexation.

Tant pour l'investissement que pour les frais salariaux, la réduction d'impôt devrait être affectée à une réserve indisponible qui ne pourrait pas servir au paiement des dividendes. La réduction d'impôt contribuerait à l'autofinancement des entreprises.

Ce type de mesure ferait un lointain écho aux mesures Maribel, imaginées en 1981 pour stimuler l'emploi au moyen d'une réduction des charges patronales pour les entreprises qui avaient recours à des travailleurs manuels et qui étaient spécifiquement tournées vers l'exportation. L'opération Maribel avait dû être neutralisée à cause de son caractère discriminant. Des « intérêts notionnels » salariaux s'en différencieraient néanmoins, car l'abattement fiscal se traduirait par une diminution de l'ISOC et non pas des charges patronales. Le coût salarial serait donc abaissé par l'impôt et non par la parafiscalité, qui resterait étanche. L'idée

n'est pas neuve : en 1982, le législateur avait autorisé certaines catégories d'entreprises à constituer des provisions en exemption d'impôts, lors de l'engagement de personnel additionnel.

Cela constituerait donc une baisse des coûts salariaux au travers de l'ISOC, sans que le concept de la parafiscalité (et de la solidarité, qui la fonde) en soit altéré. En effet, le débat de la modération salariale est extrêmement sensible, dès qu'on touche aux charges sociales et à leur fonction assurantielle. Avec des intérêts notionnels salariaux, la réduction des charges salariales s'opérerait avec l'ISOC plutôt que par la parafiscalité.

Cette disposition pourrait ne pas être généralisée (eu égard à son coût budgétaire), mais limitée aux nouvelles embauches ou à certains types de travailleurs (jeunes ou âgés, par exemple). D'autres variantes existent, comme limiter la déduction des intérêts notionnels salariaux aux premiers emplois.

En conclusion, une réforme de l'ISOC est importante. Il faut identifier le bon dosage des incitants fiscaux en faisant intelligemment basculer l'avantage fiscal du capital (déphasage des intérêts notionnels et baisse du taux de l'ISOC) vers l'investissement (déduction pour investissement et amortissements accélérés) et l'emploi (intérêts notionnels « salariaux », par exemple, pour des mises à l'emploi ciblées).

*L'Écho*, janvier 2013

---

## Sept idées pour l'impôt des sociétés

---

L'économie se trouve à un point d'inflexion critique.

Après cinq années de crise financière, les premiers frémissements d'une reprise industrielle se font sentir. Tout va donc se jouer dans les prochains trimestres.

Mais si la Belgique reste engluée dans une logique d'immobilisme et de contraction budgétaire, elle va rater le tournant du redéploiement dans un nouveau contexte technologique. Nos gouvernements doivent donc adopter une logique de stimulation de l'économie plutôt qu'une exigence d'austérité et de rigueur, qui alimente la récession.

Ce constat exige de repenser rigoureusement l'impôt des sociétés. En effet, notre économie est très ouverte et nous devenons progressivement un pays de filiales d'entreprises étrangères.

Si l'impôt des sociétés est, en termes budgétaires relatifs, très faible par rapport à l'impôt des personnes physiques (il n'en représente qu'un quart des recettes), il revêt une dimension symbolique essentielle en matière de créations d'entreprises. Il s'impose donc de démontrer une forte attraction en matière d'investissements.

Concrètement, notre royaume doit imaginer des avantages fiscaux afin de capturer le capital, qui est, par nature, en circulation permanente. Et, au risque d'être grinçant, il faut aller plus loin qu'un nettoyage des niches fiscales, dont on imagine (trop) facilement que leur suppression répondra à une simplification de la fiscalité, alors qu'elles reposent souvent sur des motifs économiques.

Ce qu'il faut faire, c'est une réforme fiscale qui correspond à une ambition économique, et pas seulement à des modalités techniques. Il faut exiger une fiscalité au service de l'économie et moins au service du droit.

Cette révolution fiscale a constitué un relais des centres de coordination, mais elle s'est surtout inscrite dans l'harmonisation monétaire induite par l'euro. Les taux d'intérêt étant élevés, il fallait réduire le coût du capital par une innovation taxatrice. De plus, l'économie était en expansion et il fallait accompagner fiscalement cette réalité.

Des erreurs d'appréciation ont-elles été commises? Incontestablement. Le système a conforté des effets d'aubaine et n'a pas été suffisamment incitatif, en réservant les avantages fiscaux à des apports en capitaux frais aux entreprises. Il y a eu des montages abusifs, bien éloignés des objectifs de la mesure, et une insuffisance de stimulation pour les P.M.E.

Pourtant, ne l'oublions pas : son but assumé était bien de baisser l'impôt des sociétés. D'ailleurs, les pertes d'impôt décriées par certains n'en sont bien sûr pas totalement, puisque sans intérêts notionnels, des entreprises étrangères n'auraient pas investi en Belgique. Ce sont plutôt des pertes d'opportunité.

De plus, il ne faut pas oublier que de nombreuses entreprises mondiales conservent leurs activités financières et de trésorerie en Belgique grâce aux intérêts notionnels.

### **Déphaser les intérêts notionnels**

De nos jours, la situation est différente. Nous sommes confrontés à un manque de croissance alors que les entreprises sont mieux capitalisées. Il ne faut pas, pour autant, supprimer brutalement les intérêts notionnels, mais les déphaser sur une période de cinq ans, au même rythme qu'une baisse du taux nominal d'impôt des sociétés. Ce dernier pourrait baisser par pas de 2 % annuels (34 %, 32 %, 30 %, etc.), afin d'atteindre environ 25 % après cinq ans. Pourquoi envisager une telle approche ? Les raisons sont nombreuses. Même si l'accès au crédit est contraignant pour les entreprises, les taux d'intérêt sont négatifs après déduction de l'inflation. Le financement des entreprises n'est donc plus économiquement destructeur. Par ailleurs, les entreprises sont mieux capitalisées par des capitaux propres. Ensuite, la relance de l'économie passe plutôt par la demande (et donc les actifs) que par l'offre (et donc les passifs), au sens keynésien. Et puis, il y a autre chose : il faut repenser les intérêts notionnels parce que les pays dans lesquels sont situées les maisons mères des centres de trésorerie belges utilisant les intérêts notionnels commencent à imposer un traitement fiscal défavorable aux dividendes qui en sont extraits. En d'autres termes, des pays étrangers amoindrissent le bénéfice des intérêts notionnels lorsque les dividendes des filiales belges remontent vers leurs maisons mères étrangères. Le véritable ennemi des intérêts notionnels est désormais à l'étranger. Il faut composer avec cette réalité en protégeant les entreprises établies en Belgique, qu'elles soient d'origine belge ou étrangère. Il faut aussi établir des modalités fiscales favorables pour les centres de trésorerie d'entreprises étrangères.

### **Recapitaliser les P.M.E.**

Une autre mesure devrait stimuler spécifiquement la capitalisation des P.M.E., insuffisamment favorisées par les intérêts notionnels. Il faudrait donc inciter les recapitalisations par des déductions fiscales liées à des conditions en matière d'investissements. Cette approche s'apparente aux mesures Cooreman, déployées en 1982-1983. Des avantages pour-

raient être octroyés aux entreprises qui augmentent leur capital afin de réaliser des investissements productifs. Pour les P.M.E., ces mesures se cumuleraient avec les intérêts notionnels (en déphasage progressif) et la baisse de l'ISOC. On pourrait aussi imaginer que les P.M.E. continuent à bénéficier de taux d'ISOC plus bas, afin de les aider à amortir le choc de la crise économique.

### **Réinstaurer la déduction pour investissements**

En même temps, il faut stimuler les investissements, car nous souffrons de la désindustrialisation. Les mesures sont nombreuses et elles ont toutes été testées dans les années septante. La plus simple consiste à permettre des amortissements (fiscalement déductibles) accélérés sur les immobilisations. On pourrait aussi imaginer que la déductibilité des amortissements porte sur plus de 100 % de la valeur de ces immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital, écornée par l'inflation. Une autre idée serait de redonner de l'ampleur aux déductions pour investissement, qui avaient été escamotées au profit des intérêts notionnels. Quel devrait être le taux de la déduction pour investissement? C'est à ce niveau qu'on pourrait innover. Comme la déduction pour investissement devrait être conjuguée avec des intérêts notionnels en déphasage, pourquoi ne pas supposer que son taux soit conditionné par le niveau moyen des capitaux propres de l'entreprise? Une entreprise qui serait uniquement financée par des capitaux propres pourrait obtenir une déduction pour investissement maximale, tandis qu'une entreprise théoriquement financée exclusivement par des dettes n'en bénéficierait pas. La déduction pourrait donc, selon la situation de chaque entreprise, se situer dans une fourchette de 0 à 10 %. On pourrait imaginer des pourcentages majorés pour les P.M.E. ou, comme c'était le cas, pour des activités spécifiques de recherche et de développement. L'idée est peut-être simpliste mais vaudrait – à mon sens – la peine d'être creusée. Elle permettrait de relier fiscalement les investissements de l'entreprise à leur mode de financement.

### **Combiner les intérêts notionnels**

Une autre piste, différente de ce qui précède, consisterait à réduire le taux des intérêts notionnels à un plancher (de l'ordre de 1,5 %) ou

au taux de l'obligation allemande, devenue la référence du taux d'intérêt sans risque en Europe, et à combiner ces derniers avec une déduction pour investissement. Les entreprises seraient incitées à investir dans des biens productifs, tout en s'assurant une déduction minimale, correspondant elle-même à des intérêts notionnels réduits. Une entreprise qui n'investirait pas bénéficierait d'intérêts notionnels minima, mais elle obtiendrait un avantage complémentaire en cas d'investissement. L'actif et le passif du bilan seraient donc favorisés selon des proportions qui dépendent de la politique d'investissement (et non plus de financement) des entreprises.

### **Promouvoir la consolidation fiscale**

Il faut promouvoir la consolidation fiscale et la diffusion d'une assiette fiscale européenne harmonisée en ce qui concerne l'ISOC. La consolidation fiscale ne présente pas que des avantages pour une petite économie ouverte, mais elle s'inscrit dans le sens de l'histoire de l'harmonisation européenne. Une consolidation fiscale exigerait évidemment de garder un système extrêmement favorable pour la taxation des dividendes et plus-values sur actions, d'autant que la Belgique est un pays de holdings. La taxation à 25 % des plus-values sur actions à court terme devrait être annulée. Elle est inutile et improductive, car elle s'oppose à la mobilité du capital.

### **Céder les pertes fiscales**

Une idée innovante concernerait la cession, au sein d'un groupe d'entreprises belges, de pertes fiscales reportables. La cession des pertes fiscales, qualifiée de *Group Relief*, est applicable depuis plusieurs années au Royaume-Uni. Cette méthode reviendrait à considérer les pertes fiscales comme un actif « monétisable ». Un tel procédé n'est pas très différent du système de récupération des pertes fiscales sur les résultats bénéficiaires antérieurs des entreprises, tel que cette méthode est appliquée en France.

### **Régionaliser l'ISOC**

À l'inverse d'une consolidation fiscale, on peut imaginer une régionalisation de l'ISOC. Pourquoi ne pas conserver un taux nominal au niveau



belge de l'ordre de 25 %, mais envisager une baisse d'impôts, exprimée en pourcentage de la base taxable, dont les modalités seraient déterminées par les Régions ? Une Région pourrait, par exemple, promouvoir des investissements accélérés sur des actifs immobilisés, tandis qu'une autre donnerait des stimulants particuliers en matière de recherche et de développement. Cette baisse d'impôts, qui deviendrait donc un différentiel régional, s'inscrirait dans le cadre d'une tension maximale autorisée. Elle ne mettrait pas en péril le traitement des revenus étrangers. Il se poserait, bien sûr, un problème pour les entreprises qui exercent des activités économiques sur plusieurs Régions. Il serait nécessaire de savoir comment répartir l'impôt entre les Régions, le simple rattachement de celui-ci au siège social n'ayant que peu de sens. Il conviendrait alors d'identifier des clés de répartition. Un autre problème serait le traitement fiscal des revenus provenant de l'étranger : théoriquement, il ne peut pas y avoir de différence dans le traitement des revenus étrangers selon qu'une entreprise belge est établie dans telle ou telle Région.

En conclusion, le temps est donc venu de faire preuve d'audace et surtout de s'extraire des schémas classiques, qui conduisent à disqualifier l'entrepreneuriat au travers d'une culpabilisation fiscale des sociétés. S'il s'avère que les intérêts notionnels ne correspondent plus totalement aux conditions actuelles de l'économie, adoptons, avec sagesse et sans points de discontinuité, une grille de lecture différente de l'impôt. Bien sûr, l'équation est extrêmement complexe et ne suscitera pas d'alignement politique immédiat. Mais trop d'erreurs d'appréciation ont été commises dans ce pays par pusillanimité et par manque de vision. La question n'est d'ailleurs pas de favoriser le capital au détriment du travail, mais d'aligner les intérêts des entreprises et des travailleurs au travers d'un ferment d'investissement productif. La crise économique exige de nouvelles réflexions.

*L'Écho*, blog, novembre 2013

---

## Et si on révolutionnait le bilan de l'État ?

---

Jacques Attali préconise de greffer sur nos systèmes législatifs une assemblée censée représenter les futures générations, afin de discipliner les choix sociétaux que nous effectuons actuellement.

L'idée est remarquable, mais utopique.

Pourtant, il existe un point de départ : c'est la constitution d'une comptabilité étatique en partie double. La plus grande faiblesse des politiques fiscales réside probablement dans la formulation des budgets publics. Ces derniers sont établis sur la base des flux de dépenses et de recettes.

L'État n'établit donc pas d'inventaire des créances et dettes présentes et futures en partie double, comme toute entreprise y serait obligée. Il n'existe pas de recension des obligations budgétaires futures des pouvoirs publics, à tout le moins pour des horizons dépassant l'exercice budgétaire annuel.

Faut-il s'en inquiéter ? La réponse à cette question exige de la nuance.

À l'exception d'un maigre patrimoine immobilier, l'État est une formulation budgétaire virtuelle, en ce qu'il ne possède pas de patrimoine propre. Ses moyens financiers sont transitoires, collectés par l'impôt et destinés à être immédiatement redistribués. Il peut, certes, financer ses dépenses courantes et d'investissements par l'emprunt, mais ce dernier doit *in fine* être remboursé. Et c'est l'impôt qui rembourse l'emprunt. La substance du budget de l'État correspond donc à l'impôt.

La véritable question porte alors sur le fait de savoir si l'impôt et les dépenses qu'il finance sont synchrones, c'est-à-dire couvrent les mêmes intervalles de temps. La réponse à cette question est négative.

Et c'est là que réside le problème. Un exemple de cette complication comptable est probablement le financement des pensions et des soins de santé. À l'instar d'autres pays, la Belgique a instauré un système de redistribution plutôt que de capitalisation. Les dettes de pensions ne sont pas comptabilisées, mais différées budgétairement. Ce seront les futurs actifs qui financeront les pensions de ceux qui sont actuellement actifs. Les obligations de pensions sont donc exclusivement exprimées comme des flux futurs, sans inventaire ni mesure de leur valeur actuelle (ce qu'exige-

rait un système comptable). Faute d'une comptabilisation de ces obligations futures, il est difficile de mesurer les obligations fiscales qui devront être mises à charge des actifs actuels, c'est-à-dire des futurs pensionnés. L'absence de comptabilité publique correcte entraîne des désynchronisations générationnelles.

Mais ce n'est pas tout : l'absence de projections comptables n'autorise pas de vision prospective des impôts. Ces derniers sont conditionnés par les circonstances socio-économiques, les courbes démographiques, etc., du moment.

Idéalement, il faudrait évaluer les effets des impôts sur une longue période, afin d'estimer leurs rendements et leurs capacités à financer les besoins de l'État. Il faudrait pouvoir estimer le rendement d'un impôt dans un horizon de 5 à 10 ans, voire sur plusieurs générations, pour appréhender ses effets d'élasticité et ses effets induits. Il conviendrait aussi de savoir comment l'impôt pourra être mis en rapport avec les besoins de financement futurs.

On le voit : la méthodologie fiscale est balbutiante, voire anachronique. Et l'absence de rigueur comptable est probablement synonyme d'inégalités et d'incertitudes fiscales. Car si l'impôt n'est pas prévisible dans une mesure prospective des besoins de l'État, il entraîne des effets d'aubaine ou des coercitions mal ciblées.

Comment savoir, par exemple, si la pression fiscale actuelle sur les revenus du travail n'est pas excessive, alors que le travailleur doit constituer une épargne pour couvrir les dépenses des jours où il sera retraité et que l'impôt frappe justement la formation d'épargne ?

En conclusion, une modélisation fiscale et une comptabilité des dettes et créances futures de l'État apparaissent nécessaires pour formuler correctement les impôts. C'est d'autant plus indispensable que l'impôt est plus qu'un outil redistributif ou incitatif : c'est un contrat moral et social signé par une population avec elle-même. L'impôt ne devient légitime qu'à condition de recevoir des contreparties satisfaisantes. Cette légitimité passe par sa modélisation et son analyse prospective, elles-mêmes idéalement fondées sur une adéquate comptabilité de l'État.

*L'Écho*, blog, janvier 2014

# Considérations fiscales relatives à l'impôt des personnes physiques

## L'échec sociétal de la fiscalité du travail

---

La véritable question fiscale des prochaines années est de savoir quelle génération – plutôt que quelle classe sociale – financera l'endettement gigantesque de notre pays, bientôt aggravé par l'embrasement du coût du vieillissement de la population.

Cette question est fondamentale, parce que la Belgique est caractérisée par un effet de glissement générationnel. Ce dernier a consisté en ce que l'impôt professionnel soit reporté sur les jeunes générations au même rythme que le vieillissement de la population. La génération qui a reconstruit la Belgique d'après-guerre s'est donc progressivement exonérée d'impôts au fur et à mesure qu'elle quittait la vie professionnelle, ce qui a entraîné une taxation des revenus professionnels largement plus lourde que lorsqu'elle travaillait elle-même. C'est ainsi que les études internationales indiquent – sans la moindre équivoque – que la Belgique taxe plus fortement le travail que les autres pays de l'Union européenne.

Ce phénomène est aggravé par le constat que la Belgique a développé un système d'impôts sur les personnes physiques qui privilégie la combinaison d'une base de taxation étroite et de taux d'imposition élevés, ainsi que l'étude de Christian Valenduc l'a illustré lors du dernier congrès des économistes de langue française. Cette situation n'est pas le produit d'une réflexion fiscale globale, mais le résultat d'une lente érosion du système originel de 1962, qui prévoyait une taxation de tous les revenus (la globalisation) à un taux raisonnablement progressif. La « Déglobalisation » des revenus mobiliers et immobiliers a conduit à concentrer une progressivité excessive sur les revenus professionnels. Ces derniers ont désormais trop vite taxés au taux maximal. La taxation est devenue proportionnelle plutôt que progressive. Cela ne correspond pas à une philosophie redistributive ou incitative.

Cette situation est un échec sociétal, puisque la fiscalité (trop lourde) du travail se combine avec l'accablement de l'absence de croissance économique et donc d'un chômage élevé. Cette pesante fiscalité professionnelle pénalise aussi notre compétitivité. Elle mène donc à une chimie mortifère.

Pour cette raison, nous devons – et c'est une obligation morale qui ne souffre aucune pusillanimité ou aucun choix par abstention – repenser notre système fiscal en allant vers un allègement de la fiscalité du travail. Et, quand bien même certains n'en verraient pas l'utilité immédiate, c'est une obligation mathématique, puisque le nombre d'inactifs devant être financés par les actifs s'accroît inexorablement : si les travailleurs sont accablés par une fiscalité professionnelle décourageante, comment imaginer qu'ils vont choisir d'honorer le contrat du financement du vieillissement de la population ? Le maintien d'une gravitation fiscale du travail trop forte pourrait même aboutir à une délocalisation du travail.

Une réforme fiscale passera inmanquablement par un élargissement de la base imposable et une baisse des taux d'imposition. Il faudrait donc renouer avec l'esprit de la fiscalité de 1962. Plusieurs pistes sont possibles. On peut envisager une « re-globalisation » de tous les revenus, qui seraient soumis, de manière agrégée, à un taux réduit. Une autre idée, reflétant les systèmes d'imposition nordiques, débouche sur un système dual, caractérisé par une taxation proportionnelle des revenus patrimoniaux et une taxation progressive des revenus professionnels. La situation belge n'en est pas éloignée, sauf que le poids de la fiscalité du travail est trop lourd. Un allègement de la fiscalité professionnelle qui serait compensé par un alourdissement de la T.V.A. est également imaginable, encore que cette orientation n'apporte aucune solution structurelle en matière d'impôts directs.

Enfin, il reste aussi à repenser le poids des dépenses de l'État dans l'économie, mais je suis prudent quant à sa diminution rapide : la crise conduit à exiger plus de solidarité sociale et donc un rôle temporairement accru de l'État dans la gestion de l'économie. De surcroît, c'est le système étatique qui a permis d'éviter l'effondrement de notre économie au milieu de la crise par l'activation des stabilisateurs économiques.

*L'Écho*, février 2014

---

## Des intérêts notionnels « salariaux »

---

Sous un titre volontairement provocateur et relevant de la prospective fiscale, cette chronique rappelle que le temps presse pour une réforme de l'impôt des sociétés (ISOC). En effet, l'économie semble se stabiliser et il ne faut pas que la Belgique conserve une fiscalité insuffisamment stimulante.

Depuis l'instauration des intérêts notionnels, l'incitation fiscale a été concentrée sur le financement des entreprises, c'est-à-dire leur capitalisation en fonds propres. Cette disposition était parfaitement justifiée lorsque le capital était plus cher et que les taux d'intérêt étaient plus élevés. Elle reste essentielle pour des grands groupes d'entreprises, qui ont fait de notre pays un centre de trésorerie aux multiples effets bénéfiques. Pourtant, aujourd'hui, les taux d'intérêt sont à un minimum historique et le coût du capital a baissé, comme en témoigne la reprise des valorisations boursières. Les entreprises sont donc mieux capitalisées. Même si l'accès au crédit reste très contraignant pour les P.M.E., les taux d'intérêt sont négatifs après déduction de l'inflation. Le financement des entreprises n'est donc probablement plus économiquement destructeur.

Désormais, la relance de l'économie pour les P.M.E. doit plutôt passer par la demande (et donc les actifs) que par l'offre (et donc les passifs) au sens keynésien. La préoccupation contemporaine est de promouvoir les investissements et l'emploi, c'est-à-dire de faire subtilement basculer l'incitation fiscale du passif vers l'actif du bilan. C'est d'ailleurs une exigence de la gauche de l'échiquier politique belge, qui regrette l'effet d'aubaine des intérêts notionnels, même si ce dernier a été atténué par la *fairness tax*, récemment adoptée.

Mais le renversement du centre de gravité fiscal exige des mesures ciblées. Au reste, un des principaux enseignements de l'étude de l'économie fiscale est qu'il est complexe d'agir sur deux variables simultanément, tels le financement et l'investissement ou le financement et l'emploi. Il ne fallait pas exiger des intérêts notionnels un effet direct sur l'emploi. Il ne faut pas non plus lier les mesures destinées à stimuler l'investissement et l'emploi, car l'investissement peut servir à rationaliser l'emploi. Chaque facteur de production doit faire l'objet de dispositions spécifiques.

Quelles sont, dès lors, les mesures envisageables ? J'en vois trois, qui touchent chacune une partie distincte des activités de l'entreprise, à savoir le financement, l'investissement et l'emploi.

Une première mesure concerne les intérêts notionnels. Il ne faut certainement pas les supprimer brutalement, mais les déphaser sur une période de cinq ans, au même rythme qu'une baisse du taux nominal de l'ISOC. Ce dernier pourrait baisser par pas de 2 % annuels (34 %, 32 %, 30 %, etc.), afin d'atteindre environ 25 % après cinq ans. Concomitamment, il faudrait continuer à maintenir un avantage pour la capitalisation des P.M.E., insuffisamment favorisées par les intérêts notionnels. Il importe donc d'inciter les recapitalisations par des déductions fiscales liées à des conditions en matière d'investissements. Cette approche s'apparenterait aux mesures Cooreman déployées en 1982-1983. Des avantages pourraient en effet être octroyés aux entreprises qui augmentent leur capital afin de réaliser des investissements productifs. Pour les P.M.E., ces mesures se cumuleraient avec les intérêts notionnels (en déphasage progressif) et la baisse de l'ISOC. On pourrait aussi imaginer que les P.M.E. bénéficient de taux d'ISOC plus bas, afin de les aider à amortir le choc de la crise économique. Dans tous les cas de figure, l'économie fiscale devrait prioritairement contribuer à l'autofinancement des entreprises.

Une seconde mesure a trait à la réinstauration de la déduction pour investissement, qui avait été escamotée au profit des intérêts notionnels. Il s'agit donc d'une déduction fiscale (immédiate ou différée) lorsqu'un investissement est réalisé. Des variantes pourraient être considérées pour certains investissements (recherche et développement, investissements verts, etc.). On pourrait aussi imaginer des amortissements (fiscalement déductibles) accélérés sur les immobilisations. La déductibilité des amortissements pourrait, quant à elle, porter sur plus de 100 % de la valeur de ces immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital.

Une troisième mesure serait une innovation complète : les « intérêts notionnels » appliqués aux salaires. Il s'agirait de permettre une déduction fiscale des charges salariales supérieure à leurs décaissements. À titre d'illustration, si une entreprise débourse 100 euros au titre de charge salariale, elle pourrait, par exemple, déduire 110 euros à l'impôt des sociétés. L'entreprise bénéficierait ainsi d'une réduction du coût salarial de 10 euros, multipliée par le taux d'impôt de 34 %, soit 3,4. La déduction

fiscale pourrait être effectuée au taux moyen d'impôt des sociétés afin que seules les sociétés qui paient suffisamment d'impôts bénéficient à plein de la déduction.

Cela constituerait donc une baisse des coûts salariaux au travers de l'ISOC, sans que le concept de la parafiscalité (et de la solidarité, qui la fonde) en soit altéré. En effet, le débat de la modération salariale est extrêmement sensible, dès qu'on touche aux charges sociales et à leur fonction assurantielle. Avec des intérêts notionnels salariaux, la réduction des charges salariales s'opérerait avec l'impôt direct (l'impôt des sociétés) plutôt que par la parafiscalité.

Sur un plan conceptuel, cette orientation viserait donc à juxtaposer l'impôt des sociétés à la fiscalité du travail, c'est-à-dire donner un avantage fiscal aux actionnaires des entreprises qui embauchent. Les coûts du travail et du capital en seraient par conséquent concurremment diminués.

Je qualifie cette mesure de « notionnelle » car, comme les intérêts notionnels applicables au capital, il s'agit de déduire fiscalement une charge non décaissée. En effet, les intérêts notionnels visaient à déduire de la base imposable une fraction du revenu du capital investi. Avec des intérêts notionnels salariaux, on transpose la mesure à l'autre facteur de production, c'est-à-dire le travail.

Afin d'éviter que cette déduction fiscale soit prélevée sous forme de dividendes, on pourrait exiger son maintien dans l'entreprise dans une réserve immunisée, qui contribuerait à l'autofinancement des entreprises. On peut supputer que l'idée serait accueillie favorablement par les partenaires sociaux, puisque l'incitant fiscal porterait directement et exclusivement sur la masse salariale, indépendamment du chiffre d'affaires ou de la marge d'exploitation de l'entreprise.

Cette disposition pourrait ne pas être généralisée (eu égard à son coût budgétaire), mais limitée aux nouvelles embauches ou à certains types de travailleurs (jeunes ou âgés, par exemple). D'autres variantes existent, comme limiter la déduction des intérêts notionnels salariaux aux premiers emplois.

Ce type de mesure ferait un lointain écho aux mesures Maribel, imaginées en 1981 pour stimuler l'emploi au moyen d'une réduction des



charges patronales pour les entreprises qui avaient recours à des travailleurs manuels et qui étaient spécifiquement tournées vers l'exportation. L'opération Maribel avait dû être neutralisée à cause de son caractère discriminant. Des « intérêts notionnels » salariaux s'en différencieraient néanmoins, car l'abattement fiscal se traduirait par une diminution de l'ISOC et non pas des charges patronales. Le coût salarial serait donc abaissé par l'impôt et non par la parafiscalité, qui resterait étanche. L'idée n'est pas neuve : en 1982, le législateur avait autorisé certaines catégories d'entreprises à constituer des provisions en exemption d'impôts, lors de l'engagement de personnel additionnel.

En conclusion, une réforme de l'impôt des sociétés est importante. Il faut identifier le bon dosage des incitants fiscaux en faisant intelligemment basculer l'avantage fiscal du capital (déphasage des intérêts notionnels et baisse du taux de l'impôt des sociétés) vers l'investissement (déduction pour investissement et amortissements accélérés) et l'emploi (intérêts notionnels « salariaux », par exemple, pour des mises à l'emploi ciblées). Beaucoup de mesures ont été adoptées dans le passé, avec un certain succès. Leur recensement, couplé à l'estimation de leur impact budgétaire, serait utile, tout en respectant l'importance, pour la Belgique, d'être un centre financier attractif.

*L'Écho*, décembre 2013

## Réflexions sur l'impôt des personnes physiques

---

Un par un, les économistes se rangent à l'idée non seulement que la crise financière n'a pas exclusivement déclenché la crise économique, mais aussi que l'économie mondiale vit un profond changement de modèle. Après une décennie d'expansion économique globalisée, l'Europe traverse un profond retournement de cycle. C'est la fin de ce que les économistes appellent la période NICE (*no inflation, continuous expansion*). La rupture de 2008 a tourné la page de l'économie de l'offre (instaurée sous Reagan dès les années quatre-vingt), caractérisée par une importance exacerbée du capital dans la formation des richesses nationales. Cette financiarisation a été exploitée par les secteurs privé et public. Les

bilans bancaires se sont anormalement élevés au même rythme que les dettes publiques.

Les déséquilibres inhérents à nos économies sont désormais révélés et, pour la Belgique, les événements prennent une tournure dramatique, car la rente de richesse du pays, au-delà d'être consommée, a été empruntée. Construite sur l'essor et l'espoir du baby-boom, l'économie déchantée sous le poids de sa dette. La prospérité des générations suivantes est devenue incertaine. Les systèmes sociaux s'érodent désormais sous la crise et le vieillissement de la population.

Les pouvoirs publics vont donc devoir surmonter deux défis : la résorption des déficits et la formulation d'un nouveau modèle de croissance. Faute de pouvoir diminuer drastiquement les dépenses de l'État eu égard aux orientations keynésiennes de notre économie, c'est donc l'impôt et/ou l'inflation qui vont servir à corriger les déficits et à résorber l'endettement public. Et, en fait, ce sera d'abord l'impôt, en espérant l'inflation. Malheureusement, le niveau d'endettement existant et prévisible (charges de pensions et de sécurité sociale) rend l'équation insoluble à court terme. Il faudrait d'ailleurs plusieurs générations de surplus primaire pour absorber ces dettes, ce qui écarte la piste exclusive de l'impôt.

Par ailleurs, l'équité fiscale exige une simultanéité générationnelle entre ceux qui bénéficient des dépenses de l'État et ceux qui en assurent le financement. Sauf à créer des tensions, il importe, à l'échelle d'un pays, que la génération qui bénéficie des dépenses budgétaires soit la même que celle qui les finance. Si un pays accumule des déficits, cela signifie qu'une génération emprunte au détriment de la suivante. Il en découle une dissociation générationnelle, puisque les contributions fiscales sont postérieures aux dépenses budgétaires.

Le remboursement de cette dette sera donc prélevé au prix d'un risque de tension générationnelle, dès lors que la vague du coût du vieillissement va bientôt submerger les finances publiques. Or rien ne dit que les générations suivantes voudront, ou même pourront, payer nos dettes. Il pourrait même en résulter une désolidarisation générationnelle, qui réfuterait l'hypothèque de l'avenir fiscal par le présent budgétaire. Il y a un risque que les nouvelles générations ne veuillent pas servir de variable d'ajustement aux pensions de celles qui les ont précédées.

Il faut donc repenser la fiscalité des personnes physiques, qui est, avec la sécurité sociale, le socle de notre solidarité sociétale. Cette fiscalité fut instaurée en 1962. Elle forgea, en effet, l'idée de solidarité fiscale et, surtout, sa fonction redistributive. Elle fut construite sur deux axiomes, à savoir la globalisation (ou addition) des revenus et leur taxation à un taux progressif par paliers (ou tranches). Cette taxation progressive visait (et vise toujours) à taxer la capacité d'un contribuable à constituer une épargne grâce à son travail. Il s'agissait donc de taxer la pension marginale à bâtir un capital, raison pour laquelle on ne taxe pas une seconde fois le capital ou les plus-values en Belgique. Il fallait aussi respecter une logique entre la taxation du capital et celle du travail.

La globalisation fut abandonnée en 1985, au profit du précompte mobilier libérateur : ce dernier représente désormais une taxation définitive pour les revenus mobiliers, tandis que les revenus professionnels sont les seuls à encore être taxés progressivement.

Le temps est venu de revoir notre système fiscal et de revenir aux exigences de solidarité fiscale de 1962. Cela ne devrait aucunement conduire à réinstaurer une globalisation aveugle des revenus, mais plutôt à moduler la taxation des revenus sur la base de leur risque. Par exemple, la progressivité des revenus professionnels s'est dégradée et s'est dirigée vers une taxation excessive, alors que le revenu professionnel est, par essence, le plus fragile et risqué. L'impôt sur le travail est devenu plutôt proportionnel que progressif, ce qui lui ôte d'ailleurs toute lisibilité. Le revenu professionnel devrait donc être taxé de manière plus progressive.

Les revenus mobiliers devraient aussi être différemment imposés. Il n'est pas normal qu'un revenu d'action soit taxé à 50 % (34 % d'impôt des sociétés, s'il est prélevé au taux plein, plus le précompte mobilier de 25 %) tandis que des revenus mobiliers moins risqués sont taxés à 15 % ou 25 %.

Si, comme le ministre des Finances l'a indiqué, il faut faire glisser latéralement la charge fiscale du travail vers le capital, alors il faut s'assurer que la prise de risque est promue et non pas pénalisée comme c'est le cas actuellement. Il faut donc diminuer la taxation globale du travail et du capital à risque afin de respecter une évidence : la fiscalité doit inciter et récompenser la prise de risque et non pas l'épargne improductive.

Contrairement à 1962, le capital provient moins du travail que du capital lui-même, ainsi que l'économiste français Piketty le démontre de manière incontestable dans son ouvrage *Le capitalisme au XXI<sup>e</sup> siècle*. Cela devrait conduire à une « re-globalisation » des revenus incitative plutôt que contributive, comme c'était le cas en 1962. Il s'agit donc de redessiner les taux d'imposition globalisés afin que la fragilité d'un revenu, liée à son propre risque, soit détaxée. L'exercice sera délicat, mais il est incontournable : les alignements des paramètres macro-économiques exigent de repenser les solidarités.

Bien sûr, modifier la fiscalité suscitera des mécontentements. Mais la situation des dettes publiques est d'une telle gravité qu'aucune solution n'est à trouver dans la répétition de scénarios ou le vain espoir de croire pouvoir échapper à de nouvelles réalités fiscales.

*L'Écho*, octobre 2013

## Réflexions sur la progressivité de l'impôt professionnel

---

Les guerres entraînent des réformes fiscales et la Belgique n'a pas échappé à ce constat. Notre fiscalité des personnes physiques est édiflée par deux réformes successives, établies en 1919 et en 1962.

La réforme fiscale de 1919 conçut un système d'impôt cédulaire (ou non globalisé), c'est-à-dire que chaque revenu était soumis à un impôt distinct : la contribution foncière, la taxe mobilière et la taxe professionnelle.

La réforme fiscale de 1962 forgea l'idée de solidarité fiscale et, surtout, sa fonction redistributrice. Elle fut bâtie sur deux axiomes, à savoir la globalisation (ou addition) des revenus et leur taxation à un taux progressif par paliers (ou tranches). Il s'agit donc d'un impôt dont le barème augmente avec les tranches du revenu imposable ou, plus précisément, avec le montant de l'épargne qu'un contribuable est capable de bâtir avec ses revenus.

Elle fonda l'impôt sur la capacité contributive de chaque ménage. Celle-ci correspond à l'aptitude de chaque unité familiale à participer au financement des charges de l'État selon l'importance de ses revenus.

Comment peut-on justifier la progressivité de l'impôt? Le revenu d'une personne physique est soit consommé, soit épargné. Mais la fraction de la consommation n'est pas proportionnelle au revenu : on ne double pas sa consommation si le revenu est multiplié par deux.

L'épargne augmente ainsi marginalement avec le revenu. Cette logique conduit à un impôt progressif. Le secret est là : l'impôt des personnes physiques taxe donc la formation d'épargne, puisqu'un haut revenu, destiné à être plus facilement épargné qu'un bas revenu, est marginalement plus imposé.

C'est pour cette raison que le capital n'est pas imposé en tant que tel, puisque sa formation est déjà taxée de manière progressive. La progressivité assure incidemment l'équité verticale de la fiscalité, c'est-à-dire entre les revenus élevés et les revenus faibles.

Ce système fournit une relative équité devant le sacrifice fiscal et une redistribution des gains de l'activité économique. Bien sûr, cette logique se comprend si le capital provient du travail et qu'il est du « travail accumulé ».

C'était le cas dans les années industrielles d'après-guerre. Ce l'est moins aujourd'hui, comme l'illustrent les travaux de l'économiste français Piketty. C'est ainsi que le problème de la taxation de la formation du capital pose désormais la question de la transmission du capital, c'est-à-dire des droits de donation et de succession.

Aujourd'hui, la progressivité de l'impôt continue à pénaliser la formation du capital qui découle du travail, tandis que les exonérations successives des droits de succession et de donation allègent le capital transmis.

Est-ce équitable sous l'angle de l'équité fiscale? Chacun a une respectable perception de la question.

Il y a cependant un effet de capture générationnelle. Il existe, en effet, un fait troublant. Depuis trente ans, au fur et à mesure que la classe moyenne de la génération d'après-guerre devenait rentière, la fiscalité sur les revenus du patrimoine a baissé, tandis que la fiscalité professionnelle s'est alourdie.

Cet effet – qui n'est peut-être qu'une coïncidence – est décelable dans différents domaines : « déglobalisation » des revenus et taxation distincte à un taux préférentiel des intérêts, absence de péréquation conduisant à limiter l'ajustement des revenus cadastraux à l'inflation, création des déductions pour l'épargne-pension, diminution substantielle des droits de donation et de succession, etc.

Un demi-siècle après la dernière réforme fiscale, les revenus professionnels sont donc pratiquement les seuls à être soumis à la progressivité de l'impôt. Les revenus non professionnels (revenus de l'épargne et ceux de l'immeuble d'habitation) sont essentiellement taxés à un taux proportionnel, c'est-à-dire un barème qui n'est pas progressif.

Cette perspective (dont nous admettons qu'elle est contestable) exigerait donc des études socio-économiques plus approfondies, à la lumière des travaux de l'économiste George J. Stigler, prix Nobel en 1982. Ce chercheur a énoncé la théorie économique de la réglementation ou théorie de la capture, selon laquelle les lois correspondent à des intérêts particuliers.

Mais alors, faut-il maintenir un impôt progressif sur les revenus du travail ? La réponse est probablement positive, car la progressivité correspond à un certain contrat social. Mais faut-il réintroduire une progressivité sur les revenus du capital (sans, bien évidemment, taxer le capital lui-même) ? La question est certainement posée dans le cadre des réflexions du Ministre Geens sur l'impôt des personnes physiques.

*L'Écho*, blog, décembre 2013

---

## L'impôt professionnel taxe le capital

---

La réforme fiscale de 1962 forgea l'idée de solidarité fiscale et, surtout, sa fonction redistributrice. Elle fut bâtie sur deux axiomes, à savoir la globalisation (ou addition) des revenus et leur taxation à un taux progressif par paliers (ou tranches). Il s'agit donc d'un impôt dont le barème augmente avec les tranches du revenu imposable ou, plus précisément, avec le montant de l'épargne qu'un contribuable est capable de bâtir avec

ses revenus. Elle fonda l'impôt sur la capacité contributive de chaque ménage. Celle-ci correspond à l'aptitude de chaque unité familiale à participer au financement des charges de l'État selon l'importance de ses revenus.

Comment peut-on justifier la progressivité de l'impôt? Le revenu d'une personne physique est soit consommé, soit épargné. Mais la fraction de la consommation n'est pas proportionnelle au revenu : on ne double pas sa consommation si le revenu est multiplié par deux. L'épargne augmente ainsi marginalement avec le revenu. Cette logique conduit à un impôt progressif.

Le secret est là : l'impôt des personnes physiques taxe donc la formation d'épargne, puisqu'un haut revenu, destiné à être plus facilement épargné qu'un bas revenu, est marginalement plus imposé. C'est pour cette raison que le capital n'est pas imposé en tant que tel, puisque sa formation est déjà taxée de manière progressive. La progressivité assure incidemment l'équité verticale de la fiscalité, c'est-à-dire entre les revenus élevés et les revenus faibles. Ce système fournit une relative équité devant le sacrifice fiscal et une redistribution des gains de l'activité économique.

Bien sûr, cette logique se comprend si le capital provient du travail et qu'il est du « travail accumulé ». C'était le cas dans les années industrielles d'après-guerre. Ce l'est moins aujourd'hui, comme l'illustrent les travaux de l'économiste français Piketty. C'est ainsi que le problème de la taxation de la formation du capital pose désormais la question de la transmission du capital, c'est-à-dire des droits de donation et de succession. Aujourd'hui, la progressivité de l'impôt continue à pénaliser la formation du capital qui découle du travail, tandis que les exonérations successives des droits de succession et de donation allègent le capital transmis. Est-ce équitable sous l'angle de l'équité fiscale? Chacun a une respectable perception de la question.

Il y a cependant un effet de capture générationnelle. Il existe, en effet, un fait troublant. Depuis trente ans, au fur et à mesure que la classe moyenne de la génération d'après-guerre devenait rentière, la fiscalité sur les revenus du patrimoine a baissé. Cet effet – qui n'est peut-être qu'une coïncidence – est décelable dans différents domaines : « déglobalisation » des revenus et taxation distincte à un taux préférentiel des intérêts, absence de péréquation conduisant à limiter l'ajustement des revenus

cadastraux à l'inflation, création des déductions pour l'épargne-pension, diminution substantielle des droits de donation et de succession, etc. Un demi-siècle après la dernière réforme fiscale, les revenus professionnels sont donc pratiquement les seuls à être soumis à la progressivité de l'impôt. Les revenus non professionnels (revenus de l'épargne et ceux de l'immeuble d'habitation) sont essentiellement taxés à un taux proportionnel, c'est-à-dire un barème qui n'est pas progressif.

Cette perspective (dont nous admettons qu'elle est contestable) exigerait donc des études socio-économiques plus approfondies, à la lumière des travaux de l'économiste George J. Stigler, prix Nobel en 1982. Ce chercheur a énoncé la théorie économique de la réglementation ou théorie de la capture selon laquelle les lois correspondent à des intérêts particuliers.

Mais alors, faut-il maintenir un impôt progressif sur les revenus du travail ? La réponse est probablement positive, car la progressivité correspond à un certain contrat social. Mais faut-il réintroduire une progressivité sur les revenus du capital (sans taxer le capital lui-même) ? Je ne sais pas. La question sera posée dans le cadre des réflexions du Ministre Geens sur la globalisation des revenus pour l'impôt des personnes physiques.

*L'Écho*, octobre 2013

---

## Repenser la fiscalité des capitaux

---

Au fur et à mesure de la diffusion de la crise, la question de l'équilibre budgétaire prend une tournure inquiétante. Lors des premiers mois du séisme, le déficit budgétaire paraissait conjoncturel. Mais – on le sait aujourd'hui – les choses sont beaucoup plus graves. Beaucoup plus graves car le déficit est structurel. La crise n'a servi qu'à révéler une immense dette publique, héritée des années septante et augmentée par une explosion des dépenses liées à la crise financière.

Pendant des décennies, le pays s'est acheté des années d'immobilisme, en demandant crédit aux générations suivantes. La dette publique des précédentes décennies n'a jamais été remboursée. Elle a été soulagée



par une baisse des taux d'intérêt et une croissance économique artificielle, elle-même entraînée par l'effet d'aubaine de l'euro. L'effet « boule de neige » a été suspendu par une politique d'équilibre budgétaire. Mais, en même temps, au lieu de réduire la dette fédérale en termes absolus, c'est-à-dire en euros, les gouvernements se sont limités à la diminuer en termes relatifs, c'est-à-dire par rapport au P.I.B.

Le remboursement de cette dette sera prélevé au prix d'un risque de tension générationnelle, dès lors que la vague du coût du vieillissement va submerger les finances publiques. Or rien ne dit que les générations suivantes pourront payer nos dettes. Il y a un risque (très sérieux) que ces futures générations ne veuillent pas servir de variable d'ajustement aux pensions de celles qui les ont précédées. Il pourrait même en résulter une désolidarisation générationnelle.

Face à ces réalités accablantes, la solution est intuitive : il faut sagement ajuster le poids de l'État dans l'économie. Mais ce n'est pas aussi simple. Tout d'abord, parce que peu d'entre nous sont conscients des biens publics dont nous jouissons. Politiquement, c'est donc délicat. Mais surtout, nos communautés ont choisi une équation sociale qui attribue à l'État un rôle important, surtout en période de crise. Postuler qu'un État est trop imposant revient à soulever la question des répartitions sociales. Et, dans ce domaine, seuls les choix d'adhésion collective sont pertinents et personne n'a, *a priori*, raison.

La question qui se pose désormais est de savoir quelles orientations fiscales le Royaume va adopter. La marge de manœuvre de nos gouvernements est très fine, puisque toute démarche doit être harmonieuse vis-à-vis de la fiscalité des pays adjacents, qui sont d'ailleurs nos principaux partenaires commerciaux. Une augmentation de la fiscalité sur le travail, aggravant une situation déjà préoccupante, signifierait que la Belgique renonce à tout espoir de remontée dans l'échelle de la compétitivité.

C'est à ce niveau que d'aucuns préconisent une taxation du capital ou des plus-values sur actions.

L'impôt sur le capital consiste à capturer le capital accumulé par les personnes physiques. Ce serait, bien sûr, un pur choix de double taxation, totalement contraire aux affirmations politiques récentes visant à attirer et à transmettre le capital (D.L.U., abaissement des droits de succession et de donation, promotion de l'épargne-pension).

Cela fragiliserait à nouveau l'épargne, pourtant déjà affaiblie par la crise financière. Cela pourrait même induire une grande inquiétude dans la population, qui perdrait confiance dans les capitaux différés (épargne-pension et produits assimilés), qui sont justement censés compléter les engagements de pension, dont le financement devient de plus en plus fragile.

Taxer l'épargne pourrait donc devenir extrêmement contre-productif. Cela pourrait aussi entraîner ce que notre ancien Premier ministre, Herman Van Rompuy, soulignait souvent : le paradoxe de Pareto. Selon ce dernier, la population commence à épargner si elle pressent des hausses d'impôt, elles-mêmes liées à une dette publique excessive. Ce paradoxe relève de la schizophrénie si l'impôt frappe justement l'épargne. Au reste, il y a pire : une taxation du capital conduirait inmanquablement à poser la question de sa protection contre l'inflation, désormais inéluctable.

Mais alors, quelle solution adopter ? Il faut conserver la logique en vigueur depuis un demi-siècle dans notre pays : taxer les revenus du capital plutôt que le capital lui-même ou les plus-values sur actions. Ce n'est pas une coïncidence si le texte fondateur de la fiscalité belge s'appelle le Code des impôts sur les revenus... et non pas sur le capital. Et puis, surtout, il faut sortir de cet illogisme qui veut que les revenus les plus à risque soient les plus imposés. Conservons des exonérations pour l'épargne populaire, mais modulons la taxation afin de stimuler l'investissement productif. Il importe que la prise de risque soit stimulée plutôt que stigmatisée.

C'est là que se situe le vrai problème : les revenus de l'épargne sont d'autant plus imposés qu'ils sont risqués. Les revenus d'actions (c'est-à-dire les dividendes) sont taxés à 50 % (33 % d'impôt des sociétés si ce dernier est prélevé au taux normal et 25 % de précompte mobilier), tandis que les revenus d'intérêts, moins risqués, sont taxés à 25 %. En d'autres termes, les revenus d'actions sont déjà taxés comme des revenus professionnels, mais les intérêts, notamment sur les obligations d'État, le sont à un taux forfaitaire de 25 %. Cette réalité est contraire à une fiscalité qui devrait inciter la prise de risque des entreprises.

*L'Écho*, octobre 2013

## Taxer les revenus plutôt que le capital

---

Au fur et à mesure de la diffusion de la crise, la question de l'équilibre budgétaire prend une tournure inquiétante.

Lors des premiers mois du séisme, le déficit budgétaire paraissait conjoncturel.

Mais – on le sait aujourd'hui – les choses sont beaucoup plus graves. Beaucoup plus graves car le déficit est structurel. La crise n'a servi qu'à révéler une immense dette publique, héritée des années septante et augmentée par une explosion des dépenses liées à la crise financière.

Pendant des décennies, le pays s'est acheté des années d'immobilisme, en demandant crédit aux générations suivantes. La dette publique des précédentes décennies n'a jamais été remboursée. Elle a été soulagée par une baisse des taux d'intérêt et une croissance économique artificielle, elle-même entraînée par l'effet d'aubaine de l'euro. L'effet « boule de neige » a été suspendu par une politique d'équilibre budgétaire.

Mais, en même temps, au lieu de réduire la dette fédérale en termes absolus, c'est-à-dire en euros, les gouvernements se sont limités à la diminuer en termes relatifs, c'est-à-dire par rapport au P.I.B.

Le remboursement de cette dette sera prélevé au prix d'un risque de tension générationnelle, dès lors que la vague du coût du vieillissement va submerger les finances publiques.

Or rien ne dit que les générations suivantes pourront payer nos dettes. Il y a un risque (très sérieux) que ces futures générations ne veuillent pas servir de variable d'ajustement aux pensions de celles qui les ont précédées.

Il pourrait même en résulter une désolidarisation générationnelle.

Face à ces réalités accablantes, la solution est intuitive : il faut sagement ajuster le poids de l'État dans l'économie. Mais ce n'est pas aussi simple. Tout d'abord, parce que peu d'entre nous sont conscients des biens publics dont nous jouissons. Politiquement, c'est donc délicat. Mais surtout, nos communautés ont choisi une équation sociale qui attribue à l'État un rôle important, surtout en période de crise.

Postuler qu'un État est trop imposant revient à soulever la question des répartitions sociales. Et, dans ce domaine, seuls les choix d'adhésion collective sont pertinents et personne n'a, *a priori*, raison.

La question qui se pose désormais est de savoir quelles orientations fiscales le Royaume va adopter. La marge de manœuvre de nos gouvernements est très fine, puisque toute démarche doit être harmonieuse vis-à-vis de la fiscalité des pays adjacents, qui sont d'ailleurs nos principaux partenaires commerciaux.

Une augmentation de la fiscalité sur le travail, aggravant une situation déjà préoccupante, signifierait que la Belgique renonce à tout espoir de remontée dans l'échelle de la compétitivité.

C'est à ce niveau que d'aucuns préconisent une taxation du capital ou des plus-values sur actions. L'impôt sur le capital consiste à capturer le capital accumulé par les personnes physiques. Ce serait, bien sûr, un pur choix de double taxation, totalement contraire aux affirmations politiques récentes visant à attirer et à transmettre le capital (D.L.U., abaissement des droits de succession et de donation, promotion de l'épargne-pension). Cela fragiliserait à nouveau l'épargne, pourtant déjà affaiblie par la crise financière. Cela pourrait même induire une grande inquiétude dans la population, qui perdrait confiance dans les capitaux différés (épargne-pension et produits assimilés), qui sont justement censés compléter les engagements de pension, dont le financement devient de plus en plus fragile. Taxer l'épargne pourrait donc devenir extrêmement contre-productif.

Certains, dès lors, imaginent de taxer les plus-values sur actions. Pourtant, la réponse à une taxation des plus-values doit être établie sur un examen des principes fondateurs de la fiscalité belge. Toute entreprise est *in fine* détenue, directement ou indirectement, par une personne physique, car il vient inmanquablement un moment où le bénéfice d'une société atteint le patrimoine d'une personne physique, c'est-à-dire où la chaîne de distribution s'achève.

Une entreprise n'existe pas pour elle-même : elle constitue un être économiquement abstrait. Par ailleurs, les bénéfices des sociétés sont soumis à une double imposition, à savoir l'impôt des sociétés et ensuite, en cas de distribution de dividendes, le précompte mobilier. Cette réalité explique pourquoi les plus-values sur actions ne sont pas imposées.

Lorsqu'un actionnaire réalise une plus-value, cette dernière n'altère pas le patrimoine collectif de l'entreprise, mais en transfère une quote-part vers un autre actionnaire. En d'autres termes, l'exonération des plus-values n'efface pas une matière imposable, mais la déplace latéralement, de manière intacte, vers un autre contribuable.

Les plus-values constatées sur des actions constituent, par transitivité, des bénéfices passés ou futurs de l'entreprise. Ces bénéfices ont été ou seront eux-mêmes frappés de l'impôt des sociétés. En d'autres termes, une taxation des plus-values sur actions entraînerait une double imposition des bénéfices de l'entreprise et conduirait à taxer, en cas d'inflation, le pouvoir d'achat du capital.

Illustrons ceci par un exemple extrêmement simplifié (à rendement du capital constant) : un investisseur A achète une action qui vaut 100 et qui génère un dividende brut de 10, soumis au précompte mobilier de 2,5 (c'est-à-dire au taux de 25 %). Après quelques années, le dividende de l'action passe à 20 et, concomitamment, la valeur du titre atteint 200, comme si le potentiel bénéficiaire de l'entreprise doublait instantanément. L'investisseur A vend alors l'action à l'investisseur B. Il réalise une plus-value de 100. Celle-ci n'est pas imposée, mais elle le sera indirectement dans le chef du contribuable B. En effet, les dividendes de l'action seront soumis à un précompte, qui s'établira à 5, c'est-à-dire 25 % d'un dividende qui vaut désormais à 20. Si la plus-value de 100 réalisée par l'investisseur A était taxée, cette taxation conduirait à imposer anticipativement des dividendes qui le seront ultérieurement dans le chef de l'investisseur B. Par ailleurs, la charge fiscale qui affecte un dividende s'élève, à l'heure actuelle, à 34 % (impôt des sociétés) plus 25 % du montant disponible, soit 50 %. Ce taux de taxation est comparable, au taux marginal, à celui des revenus professionnels.

Ce n'est pas une coïncidence. En effet, l'impôt des sociétés, cumulé à la retenue du précompte mobilier sur les dividendes, doit conduire à un taux d'imposition global proche du niveau de taxation des revenus d'un indépendant. Il s'impose, en effet, de conserver une neutralité entre une activité d'indépendant, exercée par une personne physique, et sa localisation dans une société.

D'aucuns argumenteront que certaines plus-values sont spéculatives, donc circonstancielles, et s'offrent plus naturellement à une imposition

particulière. Il convient pourtant d'être circonspect. Une telle orientation exigerait de préciser le caractère spéculatif des transactions sur actions sur la base d'éléments codifiables, restant à définir.

Ensuite, d'autres interrogations élémentaires se présentent : un impôt sur les plus-values conduirait-il à imposer les plus-values réalisées ou celles simplement exprimées ? Les moins-values seraient-elles déductibles ? Et si oui, selon dans quelle mesure ? Qui tiendrait la comptabilité de ces plus- et moins-values ? Qu'en serait-il des titres non cotés et de sociétés étrangères, eu égard aux effets de devises ? Comment une O.P.A. serait-elle considérée ?

En conclusion, une taxation du capital ou des plus-values semble une idée efficace. Mais c'est plus incantatoire qu'opératoire, car cela contrarierait toute l'architecture de la fiscalité belge, tout en aggravant la taxation des investissements productifs. Le risque de ce type de mesure n'est d'ailleurs pas tant la fuite des capitaux que la négation de l'esprit d'entreprise, pourtant déjà déficitaire dans notre pays. Le risque est, en effet, de canaliser l'épargne des Belges vers les seuls placements à long terme sans plus-values, à savoir les bons d'État. L'État détournerait alors l'épargne vers des investissements étatiques au lieu de stimuler le risque d'entreprise.

Mais alors, quelle solution adopter ? Il faut conserver la logique en vigueur depuis un demi-siècle dans notre pays : taxer les revenus du capital plutôt que le capital lui-même ou les plus-values sur actions. Ce n'est pas une coïncidence si le texte fondateur de la fiscalité belge s'appelle le Code des impôts sur les revenus... et non pas sur le capital.

Et puis, surtout, il faut sortir de cet illogisme qui veut que les revenus les plus à risque soient les plus imposés. Conservons des exonérations pour l'épargne populaire, mais modulons la taxation afin de stimuler l'investissement productif. Il importe que la prise de risque soit stimulée plutôt que stigmatisée. C'est là que se situe le vrai problème : les revenus de l'épargne sont d'autant plus imposés qu'ils sont risqués. Les revenus d'actions (c'est-à-dire les dividendes) sont taxés à 50 % (33 % d'impôt des sociétés si ce dernier est prélevé au taux normal et 25 % de précompte mobilier), tandis que les revenus d'intérêts, moins risqués, sont taxés à 25 %. En d'autres termes, les revenus d'actions sont déjà taxés comme des revenus professionnels, mais les intérêts, notamment sur les obligations

d'État, le sont à un taux forfaitaire de 25 %. Cette réalité est contraire à une fiscalité qui devrait inciter la prise de risque des entreprises.

*L'Écho*, blog, novembre 2013

## **La fiscalité mobilière : une réforme est urgente**

De nombreux responsables politiques appellent une réforme de la taxation des revenus mobiliers à l'impôt des personnes physiques. Mais attention : c'est une démarche longue et semée d'embûches. En effet, depuis l'abandon de la taxation globalisée des revenus mobiliers et l'introduction du précompte libérateur dans les années quatre-vingt, la fiscalité mobilière a subi des modifications erratiques.

Cela va même beaucoup plus loin : en 1984, l'introduction du précompte libérateur a probablement constitué la réforme fiscale la moins réfléchie en un demi-siècle. Depuis cette période, la fiscalité mobilière est devenue une superposition de dispositions circonstancielles sans aucun cadre conceptuel. Cet échafaudage permanent conduit à des dispositions décourageantes, comme la surtaxation récente des assurances vie ou des SICAV de distribution. Ces modifications incessantes de la fiscalité mobilière sont d'ailleurs navrantes, en ce qu'elles découlent de dispositions techniques et ésotériques, sans aucune prévisibilité. De nombreux épargnants investissent donc de bonne foi dans des instruments dont, soudainement, la fiscalité se modifie à leur détriment.

Le gâchis de l'erreur fatale de 1984 est d'avoir crucifié le capital à risque. Il tient en trois points.

Tout d'abord, une matière taxable doit s'envisager selon la nature économique du revenu (intérêt ou dividende). Par exemple, les dividendes sont soumis simultanément à l'impôt des sociétés et à l'impôt des personnes physiques. Mais pour corriger cette double imposition, les personnes physiques pouvaient, elles-mêmes, déduire une quote-part de l'impôt des sociétés payé en amont. Cette disposition a disparu. Au contraire, le précompte mobilier réduit de 15 % sur les actions a été augmenté pour atteindre 25 %.

Ensuite, la réforme de 1984 a cristallisé une différence permanente de taxation entre les intérêts et les dividendes. En effet, depuis les années quatre-vingt, il est devenu tacitement admis que les dividendes soient systématiquement plus imposés que les intérêts. Cette orientation est totalement contestable puisque les intérêts portent normalement sur des instruments (obligations d'État, etc.) qui présentent moins de risques que les actions.

Pourquoi faut-il imposer plus lourdement un investisseur qui met son épargne à risque dans l'économie productive que celui qui s'assure un revenu fixe ? Cette incongruité est le reflet d'un dogmatisme politique qui décourage la prise de risque actionnarial. C'est aussi une conséquence lointaine de l'endettement de l'État. Il y a trente ans, la dette publique était essentiellement financée par les particuliers belges alors que le pays était quasiment en cessation de paiement. L'État a alors fourni un stimulant fiscal aux investisseurs particuliers en réduisant le précompte mobilier sur les intérêts. L'État a donc détaxé ses propres emprunts pour compenser son incapacité à gérer son propre endettement. Si, à l'époque, l'urgence primait, l'alourdissement de la fiscalité des dividendes est devenu une théorie politique. Aujourd'hui, les dividendes sont globalement taxés à 50 % (34 % d'impôt des sociétés si ce dernier est applicable au taux plein, ce qui est le cas des P.M.E., plus 25 % de précompte mobilier), contre 25 % pour les revenus des bons d'État.

Enfin, la situation complexe de la fiscalité mobilière a entraîné un florilège de régimes fiscaux particuliers pour les assurances vie, bons d'assurances, SICAV, fonds d'épargne-pension, comptes d'épargne, etc. Des produits se ressemblent (SICAV et branches 23 d'assurances), mais leurs régimes fiscaux sont différents.

Mais le pire est que les exonérations et exemptions sont devenues totalement illisibles : c'est ainsi qu'elles sont accordées tantôt sur les revenus (intérêts des carnets d'épargne), tantôt sur le capital investi (assurances vie), voire même selon des concepts hybrides (SICAV de distribution ou de capitalisation, investies en obligations ou pas, etc.) sans plus aucune cohérence.

Sur la base des principes de 1962, seuls les revenus du capital (dividendes, intérêts) auraient normalement pu prétendre à une immunisation fiscale, puisque seul le revenu est taxé en Belgique, et non pas le capi-



tal. Mais progressivement, ces immunisations ont été étendues à certains capitaux investis (assurances vie, épargnes-pensions, etc.).

Par exemple, on peut déduire une prime (c'est-à-dire un capital) d'assurance vie alors que seuls les revenus d'un compte d'épargne sont exonérés de précompte mobilier. Pour bénéficier de l'exonération du précompte mobilier sur un compte d'épargne, il faut y déposer près de 200.000 euros, tandis qu'une prime d'assurances de moins de 2.000 euros bénéficie d'un crédit fiscal de 600 euros...

À côté de ces trois constats, un autre débat politique flotte dans l'air depuis une dizaine d'années : c'est la taxation des plus-values mobilières. Outre le fait que cette dernière serait extrêmement difficile à réaliser (taxe-t-on les plus-values réalisées ou les plus-values latentes ? Sur quelle période ? Pour quels instruments ?), une taxation des plus-values créerait une indéniable double taxation.

Il faut en effet rappeler la différence entre un revenu et une plus-value. Un revenu est le fruit (intérêts, dividendes) d'un actif, tandis qu'une plus-value reconnaît d'un accroissement de valeur de l'actif lors d'une cession. Économiquement, une plus-value se limite à constater le déplacement d'un capital vers son nouveau détenteur sans créer de richesse globale, tandis qu'un revenu extrait cette richesse vers tous les investisseurs. Mais d'où provient la plus-value ? Elle ne peut venir que d'un accroissement des revenus (passés ou futurs). C'est ainsi qu'une taxation des plus-values conduit irrémédiablement à taxer deux fois un revenu. Ce dernier est taxé en tant que tel, puis en tant que plus-value. Pourquoi, dès lors, agiter en permanence le spectre de cette taxation des plus-values ?

Quelles seraient, dès lors, les pistes d'une réforme de la fiscalité mobilière ? Si le retour à une globalisation des revenus mobiliers, c'est-à-dire à leur déclaration exhaustive et à leur taxation au même taux que les revenus professionnels, semble inopportun, il est néanmoins nécessaire de simplifier le système.

Une simplification peut s'envisager de multiples manières, selon les orientations politiques. Elle doit se concevoir avec discernement, car l'épargne des particuliers représente le fondement de la prospérité du Royaume : toute modification maladroite de la fiscalité pourrait susciter des glissements impromptus de l'épargne et des investissements.

Une idée pourrait être de maintenir le principe du précompte mobilier libérateur et de l'appliquer aux revenus de tous les instruments financiers, quelle que soit leur formulation juridique. On pourrait même imaginer que tous les produits financiers seraient taxés sur la base d'un même rendement forfaitaire, qui serait celui des obligations d'État, afin de ne soumettre au précompte que le revenu obtenu sans risque. C'est le système néerlandais, qui fonctionne très bien.

Concomitamment, les particuliers pourraient bénéficier d'une enveloppe globale de déductions (de l'ordre de 3.000 à 4.000 euros), qui leur permettrait de déduire des investissements mobiliers à long terme. Il ne s'agirait donc plus de limiter les déductions d'assurance vie ou d'épargne-pension à un montant particulier, mais de permettre au contribuable d'allouer ses déductions selon ses préférences : un particulier pourrait affecter la totalité de son enveloppe à l'assurance vie, tandis qu'un autre l'investirait en épargne-pension.

Cette déduction couvrirait aussi certains investissements en actions destinés à être conservés à long terme. Il faut absolument sortir de la culpabilisation fiscale des investissements en actions et réintroduire une disposition de type « Cooreman-De Clercq ». De même, il serait nécessaire d'étendre la déduction fiscale aux produits d'assurances de type branche 23, c'est-à-dire aux fonds à capital non garanti. C'est ainsi qu'il faut imaginer un statut fiscal favorable pour les assurances de la branche 44, c'est-à-dire une composition d'assurances à capital garanti et non garanti.

Faut-il, dans cette perspective, conserver l'exonération de précompte mobilier des carnets d'épargne ? Je le crois, car cette mesure, apparemment onéreuse pour les pouvoirs publics, ne leur coûte en réalité rien du tout et leur rapporte peut-être des recettes indirectes. En effet, une partie des carnets d'épargne est utilisée pour financer l'État belge à des conditions favorables. Le faible taux d'intérêt sur la dette publique belge est assuré par la canalisation de l'épargne bancaire. Le même raisonnement peut d'ailleurs être appliqué aux assurances vie, dont la déductibilité fiscale conforte la stabilité. Si l'État belge devait se financer exclusivement sur les marchés extérieurs, il paierait des intérêts bien plus élevés qu'aujourd'hui. L'exonération du précompte sur les carnets d'épargne pourrait

même être étendue aux comptes des Belges à l'étranger et/ou s'opérer par le biais de la déclaration fiscale.

On le voit : la fiscalité mobilière a besoin de nouvelles fondations stables, de principes directeurs et de modernisation. Toute modification doit s'inscrire dans une individualisation croissante de la protection financière à long terme. Bien sûr, une réforme de la fiscalité mobilière est une démarche peu mobilisatrice et politiquement fragilisante. La tâche ne sera pas aisée, car modifier la fiscalité, c'est comme changer le pneu d'une voiture qui roule. Pourtant, elle doit s'inscrire dans une démarche de la place financière de Bruxelles sous la direction incontestée du ministre des Finances.

*L'Écho*, septembre 2013

## **Les trompe-l'œil de la fiscalité mobilière**

---

De nombreux responsables politiques appellent une réforme de la taxation des revenus mobiliers à l'impôt des personnes physiques (I.P.P.). Mais attention : c'est une démarche longue et semée d'embûches. En effet, depuis l'abandon de la taxation globalisée des revenus mobiliers et l'introduction du précompte mobilier libérateur dans les années quatre-vingt, la fiscalité mobilière a subi des modifications embrouillées. Cela va même beaucoup plus loin : l'introduction du précompte mobilier libérateur a probablement constitué la réforme fiscale la moins réfléchie de tous les ajustements au Code des impôts sur les revenus en un demi-siècle. Le gâchis de cette modification fiscale tient en trois points.

Tout d'abord, le principe de l'unité de taxation, c'est-à-dire la reconnaissance du fait qu'une matière taxable doit s'envisager selon la nature économique du revenu taxable plutôt que selon la qualification fiscale du débiteur/créditeur des revenus mobiliers, a été abandonné. Par exemple, les dividendes étaient auparavant soumis à l'impôt des sociétés et à l'impôt des personnes physiques. Mais pour corriger cette double imposition, les personnes physiques pouvaient elles-mêmes déduire de leurs dividendes déclarés une quote-part de l'impôt des sociétés payé en amont. Ce système a été abandonné en 1984.

Ensuite, le précompte mobilier libératoire a cristallisé une différence permanente de taxation entre les intérêts et les dividendes. En effet, depuis les années quatre-vingt, il est devenu tacitement admis que les dividendes soient plus imposés que les intérêts. Cette orientation est contestable puisque les intérêts portent normalement sur des instruments qui présentent moins de risque (obligations d'État, etc.) que les actions. Cette incongruité est le reflet d'un scepticisme politique par rapport à la prise de risque actionnarial. Mais c'est aussi une conséquence lointaine de l'endettement de l'État. Il y a trente ans, la dette publique était significativement financée par les particuliers belges alors que le pays était quasiment en cessation de paiement. L'État a alors fourni un stimulant fiscal aux investisseurs particuliers en réduisant le précompte mobilier libératoire pour les intérêts. Ce différentiel de précompte mobilier est aujourd'hui, pour partie, gommé, mais les dividendes restent taxés à 50 %, contre 25 % pour les revenus des bons d'État.

Enfin, le précompte mobilier libératoire a conduit à structurer la fiscalité mobilière selon la dénomination des instruments financiers. Cela a entraîné un florilège de régimes fiscaux particuliers pour les assurances vie, bons d'assurances, SICAV, fonds d'épargne-pension, comptes d'épargne, etc.

Les exonérations et exemptions sont, quant à elles, devenues illisibles : c'est ainsi qu'elles sont accordées tantôt sur les revenus (intérêts des carnets d'épargne), tantôt sur le capital investi (assurances vie), voire même selon des concepts artificiels (SICAV de distribution ou de capitalisation, investies en obligations ou pas, etc.) sans aucune cohérence. Par exemple, on peut déduire fiscalement une prime (c'est-à-dire un capital) d'assurance vie alors que seuls les revenus d'un compte d'épargne sont exonérés de précompte mobilier. Pour profiter de l'exonération du précompte mobilier sur un compte d'épargne, il faut y déposer près de 200.000 euros, tandis qu'une prime d'assurances de moins de 2.000 euros bénéficie d'un crédit fiscal de 600 euros...

Sur la base des principes de 1962, seuls les revenus du capital (dividendes, intérêts) auraient normalement pu prétendre à une immunisation fiscale, puisque seul le revenu est taxé en Belgique, et non pas le capital. Mais progressivement, ces immunisations ont été étendues à certains capitaux investis (assurances vie, épargnes-pensions, etc.). Cette

extension répond à une stimulation de l'épargne à long terme, d'autant que l'État peinera à assurer la couverture de ses engagements en matière de pensions. On doit aujourd'hui promouvoir l'épargne populaire et la constitution de capitaux destinés à compléter les pensions légales.

À côté de ces trois constats, un autre débat politique flotte dans l'air depuis une dizaine d'années : c'est la taxation des plus-values mobilières. Outre le fait que cette dernière serait extrêmement difficile à réaliser (taxe-t-on les plus-values réalisées ou les plus-values latentes ? Sur quelle période ? Pour quels instruments ?), une taxation des plus-values créerait une indéniable double taxation. Il faut en effet rappeler la différence entre un revenu et une plus-value. Un revenu est le fruit (intérêts, dividendes) d'un actif, tandis qu'une plus-value provient d'un accroissement de valeur de l'actif lors d'une cession. Économiquement, une plus-value se limite à constater le déplacement d'un capital vers son nouveau détenteur sans créer de richesse globale, tandis qu'un revenu extrait cette richesse pour se diffuser vers tous les investisseurs. Mais d'où provient la plus-value ? Elle ne peut venir que d'un accroissement des revenus (passés ou futurs), compte tenu du coût du capital. C'est ainsi qu'une taxation des plus-values conduit irrémédiablement à taxer deux fois un revenu. Ce dernier est taxé en tant que tel, puis en tant que plus-value.

Quelles seraient, dès lors, les pistes d'une réforme de la fiscalité mobilière ? Si le retour à une globalisation des revenus mobiliers, c'est-à-dire à leur déclaration exhaustive et à leur taxation au même taux que les revenus professionnels, semble improbable, il faut simplifier le système. Mais une simplification peut s'envisager de multiples manières, selon les orientations politiques. De plus, une simplification n'est pas une révolution. Elle doit se concevoir avec froideur et discernement, car l'épargne des particuliers représente le fondement de la prospérité du Royaume : toute modification maladroite de la fiscalité pourrait susciter des glissements impromptus de l'épargne et des investissements.

Une idée pourrait être de maintenir le principe du précompte mobilier libérateur et de l'appliquer aux revenus de tous les instruments financiers. On pourrait même imaginer qu'un revenu mobilier fictif, soit, par exemple, 3 %, soit appliqué à tous les instruments financiers afin de gommer la distinction entre les instruments financiers de capitalisation et ceux de distribution.

Concomitamment, les particuliers pourraient bénéficier d'une enveloppe globale de déductions (de l'ordre de 3.000 à 4.000 euros), qui leur permettraient de déduire des investissements mobiliers à long terme. Il ne s'agirait donc plus de limiter les déductions d'assurance vie ou d'épargne-pension à un montant particulier, mais de permettre au contribuable d'allouer ses déductions selon ses préférences : un particulier pourrait affecter la totalité de son enveloppe à l'assurance vie, tandis qu'un autre l'investirait en épargne-pension. Cette déduction couvrirait aussi certains investissements en actions destinés à être conservés à long terme. Il faudrait sortir de la culpabilisation fiscale des investissements en actions, voire réintroduire une disposition de type « Cooreman-De Clercq ». De même, il serait nécessaire d'étendre la déduction fiscale aux produits d'assurances de type branche 23, c'est-à-dire aux fonds à capital non garanti.

Faut-il, dans cette perspective, conserver l'exonération de précompte mobilier des carnets d'épargne ? Je le crois, car cette mesure, apparemment onéreuse pour les pouvoirs publics, ne leur coûte en réalité rien du tout et leur rapporte peut-être des recettes indirectes. En effet, une partie des carnets d'épargne est utilisée pour financer l'État belge à des conditions favorables. Le faible taux d'intérêt sur la dette publique belge est assuré par la canalisation de l'épargne bancaire. Le même raisonnement peut d'ailleurs être appliqué aux assurances vie, dont la déductibilité fiscale conforte la stabilité.

On le voit : la fiscalité mobilière a besoin de nouvelles fondations stables, de principes directeurs et de modernisation. Toute modification doit s'inscrire dans une individualisation croissante de la protection financière à long terme. La tâche ne sera pas aisée, car modifier la fiscalité, c'est comme changer le pneu d'une voiture qui roule.

*L'Écho*, juillet 2013

## L'exonération du précompte sur les dépôts d'épargne

---

De nombreux commentateurs s'insurgent contre l'exonération du précompte mobilier sur les dépôts d'épargne, au motif, notamment, que l'État protège déjà ces mêmes dépôts jusqu'à 100.000 euros et que ceux-ci sont désormais des instruments de placement à court terme, et non plus à long terme.

Mais réfléchissons...

Ces dépôts constituent une source de financement peu onéreuse pour les banques, qui doivent absolument reconstituer leur rentabilité. De plus, une partie de ces dépôts est canalisée par les banques pour financer la dette publique belge à des conditions historiquement basses.

Le danger est donc là : si, par une mesure maladroite, l'État décourageait brusquement l'accumulation d'épargne sur ces comptes, ce serait peut-être à son propre détriment (donc au nôtre, au titre de contribuable), puisque l'épargne serait, pour partie, divertie des banques.

L'État devrait alors se financer à des conditions plus onéreuses sur les marchés financiers. En d'autres termes, il n'est pas exclu que l'exonération du précompte sur les comptes d'épargne ne soit pas le meilleur garant de taux d'intérêt bas sur la dette publique.

Si cette exonération disparaissait et que l'État devait se financer, il est possible que le taux d'intérêt sur la dette publique belge augmente et que ce surcroît de taux d'intérêt se transforme en impôts additionnels d'une envergure plus importante que ce que coûte l'exonération du précompte mobilier à l'État.

Par ailleurs, certains critiquent la garantie d'État de 100.000 euros.

C'est exact qu'elle est, pour partie, sémantique, car l'État belge ne pourrait pas garantir 250 milliards de dépôts d'épargne.

Mais, à nouveau, il faut réaliser que plus les banques investissent dans des obligations belges, moins cette garantie devra être activée, puisque les dépôts d'épargne trouvent justement leur contrepartie comptable partielle dans des obligations d'État belge.

*L'Écho*, blog, août 2013

## Éclairages économiques sur la fiscalité des dividendes

---

L'examen de la fiscalité des revenus mobiliers ramène, *in fine*, au niveau d'aide à l'entrepreneuriat qu'une collectivité associe à la mise à risque de capitaux. C'est ce qui différencie les communautés fiscales.

Revisiter l'histoire de la fiscalité du pays est un exercice facile et complexe à la fois. Facile, car le droit fiscal est suffisamment documenté pour en décoder l'architecture juridique. Pourtant, la démarche est complexe, car la fiscalité s'inscrit d'abord dans l'économie et dans la politique. Ses repères sont donc contingents des contraintes conjoncturelles et des orientations que nos gouvernants ont voulu imprimer.

La mission des fiscalistes n'est, bien sûr, aucunement de dicter les orientations économiques aux décideurs politiques. Ces derniers sont seuls à posséder la légitimité des décisions. Chaque citoyen doit d'ailleurs s'y conformer, le droit fiscal étant d'ordre public.

La taxation des dividendes d'origine belge, dans le chef des contribuables personnes physiques belges, a fait l'objet de mutations tant structurelles que conjoncturelles depuis la réforme fiscale séminale de 1962.

### La réforme séminale de 1962

La taxation d'un dividende doit idéalement respecter une contrainte dominante, sachant que l'impôt supporté par une société est, par transitivité et délégation économique, prélevé sur un actionnaire, lui-même soumis à l'impôt des personnes physiques. Il convient, en effet, qu'un contribuable ne puisse pas opérer d'arbitrage fiscal systématique entre l'exercice d'une activité professionnelle et sa localisation dans une entreprise soumise à l'impôt des sociétés. Les bénéfices d'une société s'assimilent, en effet, aux revenus professionnels d'une personne physique délocalisés dans une société. La différence provient cependant du fait que la société est bâtie sur un patrimoine collectif, tandis que les revenus professionnels d'une personne physique accroissent un patrimoine individuel. Le lien financier entre ces deux patrimoines (collectif et individuel) est établi par le paiement d'un dividende. La taxation des revenus profession-



nels d'une personne physique doit donc être cohérente avec la fiscalité d'une société, majorée du précompte mobilier qui affecte un dividende.

En termes conceptuels, l'impôt des sociétés doit donc être envisagé comme un prélèvement anticipé de la ponction fiscale qui frappe l'actionnaire personne physique. C'est dans cet esprit que, dès la formulation de la première loi d'impôt sur les revenus (1919-1920), les sociétés ne faisaient pas l'objet d'une fiscalité propre, mais étaient assujetties aux impôts cédulaires, qui existaient depuis 1919 (contribution foncière, taxe mobilière et taxe professionnelle) et qui étaient considérés comme des avances à valoir sur les impôts des actionnaires personnes physiques. La juxtaposition des impôts des sociétés et des personnes physiques a d'ailleurs conduit à la scission de l'impôt sur les revenus commerciaux et industriels en deux parties : le revenu du capital, fixé forfaitairement à 5 % net du montant du capital investi, et le revenu professionnel, égal au bénéfice net de la société diminué du capital investi.

Il s'impose donc qu'une certaine équivalence persiste entre, d'une part, la taxation d'un revenu professionnel, imposé au taux marginal de l'I.P.P., et, d'autre part, le prélèvement fiscal (composé de l'impôt des sociétés et de l'impôt des personnes physiques, éventuellement réduit au précompte mobilier) affectant un dividende. En d'autres termes, la taxation des dividendes ne peut pas être appréciée de manière autonome : elle s'inscrit dans l'économie de l'impôt des sociétés et des personnes physiques, c'est-à-dire à la charnière de la taxation du travail et de l'épargne. De manière plus générale, l'impôt des sociétés, qui constitue un des éléments de la fiscalité des dividendes, est fondé sur l'exercice d'une activité commerciale financée par un patrimoine collectif, laquelle intègre les deux facteurs de production : la circulation du capital (qui fonde la création des sociétés) et l'apport de travail. Dans l'échelle des incidences, l'impôt des sociétés occupe donc une place intermédiaire entre la fiscalité des revenus patrimoniaux et la fiscalité des revenus professionnels. Au reste, le système belge des impôts directs s'inscrit dans la taxation de l'épargne, de sa création à sa distribution de revenus.

L'étude de la fiscalité des dividendes perçus par des actionnaires personnes physiques nécessite donc nécessairement que soient analysées la charge fiscale globale qui pèse sur ces dividendes, les méthodes utilisées pour prévenir la double imposition économique des bénéfices distribués

et l'incidence de la fiscalité des dividendes sur le financement des sociétés par des capitaux à risque.

Le respect de l'exigence d'équivalence de taxation entre les dividendes et les revenus professionnels a d'ailleurs conduit, en 1962, à une obligation de déclaration et une globalisation des revenus d'actions. En créant l'impôt des sociétés, l'intention originelle du législateur de 1962 était de conserver une certaine intimité de taxation entre l'impôt des sociétés et l'impôt des personnes physiques. Toute société est en effet, *in fine*, détenue, directement ou indirectement, par une personne physique et il vient inmanquablement un moment où le bénéfice d'une société atteint cette personne physique.

Avant 1962, les bénéficiaires des sociétés étaient frappés d'un impôt définitif lors de leur distribution : la taxe mobilière (impôt réel) et la taxe de crise étaient retenues par la société et payées pour le compte des bénéficiaires, lesquels devaient encore éventuellement supporter l'impôt complémentaire personnel (impôt personnel) sur les dividendes reçus.

Les bénéficiaires non distribués faisaient, quant à eux, l'objet d'une imposition provisionnelle (taxe professionnelle due par la société à titre d'acompte sur l'impôt de distribution frappant les personnes physiques et qui était imputée sur l'impôt dû par le bénéficiaire en cas de distribution ultérieure des réserves).

En 1962, le législateur a profondément réformé les impôts sur les revenus. La justification de cette réforme est toujours d'actualité et mérite d'être citée *in extenso* : « Les instruments fiscaux désuets, compliqués, peu équitables et inefficaces que nous connaissons aujourd'hui doivent être remplacés par un système fiscal moderne. Il faut que demain, la fiscalité encourage l'investissement et l'effort, qu'elle décourage la fraude et rétablisse la justice. Il faut que rendue moins compliquée, elle devienne, en Belgique comme dans tous les États modernes, le moyen d'une politique financière efficace, au service d'une politique conjoncturelle et structurelle de développement économique. »

À cette fin, le législateur a opté, en remplacement du système des impôts cédulaires, pour le principe de l'impôt unique sur le revenu global, avec, pour corollaire, l'instauration d'un impôt des sociétés distinct de celui des personnes physiques. L'impôt des sociétés devint un impôt définitif, qui frappe l'ensemble du bénéfice de la société. Le rapport du Sénat

précise ainsi que « la société devient un contribuable à part entière et est taxée en tant que tel (...). Il est clair que les sociétés constituent des entités autonomes qui ont une existence indépendante de celle de leurs associés. C'est particulièrement vrai pour les grandes sociétés de capitaux ».

L'institution d'un impôt propre aux sociétés et cumulé avec l'impôt dû sur les bénéfices distribués est donc considérée comme étant une des pièces maîtresses de la réforme du 20 novembre 1962 et cet impôt des sociétés est jugé comme un complément de l'impôt global sur les revenus des personnes physiques.

Tout en reconnaissant l'indépendance de principe entre les deux impôts, le législateur de 1962 a néanmoins tenu compte de deux préoccupations fondamentales :

tout d'abord, il importait que l'addition des deux impôts ne conduise pas à une taxation excessive, ce qui s'est concrétisé par l'instauration d'un crédit d'impôt, représentatif de la moitié de l'impôt des sociétés et qui était imputable mais non remboursable. Ce crédit d'impôt visait expressément à atténuer la double imposition économique des dividendes ;

ensuite, il convenait d'améliorer les conditions de financement des sociétés par le rapprochement des régimes de taxation des revenus mobiliers. L'exposé des motifs justifiant la réforme mérite tout particulièrement d'être cité sur ce point : « Comme on le voit, les divergences dans le traitement fiscal des revenus mobiliers sont profondes. On constate notamment que les capitaux associés le plus directement aux risques des entreprises et qui sont à ce titre un des éléments dynamiques de l'économie, supportent une charge sensiblement plus lourde que les capitaux prêtés, qui procurent l'avantage de revenus fixes et sont généralement entourés de garanties de sécurité plus grandes (...). Des discriminations trop marquées dans la taxation des dividendes et des intérêts ne sont certainement pas de nature à stimuler l'esprit d'entreprise favorable à la promotion des investissements. Il est économiquement malsain qu'au capital associé se substitue systématiquement le capital prêté et ceci en fonction de préoccupations exclusivement fiscales. »

Au reste, en 1962 (comme en 1919), trois pistes avaient été envisagées pour bâtir la cohérence fiscale. Une première solution aurait été de ne pas lever d'impôt des sociétés, mais de soumettre uniquement les dividendes à l'impôt des personnes physiques au titre de revenus pro-

fessionnels. Ceci aurait cependant présenté la faiblesse d'accorder aux actionnaires une option fiscale portant sur le moment de l'imposition, puisque ces derniers décident, en assemblée générale, de l'affectation des résultats et de l'échéancier des dividendes. Une seconde solution aurait été de soumettre les sociétés à un impôt d'un taux égal à celui de l'impôt des personnes physiques. Mais un autre inconvénient aurait dû alors être esquivé, à savoir le fait que l'impôt des personnes physiques est fondé sur des barèmes progressifs par tranches, donc sur des situations fiscales propres à chaque contribuable, ce qu'un taux unique d'impôt des sociétés ne pourrait pas refléter. Ces deux solutions furent donc disqualifiées. La troisième solution, mentionnée *supra* et applicable entre 1919 et 1930, consistait à scinder le bénéfice d'une société en un rendement du capital (fixé forfaitairement à 5 % des fonds propres) et un revenu professionnel.

La solution retenue par le législateur en 1962 fut de soumettre les sociétés à un impôt représentatif du taux moyen (et non marginal) de taxation à l'impôt des personnes physiques et de reporter sur la déclaration obligatoire des dividendes l'ajustement entre ce taux moyen (perçu à l'impôt des sociétés) et le taux marginal de maximum 55 % (perçu à l'I.P.P.).

Concernant l'actionnaire personne physique, les dividendes bruts (augmentés du crédit d'impôt) étaient globalisés à l'impôt des personnes physiques et donnaient droit à l'imputation (sur la quotité de l'impôt proportionnellement afférente aux revenus mobiliers) d'un montant (non restituable) d'environ 32,6 % du montant imposable.

Eu égard au fait que les actions étaient généralement au porteur, un complément de précompte de 15 % devait parfois être prélevé. Ce précompte (totalement imputable et remboursable) n'était perçu que si le bénéficiaire n'autorisait pas l'organisme payeur à communiquer à l'Administration les renseignements relatifs aux revenus encaissés. En pratique, vu les sommets atteints par l'impôt des personnes physiques durant les années septante, il s'est avéré que la non-déclaration des dividendes était la solution qui avait la préférence de la plupart des investisseurs privés.

## La rupture de 1983

Constatant l'absence de déclaration des dividendes, le système mis en place en 1962 fut profondément remanié par la loi du 28 décembre 1983 au profit du principe du précompte mobilier libérateur (donc définitif), applicable à partir de l'exercice d'imposition 1985.

Il s'agissait d'une réforme fondamentale, puisque le système de globalisation des revenus mobiliers – et les objectifs qu'il poursuivait – était abandonné. L'impôt sur les dividendes redevenait un simple impôt globalisé et progressif, correspondant à la somme de deux impôts proportionnels : l'impôt des sociétés (dont le taux était de 45 % à ce moment, après un pic jusqu'à 56,8 %) et le précompte mobilier, qui était passé à cette occasion de 20 % à 25 % (sauf pour les actions A.F.V.).

L'impôt total supporté par l'actionnaire personne physique s'élevait par conséquent à 58,75 % du montant brut du bénéfice distribué. Cette situation s'écartait donc nettement de la solution retenue en 1962, qui visait à reporter sur la déclaration obligatoire des dividendes l'ajustement entre le taux proportionnel de l'impôt des sociétés (censé idéalement correspondre au taux moyen de taxation à l'impôt des personnes physiques) et le taux marginal applicable de l'impôt des personnes physiques. En l'occurrence, l'absence de globalisation a été compensée par l'application d'un taux d'imposition global élevé.

Ce taux global de 58,75 % restait toutefois inférieur au taux marginal de l'impôt des personnes physiques, qui s'élevait à ce moment à 72 %.

Pourtant, partant d'une situation tentant d'éviter un phénomène de double imposition économique, sous la contrainte d'une équivalence analytique entre la taxation des revenus d'actions et celle des revenus professionnels, la taxation des dividendes s'est transformée, en 1983, d'un impôt globalisé et progressif en une addition d'impôts proportionnels, dont le précompte mobilier libérateur.

Cette situation a conduit à la déconnexion de l'impôt des personnes physiques et de celui des sociétés, et donc à l'abandon d'une certaine cohérence fiscale.

Cette déconnexion, constatée dans plusieurs pays, fut le produit de plusieurs facteurs entrés en conjonction. Certains de ces derniers furent propres à la situation budgétaire du pays, qui exigeait un stimulant fiscal

pour la détention fiscale d'emprunts d'État, dont le coût pour les autorités fédérales était déjà grevé d'une prime de risque significative. D'autres facteurs ayant conduit à cette déconnexion relèvent de la typologie de la détention des entreprises. L'actionnariat de ces dernières, originellement familial et essentiellement agricole, s'est morcelé (notamment internationalement), conduisant à un relâchement de l'*affectio societatis*, constituant lui-même un élément facilitateur de la déclaration fiscale des dividendes. On note aussi l'effet de l'internationalisation de la détention des capitaux, entraînant, par ailleurs, certains phénomènes de concurrence ou d'harmonisation fiscale.

Aucune adaptation structurelle et permanente n'a été apportée à la législation afin de garantir une neutralité fiscale dans les choix de financement des sociétés en rapprochant les charges fiscales effectivement applicables aux divers revenus mobiliers. Que du contraire ! La situation de 1984 a figé la disparité de traitement fiscal entre les dividendes (taxables à l'impôt des sociétés) et les intérêts (déductibles à l'impôt des sociétés), et la loi du 22 février 1990 a réduit de 25 % à 10 % le précompte mobilier sur les revenus mobiliers fixes alloués en exécution de conventions conclues à partir du 1<sup>er</sup> mars 1990.

Deux atténuations doivent toutefois être citées :

- la loi du 30 mars 1994 a étendu l'application du taux du précompte mobilier applicable aux intérêts (de 15 % actuellement) à certains dividendes V.V.P.R. (actions émises par appel public à l'épargne ou actions faisant l'objet d'une inscription nominative) ;
- la loi du 20 décembre 1995 a introduit un crédit d'impôt, applicable aux sociétés qui bénéficient de taux réduits à l'impôt des sociétés. Ce crédit s'élevait à 7,5 % (avec un maximum de 19.850 euros) de l'augmentation du capital libéré en numéraire opérée durant la période imposable. Il était reportable sur maximum trois exercices, mais il n'était pas récurrent et ne s'appliquait qu'aux seules augmentations de capital réalisées dans des P.M.E. fiscales.

Après les réformes de l'impôt des personnes physiques du 10 août 2001 et de l'impôt des sociétés du 24 décembre 2002, la charge fiscale globale grevant les dividendes a été ramenée à un peu plus de 50 % lorsque l'on calcule le précompte mobilier au taux de 25 %, ce qui correspond au taux marginal de 50 % à l'impôt des personnes physiques.

Ces deux réformes ont donc permis, après plus de quarante ans, de concrétiser pour la première fois deux objectifs majeurs de la réforme de 1962 :

- établir une relation plus étroite entre le niveau d'imposition des revenus professionnels et celui des revenus mobiliers (taux – global ou marginal – identique de 50 %) ;
- octroyer un certain avantage aux revenus du travail par rapport aux autres revenus (taux progressifs jusqu'à 50 % *versus* impôt global réel et proportionnel d'environ 50 %).

La taxation des revenus professionnels d'une personne physique devint ainsi cohérente avec celle des revenus d'une société, majorée du pré-compte mobilier qui affecte le dividende rémunérant une activité entrepreneuriale (le taux – global ou marginal – est dans les deux cas de 50 %).

Par contre, les réformes de 2001 et de 2002 n'avaient pas encore permis de réaliser un des autres objectifs majeurs de la réforme de 1962, à savoir la volonté de rapprocher les charges fiscales effectivement applicables aux divers revenus mobiliers pour améliorer les conditions de financement des sociétés. Ainsi, le seul prélèvement fiscal sur les intérêts était de 15 %, alors qu'il s'élevait toujours à un total de plus de 50 % pour les dividendes.

Il restait donc à s'atteler sans tarder à cet objectif, en s'inspirant notamment des solutions temporaires qui avaient déjà été appliquées dans notre pays.

L'arrêté royal n° 9 du 18 avril 1967, pris en exécution de la loi du 31 mars 1967, avait constitué une première tentative en ce sens. Il prévoyait une exonération à l'impôt des sociétés des revenus distribués aux actions représentatives d'apports nouveaux effectués entre le 1<sup>er</sup> janvier 1967 et le 31 décembre 1969. L'exonération valait pour une période de cinq exercices sociaux et était limitée à une quotité de 5 % du capital libéré. Elle était soumise à des conditions visant à réserver l'avantage aux apports libérés en numéraire.

La deuxième tentative a été réalisée par la relance du capital à risque par les arrêtés royaux n° 15 (9 mars 1982) et 150 (30 décembre 1982), qui avaient pour objectif de favoriser le financement par capital à risque des

sociétés et de relancer ainsi l'activité économique. Ils prévoyaient entre autres :

- une exonération de l'impôt des sociétés pour les dividendes, à concurrence de 8 % pendant cinq exercices ou de 13 % pendant neuf ou dix exercices du capital libéré en 1982 et 1983, selon que la société répercutait ou non l'économie d'impôt sur l'actionnaire (l'objectif était clairement de mettre fiscalement sur le même pied le capital à risque et le capital emprunté) ;
- un précompte mobilier réduit et libératoire pour les actions A.F.V.

### Les intérêts notionnels

C'est dans le prolongement de ces initiatives que la nécessité d'assurer en droit commun une neutralité structurelle et permanente du financement des sociétés (capitaux propres *versus* capitaux empruntés) a enfin été reconnue, avec la déduction pour capital à risque et la réduction à 0 % du droit d'apport sur les augmentations de capital.

Cette réforme part du constat que, pour leur financement, les sociétés doivent recourir tant à des capitaux empruntés, dont la rémunération est entièrement déductible fiscalement (les emprunts et les obligations), qu'à des capitaux à risque, dont la rémunération est par contre entièrement taxée (les fonds propres constitués par apports de capitaux externes et/ou par autofinancement), et qu'il existe une discrimination économiquement injustifiée sur le plan fiscal entre ces deux formes de financement. L'objectif poursuivi par la loi du 22 juin 2005 vise par conséquent à atténuer cette discrimination, en instaurant une déduction pour capital à risque.

Le concept de la déduction pour capital à risque consiste à diminuer la base de l'impôt des sociétés d'un montant correspondant à la partie « rentabilité sans risque » du coût des capitaux propres. En pratique, la partie du bénéfice réalisé par une société correspondant au taux sans risque sera assimilée, pour l'établissement de l'impôt des sociétés, au coût du financement sans risque.

Fiscalement, le rendement des capitaux propres est donc éclaté en deux composantes :

- la première, le prix du temps, est assimilée fiscalement à une charge d'intérêt « notionnelle » ;



- la seconde, le prix du risque, constitue la valeur ajoutée actionnariale et reste soumise à l'impôt des sociétés.

Ces deux composantes bénéficient désormais chacune d'un traitement fiscal autonome et parfaitement justifié. Cette mesure permet donc de défalquer de la base de l'impôt des sociétés une fraction des capitaux propres. Concrètement, cela signifie que fiscalement, le rendement des capitaux propres est éclaté en deux composantes. Une première composante est assimilée fiscalement à une charge d'intérêt « notionnelle », conduisant à une déduction fiscale du montant des capitaux propres. Le complément du rendement des capitaux propres constitue la valeur ajoutée actionnariale et reste soumis à l'impôt des sociétés.

La déduction pour capital à risque a un effet considérable sur la relation entre la taxation des bénéficiaires au niveau de la société et celle des flux financiers vers les actionnaires. À concurrence du montant de la déduction pour capital à risque, la double imposition économique des dividendes est supprimée et la taxation des revenus des capitaux propres est alignée sur ceux des intérêts à long terme. Pour ce qui est de la taxation de la valeur ajoutée actionnariale (la prime de risque) dans le chef de l'actionnaire personne physique, la déduction pour capital à risque ne modifie rien au régime qui prévalait avant son entrée en vigueur, à savoir une taxation globale correspondant au taux marginal actuel de l'impôt des personnes physiques. Cette situation est acceptable aux taux actuels de l'impôt des sociétés et de l'impôt des personnes physiques, dès lors que, comme cela avait été voulu par le législateur de 1962, « il est équitable que, dans certaines limites, le revenu du travail personnel soit moins lourdement taxé que le produit de la fortune acquise ». Reste qu'un *statu quo* n'est pas souhaité, dès lors qu'il est essentiel qu'une baisse – équilibrée – de la pression fiscale soit poursuivie en Belgique.

### L'immunisation des plus-values

Mais que penser, alors, d'une éventuelle taxation des plus-values? Les prochains contrôles budgétaires vont immanquablement aborder de nouvelles pistes fiscales. Mais les plans de relance ne peuvent pas être annihilés par des impôts additionnels. L'idée d'une taxation des revenus du capital et des plus-values mobilières sera donc soulevée.

Les renforts politiques ne manqueront pas : ne sont-ce pas, pour certains, les errances spéculatives qui ont fragilisé le secteur bancaire ? De surcroît, l'O.C.D.E. vient de recommander à la Belgique de limiter les exonérations fiscales relatives à l'épargne à long terme. D'aucuns revendiqueront une taxation des plus-values sur actions. Or cette piste serait extrêmement dommageable. Voici pourquoi.

Une entreprise n'existe pas pour elle-même : elle constitue un être économiquement abstrait, malgré sa personnalité juridique distincte. Elle fait des bénéfices pour ses actionnaires, qui sont, *in fine*, toujours des personnes physiques. Et les bénéfices sont doublement taxés. Ils sont atteints par l'impôt des sociétés avant de subir l'impôt des personnes physiques, c'est-à-dire le précompte mobilier, lors du paiement des dividendes.

Le législateur de 1962 avait affirmé, dans le sillage de la réforme fiscale de 1919, l'exonération (sauf exception) des plus-values sur actions. Pourquoi ? Parce que la vente d'une action n'altère pas le patrimoine collectif d'une entreprise, mais transfère la quote-part de sa propriété vers un autre actionnaire. En d'autres termes, la réalisation d'une plus-value ne crée pas de nouvelle matière imposable, mais la déplace latéralement, de manière intacte, d'un actionnaire vers un autre. De plus, les plus-values sur des actions constituent souvent des bénéfices passés ou futurs de l'entreprise. Ces bénéfices ont été ou seront eux-mêmes frappés de l'impôt des sociétés. Taxer les plus-values créerait donc une double imposition.

Pour illustrer ce phénomène, nous prenons un cas extrêmement simple, en supposant que le taux de rendement exigé d'une action reste stable à 5 %. Nous supposons également que le taux du précompte mobilier et celui d'une éventuelle taxation des plus-values s'établissent à 25 %.

Une action génère un dividende stable et perpétuel de 10. Sur la base des mathématiques financières, la valeur de l'action s'établit à 200 (qui sont déterminés par le dividende de 10 divisé par le taux de rendement de 5 %). Chaque année, le détenteur de l'action va s'acquitter d'un précompte mobilier de 25 % appliqué au dividende de 10, soit 2,5.

Supposons que soudainement, le dividende s'établisse à 12. La valeur de l'action s'ajuste immédiatement à 240 (soit 12 divisé par 5 %).

Le détenteur de l'action décide alors de céder son titre pour encaisser une plus-value, qui s'établit à 40 (soit 240 moins 200). Dans l'hypothèse d'une taxation de cette dernière à 25 %, cela correspond à un impôt de 25 % de 40, soit 10.

L'acheteur de l'action va désormais encaisser en théorie un dividende de 12. Sur ce dividende de 12, il s'acquittera d'un précompte mobilier de 25 %, soit 3. Par rapport au détenteur précédent, le prélèvement fiscal sur le dividende est passé de 2,5 à 3, soit une augmentation annuelle de 0,5.

Et quelle est la valeur actualisée (c'est-à-dire ramenée cumulative-ment au temps présent) de ces 0,5 ? C'est exactement 10, soit 0,5 divisé par 5 %, c'est-à-dire le montant de la taxation de la plus-value supportée par le vendeur. En d'autres termes, l'acheteur paiera une nouvelle fois l'impôt sur la plus-value. Cet impôt ne sera pas acquitté en une fois, comme pour le vendeur, mais de manière étalée dans le temps. Taxer les plus-values induirait une irréfutable double imposition chronologique.

Ensuite, d'autres interrogations élémentaires se présentent : un impôt sur les plus-values conduirait-il à imposer celles qui sont réalisées ou celles simplement exprimées ? Quel serait donc le fait générateur de l'impôt : l'aliénation du titre ou la constatation nominale de la plus-value ? Les moins-values seraient-elles déductibles ? Et si oui, selon quelle mesure ? Qui tiendrait la comptabilité de ces plus- et moins-values ? Qu'en serait-il des titres non cotés et du cas des titres de sociétés étrangères ? Quand placer la date de démarrage du système, puisqu'il faudrait déterminer un montant à partir duquel les moins- et plus-values seraient calculées ?

L'exonération des plus-values sur actions reste donc un fondement cohérent de notre droit fiscal. *A contrario*, leur taxation entraînerait une paupérisation du capital à risque d'autant plus profonde que la Belgique est une économie très ouverte.

### **Les égarements budgétaires**

Ceci étant, une question reste posée : pourquoi le Royaume a-t-il développé une telle défiance par rapport au capital à risque ?

Comment le Royaume est-il arrivé à mettre en œuvre une des fiscalités les plus lourdes d'Europe, tant pour les revenus du capital que pour

ceux du travail? Intuitivement, notre pays aurait dû, comme le Grand-Duché de Luxembourg, faire de la fiscalité un outil de compétitivité et d'attractivité économique.

De nombreuses raisons expliquent cette dissonance. Pourtant, à notre intuition, il y a un facteur qui prédomine, tant il a, de manière décisive, conditionné l'économie du pays pendant un tiers de siècle. Il s'agit de l'interprétation de la conjoncture effectuée par les gouvernants des années septante, plus précisément pendant les années 1977 à 1981. En bonne intelligence (et soutenus par l'ensemble des économistes), les gouvernants de cette époque considérèrent les crises du pétrole comme un phénomène circonstanciel et non pas structurel. Malheureusement, le prix de l'énergie masqua une réalité qui apparaît aujourd'hui, avec le recul du temps, éclatante : la mutation d'une économie manufacturière vers une économie de services, c'est-à-dire le déplacement partiel de l'économie du pays du secteur secondaire vers le secteur tertiaire.

Ceci étant, personne n'aurait pu appréhender la profondeur des mutations de l'économie et nos gouvernants ont collectivement tenté de répondre optimalement à des situations inédites. Il fallait, par exemple, répondre à un accroissement eschatologique du chômage. Le hiatus était compréhensible, car les économies occidentales avaient traversé, pendant près de trente ans, une période de croissance ininterrompue, correspondant à la reprise économique d'après-guerre.

Nos gouvernants choisirent de mettre en œuvre une politique budgétaire keynésienne, caractérisée par des dépenses publiques importantes destinées à stimuler l'activité économique. Le scénario économique était – il est vrai – inconnu : la stagflation, c'est-à-dire une combinaison de stagnation et d'inflation. Malheureusement, la réponse keynésienne fut inadaptée : elle alimenta l'inflation sans extirper la stagnation.

Au lieu de stimuler l'activité économique, les politiques de dépenses publiques des années septante entraînèrent le pays dans un désordre économique sans précédent. Elles conduisirent à des déficits budgétaires à deux chiffres, à un endettement public qui culmina à 130 % du P.I.B., à une inflation hors de contrôle et à des dévaluations successives. À partir d'un certain seuil, la dynamique financière conduisit au fameux effet « boule de neige », c'est-à-dire l'accroissement exponentiel de la dette.

Face à une solvabilité ébranlée, les pouvoirs publics n'eurent d'autre choix que de financer ces déficits budgétaires par un appel massif à l'emprunt. Ces emprunts furent, pour partie, placés à l'étranger, mais dans une mesure réduite, car la gestion de l'État belge ne suscitait ni enthousiasme, ni conviction de solvabilité.

Le choix obligé fut donc de faire appel à l'épargne nationale, par des émissions d'emprunts à répétition. Le volume de ces derniers fut tel qu'il assécha le marché des capitaux au détriment des investissements productifs, c'est-à-dire du capital à risque. La Bourse de Bruxelles fut d'ailleurs, à l'époque, désertée. Ce phénomène, qualifié de *squeeze out* dans la terminologie économique anglo-saxonne, entraîna deux conséquences sérieuses.

Tout d'abord, le taux d'intérêt des emprunts d'État belge dut être majoré d'une prime (afin de couvrir les risques de dépréciation du franc belge et le risque de solvabilité inhérent à l'État belge), au détriment global des pouvoirs publics. Ensuite, le rendement du capital à risque, déjà écorné par les poussées inflationnistes et une fiscalité lourde, ne fut plus suffisamment attractif en comparaison des placements sans risque.

Les besoins d'emprunt de l'État furent d'ailleurs tels qu'il fut forcé d'octroyer des avantages particuliers, comme un précompte mobilier réduit, aux emprunts d'État. Des emprunts à avantages fiscaux particuliers, tel le mémorable emprunt 1981-1991 furent nécessaires. Ces décisions fiscales paraissent, de nos jours, anodines. Elles entraînèrent pourtant des conséquences en spirale : c'est bien la nécessité d'avantager fiscalement la souscription des emprunts d'État qui conduisit à pénaliser la fiscalité des revenus d'actions.

Concomitamment, les pouvoirs publics décidèrent d'augmenter les impôts, en poussant les feux fiscaux jusqu'à des seuils confiscatoires. L'impôt des sociétés, par exemple, approcha le niveau fatidique de 50 %. Ceci fut mis en œuvre sans compter que l'impôt taxait déjà l'inflation (elle-même alimentée par le déficit budgétaire), c'est-à-dire taxait le maintien des capacités de production. La fiscalité excessive a anémié l'économie. Elle l'a même, peut-être, tirée en arrière. La Belgique répondit de manière introvertie à la crise économique, en privilégiant la répartition collective au détriment de la prise de risque.

Différentes mesures imaginées par le Sénateur Étienne Cooremans, comme les actions A.F.V. et les souscriptions Monory-De Clercq, habilement mises en œuvre en 1982-1983, pallièrent cette situation. Une bonification fiscale fut allouée aux nouvelles souscriptions d'actions, dont la contrepartie devait être affectée à certains investissements productifs.

Les mesures des années 1982-1983 suscitèrent, en vingt et un mois, des augmentations de capital à risque pour un montant estimé à plus de 8 milliards d'euros, dont plus de 2 milliards d'euros par des sociétés cotées en Bourse de Bruxelles. Elles n'avaient qu'un tort : leur caractère temporaire, bien que, dès 1984, le gouvernement eût promis d'introduire dans la législation fiscale un statut définitif pour le capital à risque.

Près de vingt ans plus tard, la déduction des intérêts notionnels constitua l'aboutissement des actions A.F.V. Mais, aujourd'hui, des relais fiscaux doivent être envisagés. En effet, l'argent public injecté dans certaines banques et des plans de relance ne sera jamais un relais naturel au capital à risque. Le temps est sans doute venu d'imaginer des solutions nouvelles.

### **Les prochaines années**

À cet égard, il faut rappeler que si la fiscalité relève de l'ordre juridique, ses fondements sont économiques. L'impôt est, en effet, un outil de la politique budgétaire du gouvernement. Dans cette perspective, il a, de manière choisie ou incidente, des conséquences sur les actes posés par les contribuables. C'est, en particulier, le cas de l'affectation d'épargne, c'est-à-dire des véhicules dans lesquels l'épargne des ménages belges est orientée.

Cette perspective est d'autant plus cruciale que l'impôt belge des personnes physiques taxe la formation d'épargne.

Si l'entrée de la Belgique dans la zone euro fut « disciplinante », elle a, en même temps, accentué la nécessité d'une compétitivité accrue. Mais l'important est que ces révolutions fiscales ne soient pas, au sens étymologique, un retour au point de départ, c'est-à-dire le prélude à des compensations taxatoires qui en gommeraient l'effet bénéfique, d'autant qu'un nouveau scénario de stagflation est annoncé par certains économistes.

La fiscalité est, dans cette perspective, un facteur essentiel de redistribution sociale. Elle reflète une certaine vision de la communauté. Mais ses excès peuvent inhiber, voire stériliser, l'entreprise humaine. Des impôts trop lourds conduisent inmanquablement au dirigisme économique. Une fiscalité outrancière absorbe l'énergie dans l'État et use ses agents économiques. Elle ligote le progrès. Elle rend l'économie administrative et refoule l'envie de prise de risque. Le vrai contrat social de la fiscalité, c'est celui de l'aptitude à la prise de risque. Elle exige donc une confiance dans l'économie de marché.

Nous traversons un choc de modèles, à savoir l'immersion dans l'économie de marché globalisée. Il faut donc éviter de juxtaposer des solutions conjoncturelles à des glissements structurels. L'économie de marché ne s'embarrasse d'ailleurs plus de grands postulats. Elle s'articule de manière inductive et empirique autour de réalités marchandes. En même temps, c'est une opportunité extraordinaire pour notre Royaume. Son ouverture, combinée à une économie adaptable, constitue un remarquable atout dans une géographie concurrentielle qui se désenclave. La productivité belge est excellente, sa diversité industrielle est remarquable et ses accès logistiques sont de première qualité. C'est sur cette ouverture qu'il faut tabler pour définir des avantages concurrentiels en matière fiscale.

*À publier, automne 2014*

## **Épargne-pension : la F.G.T.B. lance un débat utile**

---

Dans une intervention récente, la F.G.T.B. s'est prononcée pour la suppression des avantages fiscaux liés à l'épargne-pension. Cette dernière permet à chaque contribuable de déduire 950 euros par an pour bénéficier d'une réduction d'impôt de 30 %. Le taux de cette réduction d'impôt est uniforme : il ne dépend pas du niveau global des revenus. En d'autres termes, la réduction est identique pour tous les contribuables. Deux millions sept cent mille Belges y ont recours, entraînant un coût budgétaire annuel de 650 millions d'euros.

La position de la F.G.T.B. est troublante : comment un syndicat peut-il s'opposer à une aide publique en faveur de l'épargne populaire à long

terme, destinée à stimuler la constitution d'un capital modique pour l'âge de la retraite? Quelle idéologie peut conduire à réfuter une bonification étatique qui est destinée à aider les plus démunis, puisqu'une épargne-pension qui serait soigneusement constituée au cours d'une carrière peut permettre la capitalisation de 40.000-45.000 euros?

Aussi contre-intuitive qu'elle puisse émaner d'un syndicat socialiste, la position de la F.G.T.B. s'explique par la nécessité de renforcer partiellement le financement des pensions légales et de déporter l'avantage fiscal de l'épargne-pension vers le premier pilier. Ce glissement de la déduction fiscale consisterait à renforcer le financement des pensions par la répartition (les actifs paient pour les pensionnés) au détriment d'un système de capitalisation (chacun cotise individuellement pour sa pension).

La proposition de la F.G.T.B. a reçu un accueil moqueur émanant de la plupart des partis politiques et organisations patronales. Je crois pourtant que le débat soulevé par le syndicat socialiste ne doit pas être écarté d'un revers de la main, au motif que son idée perturbe un ordre établi. En effet, sa prise de position révèle la nécessité de faire face à un choix sociétal : allons-nous accentuer l'étatisation du système des pensions en mettant fin aux deuxième (assurance-groupe) et troisième (épargne-pension) piliers ou devons-nous favoriser la capitalisation individuelle afin de faire face à l'inévitable impossibilité de financer un système de pensions légales pour lesquelles les réserves sont inexistantes? En d'autres termes, allons-nous accentuer un système de pensions par répartition ou évoluer vers un système mixte qui combine une pension légale par répartition et une capitalisation individuelle?

Bien sûr, derrière l'expression politique de la F.G.T.B., on sent bruiser les demandes idéologiques de certains inconscients qui croient trouver dans une confiscation des réserves des deuxième et troisième piliers un soulagement temporaire au problème de financement des pensions légales. Pourtant, je ne crois pas que la F.G.T.B. plaide pour des solutions confiscatoires. Elle a le mérite de souligner un problème politique, car la gestion des pensions ne répond pas à des règles de marchés. Et il faut être lucide : l'épargne-pension, aussi utile qu'elle soit, n'est qu'une solution minuscule au problème du financement des pensions. Si l'argument de la F.G.T.B. porte sur le caractère inabouti de l'épargne-pension, il m'apparaît alors justifié : en effet, c'est une illusion de croire que l'épargne-



pension est suffisante pour compenser l'inéluctable difficulté à financer les pensions légales. Si cette épargne-pension permet de constituer un capital de 45.000 euros à l'âge de 65 ans et qu'on estime que l'espérance de vie est de 85 ans, alors ce capital se résume à un complément mensuel de 190 euros par mois, ce qui est totalement insuffisant pour absorber la chute de revenus (estimée à 40 %) qu'entraîne l'ouverture des droits à la pension.

Contrairement à la F.G.T.B., je serais enclin à suggérer que la capitalisation individuelle de l'épargne-pension doit être renforcée en permettant une plus grande déductibilité fiscale, tout en étant conscient qu'une déduction élargie suppose que les revenus soient suffisants pour épargner. Ceci soulève, bien évidemment, des problèmes d'équité, mais on pourrait imaginer une généralisation du deuxième pilier à tous les travailleurs, notamment aux fonctionnaires, qui n'en bénéficient pas. Des réorientations de subsides fiscaux pourraient aussi être envisagées.

Par ailleurs, il ne faut pas s'y tromper : le problème des pensions n'est aucunement limité exclusivement à leur financement. Ce qui est véritablement en jeu, c'est la paupérisation de certaines classes de personnes âgées et les disparités de revenus entre les retraités. C'est ainsi que les niveaux d'études, l'adaptabilité professionnelle, la nature des familles, le nombre d'enfants et l'espérance de vie entraînent aussi des inégalités. En d'autres termes, l'équité doit être assurée non seulement entre les différentes générations, mais aussi au sein des mêmes générations.

Nous avons fait collectivement preuve d'un attentisme coupable. Il faut désormais aborder l'avenir du financement des pensions avec lucidité et rigueur. Aucune solution ne peut s'exonérer d'une vision dynamique : on doit résoudre ce problème dans le cycle d'une vie entière, caractérisée par des périodes d'activité et des périodes de non-activité. On ne peut augmenter exclusivement les cotisations des travailleurs actifs pour financer le vieillissement attendu de la population, comme on ne peut se limiter strictement à reporter ce même coût du vieillissement sur les pensionnés au travers d'une chute de leurs pensions. Il est temps de s'extraire d'une imposture collective dont tous, actifs et inactifs, nous serons les victimes.

*Le Soir*, décembre 2013

# Banques et entreprises

## Cinq ans après Lehman, cinq défis bancaires

---

La crise bancaire reste le plus profond traumatisme d'après-guerre pour le Royaume. Elle prolonge un ébranlement international de la confiance, mais des leçons peuvent utilement être tirées pour le tissu financier belge.

La première leçon concerne la nécessaire recapitalisation des banques. Ces dernières font, en effet, intervenir deux types d'investisseurs, au profil asymétrique : les actionnaires et les déposants (ou épargnants). Les actionnaires apportent les capitaux propres. Ils sont les propriétaires de l'entreprise, dont ils espèrent des dividendes et plus-values. Mais en contrepartie de ces espoirs de rendement, ils sont les premiers à absorber les pertes. En même temps, si les actionnaires supportent les premières pertes, ils ne sont jamais obligés de combler le passif, c'est-à-dire d'apporter des capitaux propres frais en cas d'insuffisance. C'est le principe de la société anonyme.

Techniquement, les actionnaires supportent donc le premier risque d'appauvrissement afin de protéger les déposants. En conséquence, une banque doit posséder des capitaux propres suffisants pour éviter que les épargnants soient touchés négativement en cas de perte majeure. Tout en appartenant aux actionnaires, ces capitaux propres agissent comme un « absorbeur » de chocs. Ils constituent un tampon destiné à atténuer les pertes d'actifs. C'est d'ailleurs une des raisons pour lesquelles les actionnaires doivent absolument exercer leur pouvoir de surveillance et que les banques doivent s'imposer plus de transparence dans leur gestion.

Depuis longtemps, les théoriciens académiques craignaient qu'au niveau mondial, les exigences prudentielles en matière de fonds propres soient, en moyenne, insuffisantes pour absorber des chocs extrêmes. Sans cynisme, on peut avancer que la crise a apporté la réponse correcte à une question imprévue, à savoir le calibrage des fonds propres bancaires en cas de chocs planétaires.

Cet éclairage explique le rôle des pouvoirs publics dans le sauvetage des banques fragilisées. En effet, comme les banques jouent un rôle central dans l'économie et qu'en même temps, il est impossible d'exiger des actionnaires de combler le passif de celles-ci, c'est aux États ou à un nouvel actionnaire de référence d'intervenir afin d'apporter le complément de capitaux propres. En garantissant les déposants, l'État joue le rôle d'actionnaire de recours. Il évite ainsi les effets domino.

Les prises de contrôle de certaines institutions par les autorités publiques ne doivent pas s'interpréter comme des choix idéologiques, mais plutôt comme des réponses empiriques à des problèmes techniques. Lorsque les autorités publiques céderont leurs participations, ce sera dans le cadre de procédures négociées avec des actionnaires privés de contrôle. Ceux-ci devront alors s'engager à renforcer les fonds propres de ces établissements de crédit. Ce relèvement des fonds propres bancaires entraînera donc un phénomène de dilution actionnariale, qui ira immanquablement de pair avec une vague de consolidations.

Ceci étant, un contrat implicite a été rompu entre la sphère bancaire et l'État. Cet accord tacite consistait à accepter que les institutions financières réalisent des bénéfices en tirant avantage de rentes de situations oligopolistiques. Mais cette liberté de profit avait une contrepartie : les banques devaient se gérer de manière suffisamment prudente afin de ne jamais devoir faire appel à l'aide de l'État. C'est ce contrat implicite qui a conduit à élaborer la théorie, désormais fragilisée, du *too big to fail*, qui consiste à imaginer que certaines institutions financières sont trop importantes pour s'écrouler. Aux États-Unis, le sabotage de Lehman Brothers a montré les limites de cette théorie. En revanche, en Belgique, l'État a parfaitement respecté les termes du contrat implicite. Il a sauvé Fortis, K.B.C. et Dexia.

C'est incidemment la raison pour laquelle il n'est pas sain que l'État reste, à long terme, actionnaire d'une banque. Cela conduit à placer les autorités publiques dans une situation instable, qui consiste à la fois à absorber (au titre d'actionnaire) les pertes bancaires et à protéger (au titre de garant des créanciers) les déposants. Si les capitaux propres des actionnaires servent de rempart à la protection des déposants, l'État ne peut, sauf de manière temporaire et exceptionnelle, être actionnaire et garantir les dépôts.

Une deuxième leçon concerne la base de dépôts des établissements de crédit. Une banque de détail est fondée sur la stabilité des comptes des particuliers. Il est donc important de comprendre comment cette épargne est utilisée et d'exiger un certain cantonnement des activités de banques d'investissement ou plutôt d'interdire les aventures telles que celles de feu Dexia. Certains économistes préconisent le retour à des banques simples, proches des modèles d'après-guerre. Mais cela ne peut aucunement être imposé comme une norme de référence, car le contexte d'après-guerre était caractérisé par une stabilité des devises et des taux d'intérêt, qui est révolue. Au contraire, les banques doivent déployer des diversifications satisfaisantes d'activités afin de répondre aux chocs de volatilité et de disperser des risques qui seraient trop concentrés. Le pire scénario serait d'ailleurs que l'exigence d'un modèle de banque trop simplifié conduise à désertifier le paysage bancaire national, qui en serait réduit à un rôle de collecteur de l'épargne des particuliers.

Une troisième leçon concerne la gestion humaine des banques. Depuis plusieurs années, la gestion bancaire s'est mécanisée et mathématisée. Le métier financier est devenu moins artisanal et plus statistique. Cette évolution exigera des compétences scientifiques confirmées. Les juristes céderont le pas aux économistes, ingénieurs et statisticiens. De manière croissante, les conseils d'administration réuniront des stratégies financiers.

Une quatrième leçon concerne l'aboutissement de l'informatisation des processus. Cette évolution aurait pu être anticipée. Différents facteurs l'ont différée, voire occultée : passage à l'an 2000, introduction de nouvelles exigences déontologiques, comptables (basculement aux normes I.F.R.S.) et de gestion des risques (Bâle I et Bâle II), etc. La croissance des résultats, combinée à des effets d'aubaine conjoncturels, a aussi émoussé l'urgence des synergies informatiques. Ceci explique incidemment la difficulté des rapprochements bancaires transfrontaliers. La crise va précipiter la simplification des processus, surtout dans les domaines informatiques et opérationnels. Il en résultera d'importantes décisions de sous-traitance, notamment dans les *back-office*. Il faudra stabiliser la boussole du développement des banques belges. Ainsi, la plupart des institutions devront poursuivre l'ajustement des réseaux de distribution dans une logique multicanal (agences, internet, etc.) et adapter l'interac-

tivité bancaire grâce aux apports technologiques. Depuis quinze ans, certains prédisaient que la banque subirait une révolution de modèle comparable à celle du secteur de l'automobile. Cette mutation a débuté.

Et finalement, le vrai défi du secteur bancaire n'est pas sa fragilité intrinsèque. Les banques belges privées sont robustes et bien capitalisées. Par contre, elles sont aujourd'hui frappées par le choc sismique de la désintégration des taux d'intérêt de la zone euro. Cette onde de choc se traduit dans les faibles valorisations bancaires, dont le marché anticipe qu'elles seront fragilisées par d'éventuels défauts étatiques, des consolidations de dettes, des hausses anarchiques de taux d'intérêt et de l'inflation. Cette situation est aggravée parce que, contrairement à des crédits ordinaires, les banques ne doivent (presque) pas disposer de capitaux propres en proportion de ces obligations d'État. C'est donc une situation circulaire puisque les États ont dilué leurs déséquilibres dans ceux des banques. Il faudra beaucoup de doigté pour s'en extraire.

Mais il importe désormais de dépasser ce constat pour s'intéresser au développement organique des banques. L'avenir du secteur passera par une réflexion nuancée et de fond impliquant les banques, leurs actionnaires de contrôle et les pouvoirs publics afin d'examiner comment optimiser l'apport du secteur dans un contexte économique difficile. La Belgique est un pays qui secrète un taux d'épargne très important et il faudra éviter un désastreux effet d'éviction, qui consiste en ce que les pouvoirs publics exproprient l'épargne domestique à leur propre profit.

*L'Écho*, septembre 2013

## Quelques réflexions sur les banques systémiques

---

Les banques systémiques jouent un rôle de pivot dans l'économie, car elles contribuent au flux monétaire et d'investissement.

Sachant qu'elles sont indispensables au circuit économique, elles doivent être sauvées par les États au travers d'une recapitalisation.

Elles sont *too big to fail* afin d'éviter un effet domino.

Le danger est alors qu'elles prennent des risques inconsidérés sachant qu'elles seront toujours aidées par les États.

C'est l'aléa moral : les banques tentent de maximiser leurs intérêts individuels au détriment de l'utilité collective. Depuis 2008, différentes mesures ont été prises.

Il s'agit, par exemple, des dispositions de Bâle III, selon lesquelles les banques doivent être recapitalisées et assurer une meilleure gestion de la liquidité. En outre, les capitaux propres ont été rehaussés afin de pouvoir absorber des chocs (pertes sur des actifs, etc.) sans mettre en péril les avoirs des déposants.

Par ailleurs, l'Europe a créé une union bancaire : les banques systémiques seront supervisées par la Banque centrale européenne, ce qui assure une meilleure gestion prudentielle. Le rapport Liikanen exige, quant à lui, un cantonnement des banques d'investissements et commerciales.

Enfin, l'Europe est passée d'un système de *bail-out* (sauvetage des banques par les États) à un système de *bail-in* (les banques vont faire subir à leurs propres déposants une partie des pertes).

Pourtant, je crois que ce sera plus incantatoire qu'opératoire : qui pourrait croire que des millions de déposants accepteraient des pertes sur leurs dépôts sans que les États doivent intervenir ? De plus, comment gérer pratiquement un *bail-in* avec des banques transnationales ?

Quels sont les risques résiduels dans le domaine bancaire ? Ils sont nombreux, car la gestion bancaire est, de manière endogène, une gestion des risques. Les grosses banques sont toujours systémiques. En cas de problèmes, elles devraient toujours être aidées par les États, d'autant plus qu'une nouvelle vague de consolidation bancaire est probable : après avoir réduit leur taille, les banques vont probablement se solidifier à nouveau par fusions/acquisitions afin de créer des économies d'échelle.

Par ailleurs, les dettes souveraines sont toujours considérées comme étant exemptes de risques et ne nécessitent qu'une très faible (voire aucune) couverture en capitaux propres, ce qui nie le risque souverain. Ce dernier reste pourtant un facteur de fragilité systémique.

Les banques de certaines économies restent très fragilisées par la faible croissance économique (Allemagne) et l'éclatement de bulles immobilières (Espagne, Pays-Bas). Les tests de qualité d'actifs (A.Q.R. : *asset quality review*) vont sans doute mettre en évidence les fragilités de certaines institutions.

Enfin, les taux d'intérêt sont très bas et la liquidité est abondante : si les taux d'intérêt remontaient brutalement, cela induirait des déperditions d'actifs importantes pour les banques.

En conclusion, l'aléa moral a été diminué et le risque systémique, atténué. Il subsistera néanmoins toujours et, à mon intuition, le véritable risque reste la proximité anormale entre les banques et les États (les banques financent les États, qui leur fournissent une garantie de dépôts), car cela rend caduques les règles de *bail-in* : plus une banque est proche d'un État, moins il est probable que les déposants acceptent de s'appauvrir sans faire appel à ce même État.

*L'Écho*, blog, février 2013

---

## Le nœud coulant des banques et des états

---

La Banque centrale européenne va bientôt mettre en œuvre des *stress tests* bancaires (qualifiés de « revue de qualité des actifs » ou *asset quality review*) afin de s'assurer de la santé bilantaire des banques systémiques.

L'exercice est salutaire, car un système bancaire adéquatement capitalisé constitue le soubassement de la monnaie unique.

Cet exercice permettra de dissiper (ou de confirmer) quelques inquiétudes des marchés pour certaines banques allemandes, espagnoles et aussi néerlandaises frappées par une augmentation des pertes de crédit au secteur privé.

Mais le véritable risque se situe-t-il dans la reconnaissance de ces éventuelles pertes de crédit au secteur privé ?

À mon intuition, c'est la proximité entre les banques et les États qui constitue le chromosome faible : plus qu'auparavant, les dettes publiques sont portées par les banques et les compagnies d'assurances des pays émetteurs.

Ces institutions financières, aidées par les États lors du choc de 2008, sont désormais chargées de canaliser l'épargne populaire vers le financement de leurs États.

Cette situation (dont les intentions sont parfaitement compréhensibles) n'est cependant pas exempte de risques : le risque domestique systémique augmente (le risque bancaire et étatique se multiplient plutôt qu'il ne se neutralisent), les bilans bancaires sont moins bien diversifiés, la nature des garanties bancaires est plus basse, la rémunération des garanties étatiques est moins élevée (ou, à tout le moins, devrait l'être) au motif que les États assurent déjà, par leurs propres emprunts financés par les banques, le risque de ces dernières, etc.

Les États n'ont pas de vocation naturelle à gérer des banques et à se faire financer, au-delà d'une certaine limite, par elles. Si la situation contemporaine est compréhensible, il faudra néanmoins décrocher les banques des États à moyen terme.

Faute de quoi, cette relation étatico-bancaire va s'avérer être un noeud coulant...

*L'Écho*, blog, novembre 2013

---

## L'entreprise s'évapore-t-elle ?

---

Ronald Coase, prix Nobel d'économie en 1991, avait avancé que le rôle d'une entreprise est de réduire les « coûts de transaction » entre ses collaborateurs.

L'entreprise permettrait donc d'extraire une rentabilité supplémentaire liée à la contractualisation des relations de travail de ses collaborateurs, par rapport à une situation où ces derniers seraient tous des indépendants devant établir des contrats les uns avec les autres.

Mais, dans une économie de services au sein de laquelle l'information est devenue instantanée et fluide, les coûts de transaction de l'entreprise ont fondu au rythme de la mobilité de ses acteurs.

L'entreprise devient alors un agrégat de projets qui s'entrelacent, dans une structure hiérarchique et informationnelle en réseaux (plutôt que pyramidale).



L'entreprise est peut-être même en train de se dissoudre sur un socle temporaire. Son rôle sociétal deviendrait alors imprécis, au rythme de la mercantilisation de l'économie.

Et, en même temps, cette dissolution de l'entreprise conduit à créer des méta-structures qui sont plus puissantes que les États.

C'est un paradoxe : l'entreprise était solide. Elle devient fluide et s'est immiscée dans les interstices de l'économie qui appartenaient auparavant aux États.

S'évaporerait-elle, comme un gaz qui utilise tout l'espace disponible ?

*L'Écho*, blog, décembre 2013

---

## Le mystère des primes d'O.P.A.

---

Les récentes turbulences boursières, combinées à des opérations de fusion/acquisition d'envergure, interpellent le monde financier sur un phénomène mal élucidé : les primes d'O.P.A.

Une O.P.A. fait intervenir plusieurs protagonistes : une entreprise acquéreuse et les vendeurs, c'est-à-dire les actionnaires de l'entreprise acquise.

Typiquement, l'acheteur s'acquitte d'une prime par rapport au cours de Bourse de l'entreprise acquise. Cette prime, ou survaleur, est variable dans une fourchette de 10 % à 30 %.

L'expression d'une prime est intuitive : elle est destinée à emporter la conviction de l'actionnaire de l'entreprise acquise. Pourtant, il reste utile de la conceptualiser.

Et c'est là que les choses se compliquent. En effet, il faut en distinguer deux composantes : la prime de synergie et la prime de gestion (parfois qualifiée, de manière réductrice, de prime de contrôle ou de gouvernance).

La prime de synergie formule une partie du surcroît de valeur d'exploitation que l'entreprise acquéreuse espère pouvoir dégager de l'acquisition. Ceci suppose, bien sûr, que les entreprises acquéreuse et acquise

relèvent de secteurs d'activités compatibles et puissent exploiter des synergies.

Pour les actionnaires de l'entreprise acquise, cette prime s'assimile à un surcroît de valeur que l'entreprise acquise n'aurait pas pu, de manière autonome et à coût équivalent, dégager. Il ne s'agit bien que d'une fraction des synergies et non de leur totalité, car, dans cette dernière hypothèse, tout le bénéfice de l'opération serait capté par les actionnaires de l'entreprise acquise. Les protagonistes de l'O.P.A. doivent donc partager une rente économique, plus ou moins bien évaluée et allouée selon les forces du marché.

L'autre composante de la prime d'O.P.A., que nous qualifions de prime de gestion, est nettement plus subtile. Elle représente les bénéfices de contrôle que l'entreprise acquéreuse compte extraire de l'opération, en sus des synergies opérationnelles. Il s'agit donc de la valeur attribuée au contrôle de la stratégie, de la politique financière, etc., de l'entreprise cible. Cette prime traduit le caractère relatif de l'O.P.A. sur l'actionnariat de l'entreprise cible.

À combien s'élève cette prime de gestion ? C'est difficile à dire, car elle relève d'un faisceau de déterminants.

La recherche académique est d'ailleurs balbutiante dans ce domaine. Le cabinet de consultance McKinsey l'avait située entre 11 et 16 %. Cette prime trouve son origine dans le fait qu'un actionnaire de référence et un actionnaire minoritaire évaluent différemment une entreprise.

L'actionnaire minoritaire va, en effet, actualiser les dividendes futurs anticipés, car c'est le seul flux de revenus qu'il acquiert passivement. Par contre, pour l'actionnaire de référence d'une entreprise, ce ne sont pas les dividendes, mais les flux financiers (normalement supérieurs aux dividendes) qu'il convient d'actualiser.

En effet, l'actionnaire de référence contrôle activement les flux financiers globaux de l'entreprise, et non pas le seul flux résiduel qu'est le dividende. Sur le long terme, l'accumulation des dividendes est – il est vrai – égale à l'accumulation des flux financiers. La nuance réside dans l'horizon de temps. La prime de gestion exprime la différence cumulée entre les flux financiers et les dividendes pendant une période limitée, sans doute de l'ordre de cinq ans.

Examinée sous un autre angle, la prime de gestion mesure l'alignement des intérêts de l'actionnaire de référence et de ceux des actionnaires minoritaires. Si leurs intérêts sont symétriques, cette prime de gestion est maximisée. Plusieurs études académiques indiquent que de bonnes pratiques de gouvernance corporative ont donc un impact favorable sur un cours de Bourse. Il en va de même en cas d'O.P.A., puisque cette dernière éteint l'éventuel antagonisme entre l'actionnaire de référence et les actionnaires minoritaires.

Ceci ne disqualifie en rien l'existence d'un actionnaire de référence, puisque le cours de Bourse (exclusivement formulé par le négoce de l'actionnariat minoritaire) est « disciplinant ». L'actionnaire de référence est, en effet, contraint à de bonnes pratiques de gouvernance pour le maximiser.

L'actionnaire minoritaire qui souhaite optimiser son rendement boursier a, quant à lui, intérêt à le rester à long terme, c'est-à-dire à aligner son horizon de détention des titres sur celui de l'actionnaire de référence.

Ceci ramène à l'intuition de la recherche académique que le cours de Bourse est construit par un ensemble de trois strates de valeur, dont chacune correspond à une circonstance particulière. Partant d'une situation où l'entreprise n'est pas cotée, la première strate correspond à la cotation proprement dite. Celle-ci permet la liquidité et la fourniture d'un prix efficient. Une seconde strate reflète la prime de gestion (ou de contrôle). Une troisième strate est la prime de synergie, dont la valorisation est souvent contingente d'une O.P.A.

En conclusion, la prime acquittée lors d'une O.P.A. englobe de nombreux éléments, qu'il est complexe de recenser. Il y a l'accroissement de performance économique et les synergies escomptées. Un autre facteur, sans doute significatif, représente intuitivement une oscillation vers la valeur intrinsèque de l'entreprise dans l'hypothèse d'un actionnariat très concentré. Quoi qu'il en soit, la matière reste délicate et non résolue.

*L'Écho*, blog, septembre 2013

## Il faut soutenir l'ancrage belge de nos sociétés

---

Depuis que quelques sociétés du BEL 20 ont nommé des dirigeants étrangers à leurs têtes, un débat collatéral refait surface : faut-il défendre l'ancrage belge de nos entreprises alors que leurs centres de décision sont dispersés partout dans le monde ?

Une entreprise belge doit-elle disposer d'un actionariat de référence national ? Et dans un tel cas, le Royaume n'est-il pas trop petit pour le soutenir, d'autant qu'il est plutôt un pays de filiales de groupes étrangers ?

La question de l'ancrage de nos entreprises hante les débats économiques depuis trois décennies. Certains considèrent la polémique comme dépassée : plus de 50 % du volume traité en Bourse de Bruxelles émane de Londres.

De plus, les premiers actionnaires de la plupart de nos entreprises cotées sont étrangers.

D'autres vont même plus loin, en affirmant que l'ancrage belge des sociétés est un handicap et qu'au contraire, le poids des étrangers dans le capital des groupes belges cotés est un indice de l'attractivité de notre économie. D'ailleurs, la plupart des entreprises constitutives du BEL 20 génèrent un chiffre d'affaires qui est majoritairement comptabilisé hors de nos frontières.

Comment même soutenir la nécessité de garder des centres de décision dans un pays dont la population ne représente pas 5 % de celle de la zone euro ? De nos jours, les grands groupes sont organisés en réseaux. Leur géométrie décisionnelle est sphérique et matricielle, plutôt que pyramidale. En d'autres termes, postuler la nécessité d'un ancrage géographique des entreprises peut paraître d'une grande naïveté, alors que le capital circule entre les pays à la vitesse de la lumière.

Les choses ont beaucoup changé en trente ans. La séquence des événements reflète l'évolution des mentalités depuis les années septante.

À l'époque, il était essentiel de sauver, suivant de subtils dosages régionaux, les cinq secteurs nationaux (charbon, acier, constructions navales, textile et verre creux). Les gouvernements de l'époque n'avaient pas pris la mesure de la mutation structurelle de nos économies. Le monde occi-

dental quittait le secteur secondaire, c'est-à-dire le secteur industriel et manufacturier, pour entrer dans l'économie des services.

Sous cette perspective, le sauvetage des secteurs nationaux fut un douloureux repli industriel. On tenta de sauver des secteurs en difficulté au motif qu'ils étaient d'importance nationale. Les décideurs auraient plutôt dû s'interroger sur les secteurs innovateurs, que la nation aurait dû promouvoir et encourager.

Au terme des années septante, l'ancrage belge de l'économie apparut sauvegardé. C'était sans compter l'ouverture des frontières entraînée par l'adhésion européenne.

En juin 1988, l'annonce de l'O.P.A. de De Benedetti sur la Société Générale de Belgique dissipa brutalement ce mirage. Sa dislocation aurait pu réveiller l'ambition d'une densité économique nationale.

Il n'en fut rien : dix ans plus tard, en 1998, c'est une seconde rafale d'O.P.A. (Pétrofina, B.B.L., Royale Belge, etc.) qui balaya le paysage boursier.

Et finalement, dix ans plus tard, on arrive à la crise bancaire de 2008 et à la dislocation de l'actionnariat de nos institutions financières. Les explications sur les origines de ce phénomène divergent : pour certains, le pays est devenu trop petit pour des envergures européennes. Pour d'autres, les entreprises prospères doivent dépasser nos frontières pour gagner leur indépendance. Sous cet angle, les vagues d'O.P.A. étaient-elles inévitables dans une nouvelle cartographie européenne ? C'est difficile à dire.

Et pourtant, nous croyons à ce fameux ancrage belge. La faiblesse de l'actionnariat domestique des entreprises constitue parfois un handicap, car le comportement des investisseurs étrangers est plus volatil, tant pour des raisons d'éloignement physique et culturel que pour des motifs de diversification de portefeuille.

Mais il faut bien définir ce qu'on entend par ancrage national. Ce ne sera plus une concentration de l'actionnariat de la propriété. Nous imaginons plutôt une cristallisation de capitaux destinée à créer des dynamiques d'investissements. Il s'agit de favoriser les implantations en Belgique plutôt que d'exiger leur détention par des actionnaires belges.

À nos yeux, l'ancrage local est donc une valeur très précieuse. La recapitalisation des banques par les pouvoirs fédéraux et régionaux en est le meilleur exemple.

Mais attention : la nécessité d'un ancrage belge ne s'assimile pas à un protectionnisme désuet. Il n'est pas synonyme de repli. L'ancrage doit refléter un amarrage des investissements plutôt que de l'actionnariat.

Ceci exige un préalable : que les conditions d'accueil des investissements étrangers restent compétitives et irréprochables. Or dans ce domaine, notre pays est défavorisé. Alors que sa taille aurait dû le conduire à stimuler son attractivité fiscale, nous supportons un des coûts du travail les plus élevés d'Europe.

C'est dans cette perspective qu'il est indispensable de stimuler le capital à risque. En effet, à l'heure où la concurrence est d'envergure continentale, le Royaume doit favoriser la fiscalité du capital pour que des investissements productifs s'implantent sur le territoire national.

En quelques années, de nombreux centres de décision corporatifs ont subi un déplacement latéral vers l'étranger. La mondialisation accélère la mobilité des investissements et de l'actionnariat. La détention du capital est mobile. C'est dans ce contexte qu'il faut restaurer la compétitivité fiscale en cristallisant les investissements étrangers en Belgique. Cette orientation correspondrait au biotope de l'économie du Royaume, à savoir une économie de transit et de circulation. Sous cet angle, il sera possible de stimuler et de conserver des centres de décision dans une sociologie utile au pays.

*L'Écho*, blog, septembre 2013

## La reconquête de l'industrie wallonne

---

La nécessité de réindustrialiser notre économie est devenue criante depuis la crise financière, car cette dernière a révélé l'ampleur de la mondialisation et le déplacement latéral des centres de production vers d'autres continents.

Avant cette crise, de nombreux responsables politiques et économiques s'étaient accoutumés à l'idée que la désindustrialisation correspondait à une allocation optimale des ressources : pourquoi continuer à produire des biens industriels alors que ces derniers peuvent l'être dans des conditions moins onéreuses à l'autre bout du monde ? Il vaut mieux se concentrer sur les services à haute valeur ajoutée que nos économies peuvent développer. C'est ainsi que la sous-traitance (*outsourcing, off-shore sourcing, etc.*) a accompagné la mondialisation.

Malheureusement, le raisonnement (dans lequel je suis également tombé) était un peu court : dans une économie mondialisée, les services à haute valeur ajoutée ne sont plus l'apanage des anciennes sociétés occidentales. De surcroît, ils sont aisément délocalisables. Et puis, une société fondée uniquement sur des services tombe inéluctablement dans la dépendance d'autres centres de croissance. C'est même pire : elle devient un centre de consommation et plus de production, ce qui conduit un pays à vivre de son patrimoine et non plus de son travail. C'est le cas de la Belgique, qui a consommé sa prospérité future au travers de l'endettement public.

Bien sûr, on argumentera que la désindustrialisation est un phénomène commun aux sociétés matures. L'argument est correct, puisque la part de l'industrie dans le P.I.B. a lentement glissé au cours du dernier demi-siècle. Mais cela n'explique pas tout : la valeur ajoutée industrielle de notre principal partenaire économique, l'Allemagne, est restée très stable, alors que celle de la France s'est effondrée. Il y a donc des explications qui dépassent une évolution apparemment inéluctable.

Et dans le cas belge, où chercher ? Il faut plonger dans les méandres de l'histoire. Et c'est alors qu'immanquablement, on discerne une zone d'ombre, contournée avec embarras, comme si l'histoire était hantée par le néant. C'est la saison froide du Royaume : c'est l'accablement d'un pays qui n'a pas réussi sa mutation industrielle.

L'origine du problème est profondément enfouie dans le temps, au début du vingtième siècle. À cette époque, la Belgique était une économie florissante, alimentée par des industries de pointe, dont les noms des entrepreneurs étaient mondialement connus (Solvay, Cockerill, etc.). L'Europe était puissante. Notre pays se situait au centre de gravité européen. Les colonies alimentaient notre richesse grâce au port d'Anvers. Mais cette rente de situation était précaire.

C'est après la Seconde Guerre mondiale que les choses se sont effritées. Comme les autres pays européens, la Belgique bénéficia du plan Marshall et de la stabilité monétaire de l'étalon-or de Bretton Woods. Mais, empêtrée dans des luttes entre bassins industriels et régions, elle n'amorça pas sa révolution industrielle. Au contraire, l'Allemagne se reconstruisit rapidement à travers une rénovation de son industrie, remise à neuf, tandis qu'elle densifiait un réseau de P.M.E. (le *Mittelstand*) situées hors des villes qui avaient été bombardées. Et puis, progressivement, la Belgique dilua ses avantages compétitifs, que la perte des colonies aurait dû révéler. Le pays se conforta dans une logique d'économie extractive, se limitant à alimenter une industrie de produits semi-finis, contrairement à l'Allemagne, qui perfectionnait ses entreprises de pointe.

Dans les années septante, il y eut de terribles erreurs économiques, mises en œuvre sous les gouvernements de Leo Tindemans et de Wilfried Martens. Suite aux deux chocs pétroliers, l'économie s'effondrait et, au lieu de redéployer nos industries, ils décidèrent d'alimenter un système d'endettement public, comme si l'emprunt pouvait remplacer le capital à risque privé productif. Les gouvernements de l'époque décidèrent de privilégier des secteurs industriels qualifiés de « nationaux », dont il ne reste pas grand-chose aujourd'hui, à coups de subsides et de régionalisations. Ceci conduisit à un gigantesque endettement public (le fameux effet « boule de neige »), qui trouva son apogée désastreux avant la reprise en mains par Jean-Luc Dehaene.

Les années septante furent aussi la décennie de la transition, celle de la mutation du secteur manufacturier vers une économie de services. Les ingénieurs des usines cédèrent le pas aux financiers. On se souvient des noms des entreprises qui s'engloutirent dans des opérations de marché : Cockerill, les ACEC, l'Union minière et, bien sûr, la Société Générale de Belgique, dont l'O.P.A. fit brutalement entrer le pays dans le capitalisme



moderne. Trois rafales boursières (1988, 1998 et 2008) déchiquèrent le pays.

Aujourd'hui, le constat de la désindustrialisation est implacable. Outre ce qui précède, cinq causes peuvent y être associées : la faiblesse de nos P.M.E. (dont la structure doit être renforcée), le manque de flexibilité de notre tissu industriel du fait, notamment, d'un dialogue social complexe entre tous les protagonistes (État, entreprises et partenaires sociaux), un coût du travail élevé ou plutôt une valeur ajoutée par unité de coût du travail trop faible, un effort insuffisant en matière de recherche et de développement, et surtout un manque de culture entrepreneuriale et d'innovation. On peut aussi ajouter l'insuffisance du partenariat entre le système éducatif et le système industriel, et la difficulté de financer des projets à cause de l'augmentation du coût du capital.

En Wallonie, le dépassement de ces obstacles passera inmanquablement par des initiatives conjointes des secteurs privé et public, avec comme corollaire un rééquilibrage du contrat social et fiscal en faveur du travail. Il faut l'admettre avec lucidité : le libéralisme exubérant conduit à des effets d'aubaine, tandis que le collectivisme dogmatique freine l'initiative privée. Le renouveau industriel passera donc par un modèle d'économie mixte. Je parle ici d'un écosystème partenarial qui associe l'État, le secteur privé et le monde syndical, sur le mode de concertation allemand.

Il faut aussi cesser de rêver exclusivement à une réindustrialisation ancienne ou à une économie décroissante. Ces formules ne servent qu'à alimenter des débats sémantiques et inutiles. Les industries qui sont parties ne reviendront pas. Il faut bien circonscrire les domaines de croissance et faciliter le financement des projets innovateurs. Les outils existent pour aborder ces défis : les banques sont présentes et les partenariats privé-publics sont bien ancrés autour de plusieurs institutions comme les plans Marshall, les invests wallons, la S.R.I.W., la Sowalfin, etc. Et c'est parce que ces outils fonctionnent bien qu'on peut aborder ce qui va moins bien, comme le taux de chômage et la mutation de certains bassins. C'est parce que des éléments fonctionnent bien qu'on ne plus se satisfaire d'un cynique « Les choses commencent à bouger » quand on parle de l'économie wallonne.

Le redéploiement de l'industrie wallonne doit aussi intégrer un fait majeur : nous évoluerons dans une économie belge fragmentée. Le fait

wallon deviendra décisif. Il faut donc sortir de l'ambiguïté et cesser d'espérer des lignes directrices industrielles fédérales. Le pays se reconfigure économiquement. La reconquête industrielle wallonne passera par le gouvernement de Namur. L'Union wallonne des entreprises sera l'interlocuteur privilégié de l'industrie wallonne, plutôt que la F.E.B. Il en sera de même au niveau syndical.

L'équation est large. Les réformes devront couvrir les exigences de l'enseignement, qui devra ajuster la mobilité des travailleurs, et, surtout, résoudre le paradoxe d'un chômage structurel et d'une immigration importante. Au reste, l'immigration prendra elle-même des formes inconnues : elle se couplera à des immigrations de capitaux, mais aussi de compétences, raréfiées par l'accession des baby-boomers à la retraite. C'est donc l'équilibre intergénérationnel du travail et de ses revenus (différés ou non) qui fera l'objet d'ajustements fiscaux et financiers.

Certains imaginent que le *statu quo* économique est souhaitable et justifié par certaines traditions collectives. C'est insensé. La guerre économique mondiale est déclarée. Nous devons ajuster le curseur du degré de compétitivité pour nous tourner vers une économie mixte éclairée, entre une collectivisation étatique et une économie purement privée que nous peinons à stimuler. Ne nous leurrions pas : c'est le basculement vers l'année 2022 qu'il faut anticiper, au moment où la régionalisation déploiera ses pleins effets.

*L'Écho*, octobre 2013



# Prospectives sociétales

## Un nouveau rapport au temps

---

Nos communautés occidentales traversent un bouleversement d'une saisissante amplitude, car la mondialisation économique induit un monde multipolaire et complexe.

Après les deux premières révolutions industrielles, celle des années 1780, qui a porté sur les sciences et techniques du textile, de la métallurgie et du transport ferroviaire, et celle qui a débuté dans les années 1880, avec l'apparition de l'électricité, de l'automobile et de l'avion, nous pénétrons dans une troisième révolution économique, celle de la mobilité du capital et de l'information.

Cette troisième révolution modifie la typologie du progrès, puisque le développement des sciences et des techniques se propage au rythme de la transmission de l'information, de la mondialisation du commerce et de la fluidité des capitaux.

Cette révolution est donc globale, car elle dissocie la géographie de la formation du savoir des lieux de commercialisation des capitaux. Elle dissocie les espaces-temps, car la versatilité de l'information accompagne la fluidité des capitaux. La synchronisation des temps sociaux devient planétaire.

Désormais, la plupart des hommes peuvent, individuellement ou collectivement, être en contact de manière synchrone. Elle crée des communautés éphémères, transitoires, promptes à stimuler l'échange, la créativité et le commerce.

Cette nouvelle relation entre l'homme et l'information crée des associations humaines élastiques, mobiles et donc polycentriques.

Nous entrons dans une nouvelle ère de l'humanité, celle du sens de l'histoire instantanée, c'est-à-dire un rapport au temps différent.

*L'Écho*, blog, août 2013

## Notre modèle social est en mutation

---

Depuis plusieurs mois, la sortie de crise devient indécise.

C'est ainsi que l'austérité budgétaire, auparavant proclamée comme l'aboutissement inéluctable du manque de croissance, est aujourd'hui disqualifiée au motif qu'elle alimente la récession.

Cette oscillation reflète-t-elle une adaptation aux circonstances économiques nouvelles ou plutôt l'impossibilité de fédérer des approches économiques divergentes au sein d'une structure européenne aux fondations fragiles ?

C'est difficile à dire.

Quoi qu'il en soit, nous faisons face à deux chocs sismiques : les confrontations avec les exigences de l'économie de marché et avec les limites d'un certain modèle d'endettement collectif. Nous réalisons que nos économies ne pouvaient se permettre un endettement public gigantesque qu'à la condition que la croissance du secteur privé le tolère.

C'est ainsi que nos communautés évoluaient à flux tendus d'endettement, sans réserve de croissance destinée à atténuer les chocs de l'économie.

Inversement, la croissance économique exige un soutien collectif, sans lequel les besoins sociaux (enseignement, etc.) ne pourraient pas être satisfaits.

La crise révèle une contradiction sociétale : au travers de la monnaie unique, nos communautés ont exprimé un choix d'économie de marché et de libre-échange, qui aurait théoriquement dû conduire à une diminution relative du rôle de l'État. Pourtant, le poids et la dette de ce dernier ont augmenté, reflétant sa fonction légitime de stabilisateur économique pour traverser la crise.

Cette contradiction explique les indécisions politiques : l'excès d'endettement public exige de diminuer ce dernier, alors que c'est justement en période de récession qu'il faut l'augmenter. Sous un même angle, l'économie de marché prescrit un désengagement de l'État, mais ce dernier est invoqué pour assurer la stabilité sociale et la protection collective.

Quand on poursuit dans cette contradiction, on constate qu'au travers de son endettement public, l'État est devenu un acteur du marché

qu'il réfute lui-même. L'État est donc placé dans une position inconfortable : pour protéger son crédit, il doit honorer ses dettes, tout en devant stimuler sa propre prospérité.

Et c'est ainsi que les États sont à la fois ébranlés tant par leur fragilité financière (c'est-à-dire la crise des dettes publiques) que par leur difficulté à susciter la croissance économique. Nous réalisons que l'endettement public est insensé s'il est excessif, puisque la stimulation de l'économie par la dette conduit à mettre un pays sous la tutelle des marchés financiers.

Les États sont désormais écartelés entre le maintien légitime d'un système de protection sociale et un face-à-face avec l'économie de marché.

La protection sociale est indispensable, mais son financement devient insoutenable et conduit à une étatisation croissante des flux de l'économie. La confrontation avec l'économie de marché est, quant à elle, brutale mais nécessaire pour épouser les immenses basculements économiques, géographiques et technologiques qui traversent la planète. Au travers du prisme des autorités européennes, cette contradiction fissure les fondements d'un projet de prospérité, puisqu'elle contribue à tolérer des taux de chômage épouvantables tout en s'obstinant à maintenir une monnaie forte.

À cause de son endettement public excessif, l'Europe doit se plier aux exigences monétaires des marchés, en réduisant ses déficits alors qu'il faudrait, au contraire, profiter des taux d'intérêt bas pour stimuler les dépenses d'investissements collectifs.

Comment, dès lors, intégrer, dans un projet positif, des taux de chômage qui excèdent 25 % (et plus de 50 % pour les jeunes) dans certains pays du sud ? Comment imaginer que cette crise ne va pas nourrir le ferment de la rancœur d'une jeunesse qui est confrontée au remboursement de la dette des aînés tout en voyant ses possibilités de création de valeur s'étioler ? Quelle fiction nous conduit à tolérer l'abyssal chômage des jeunes, que nous avons délaissé au profit d'une monnaie « désinflatée » ? La désespérance économique de la jeunesse ne peut pas être un projet de société.

Depuis le début de cette crise, j'ai l'intuition d'un ample choc sociétal, qui demandera de s'extraire de la décision par abstention. Nos circuits de

pensée sont probablement confinés aux réflexes d'une inflexion conjoncturelle. Pourtant, la rupture économique relève d'un point de discontinuité majeur. Nos communautés vont inmanquablement être traversées par des chocs sociologiques inattendus, qui forceront à repenser l'équation de la justice sociale.

D'aucuns exigeront de disqualifier l'économie de marché, mais l'issue de la crise ne peut toutefois pas être la recherche d'une étatisation accrue.

Au contraire, il faudrait oxygéner nos économies pour favoriser une libération de l'entrepreneuriat, tout en reconnaissant le rôle salutaire de l'État pour répartir les effets de l'ajustement économique au travers du filet de sécurité sociale qu'il crée. Il est également inconcevable d'adopter un modèle total d'économie de marché, qui ne correspond ni à nos traditions, ni à nos réalités économiques, puisque nous avons choisi un modèle social qui entretient une interaction mutuelle des citoyens.

C'est ainsi qu'au-delà des tensions générationnelles ou sociales, cette crise pose la question du degré d'étatisation de nos communautés.

C'est le modèle social lui-même qui est interpellé. Derrière la crise économique, il y a donc une question d'orientation politique qui est posée.

La question, encore irrésolue, est de savoir comment nos communautés peuvent être à la fois compétitives et ouvertes sur le reste du monde, et fondées sur un irrattrapable endettement public, lui-même financé par une ponction fiscale très lourde.

*L'Écho*, blog, juin 2013

## **Jeunesse ? Toujours prête !**

---

Depuis une vingtaine d'années, je consacre un temps important à l'enseignement de l'économie, dans plusieurs institutions des trois Régions du pays, à des étudiants de fin de cycle.

Or quelque chose d'accablant a profondément changé ces dernières années : nombre d'entre eux ne voient plus leur avenir en Belgique.

Certes, on argumentera qu'« il y a loin de la coupe aux lèvres » et que l'enthousiasme des programmes Erasmus suscite la légitime jubilation de croquer la vie et de courir le monde.

L'envie du large soufflette toujours les joues des audacieux et puis, les étudiants apprennent la gestion et l'économie, des disciplines naturellement internationales qui suscitent le déplacement géographique.

On me rappellera aussi, à juste titre, que seuls certains auront la possibilité de partir et que la majorité des étudiants, moins qualifiés, n'auront pas le choix de la mobilité géographique ou même l'envie.

Et pourtant, je crois que quelque chose de plus aigu se disloque lorsque j'écoute les parents de ces étudiants.

Je n'en connais que peu qui ne recommandent pas à leurs enfants de choisir des métiers qui leur octroieront la mobilité géographique professionnelle.

Quel navrant constat alors que ces jeunes sont l'avenir du pays et que le système éducatif est le legs des générations précédentes !

Mais tous, depuis le début de la crise, nous sentons que quelque chose nous échappe. Cette crise n'est pas comme les autres.

Le Royaume apparaît inhibé et ses forces vitales l'abandonnent. La Belgique devient inquiète. Elle cultive un sentiment d'impuissance.

En quelques mois, nos préoccupations sont devenues locales, comme si le pays avait abandonné l'idée d'être l'acteur d'un destin international. Est-ce de la mélancolie ? Un petit creux ? L'épuisement du modèle d'après-guerre ? Ou, pire, est-ce une dépression sociale ou un *burn-out* économique ?

Aujourd'hui, les chocs de 2008 sont presque banalisés.

Pourtant, ils masquent une réalité plus profonde : l'absence de projet mobilisateur pour le pays et surtout de plan de prospérité pour les futures générations. C'est le manque de vision de la manière dont la Belgique et ses constituants régionaux se développeront et s'épanouiront en Europe et dans le monde.

Dans les discours politiques et les médias, on parle des pensions, des déficits structurels, des plans de licenciement et des délocalisations, mais



peu de l'avenir des jeunes. Pas assez de mots sur leurs débouchés professionnels et l'optimisme qui devrait leur être offert.

Les jeunes apprennent que la crise serait une réplique de celle des années trente, mais rien n'est dit sur leur avenir. À l'instar de ce qui se passe dans tous les autres pays européens, ces jeunes ne comprennent pas pourquoi les problèmes de la génération à laquelle ils succèdent ont été arbitrés à leur détriment.

L'emploi se dissipe et ils entendent qu'ils seront débiteurs des dettes de la génération précédente. Ils prennent conscience du fardeau de l'endettement public, qu'ils ne voudront ni n'arriveront à éponger.

Alors, que leur expliquer? Quelque chose doit s'être fissuré dans l'économie belge. En une dizaine d'années, nos communautés se sont profondément transformées au détriment de la solidarité sociale et de l'esprit d'entreprise.

Et puis, il y a un autre facteur, dont nous soupçonnons l'envergure considérable.

C'est la perte des valeurs morales supérieures, qui stimulent la pensée collective.

À nous de transmettre aux jeunes l'envie du futur et de l'entrepreneuriat, par nos exemples et expériences personnels, car l'avenir de la Belgique, c'est eux.

*L'Écho*, blog, juin 2013

---

## Une génération perdue

---

Quel sera l'aboutissement de la crise de l'euro? Et surtout, qui en sera l'acteur décisif? Est-ce l'Allemagne, qui entretient une vision luthérienne et ascétique de l'endettement public et de son financement par l'épargne privée? Sera-ce la France, qui est inéluctablement happée par les pays du sud de la zone euro et confrontée à son manque de compétitivité? La solution sera peut-être dans un rapprochement des modèles économiques français et allemand, puisque l'euro est désormais consubstantiel à l'architecture de ces deux pays.

Il y aura un autre équilibre à trouver au sujet du remboursement des dettes publiques, qui finiront inéluctablement (et injustement) par appauvrir les créanciers, puisque l'imposture de la rigueur expansionniste est éventée.

Ce gigantesque ajustement sera-t-il opéré avec l'apparence du respect de la propriété privée, c'est-à-dire une inflation modérée? Ou bien assisterons-nous à des ajustements plus expéditifs, tels des rééchelonnements et consolidations de dettes, des confiscations de dépôts bancaires (Chypre) ou de réserves d'assurances (Hongrie), des défauts de paiement (Grèce), etc. ?

Dans l'angle mort de ces questions se pose le problème du modèle politique. Quel sera le rôle de l'État dans ces exigences contradictoires que sont la défense du pouvoir d'achat des rentiers et les revendications de confiscation du capital? Entre Marx et Smith, le combat des classes est toujours vivace. Il s'exprimera très durement.

J'entretiens depuis cinq ans la même intuition, familière aux lecteurs de ce blog : cette crise consomme l'aboutissement des égarements de l'État-providence. Comme ces icebergs qui s'écroulent, c'est une génération de décideurs et d'économistes qui s'effondre.

*L'Écho*, blog, juin 2013

---

## Une révolution... D'idées

---

Plusieurs questions vont animer les débats politiques des prochaines années : l'équilibre entre le capital et le travail, les tensions générationnelles, la contribution des patrimoines et revenus privés aux endettements collectifs, etc.

Nos économies sont devenues des cénacles de « rentiers d'idées », cherchant collectivement la sécurité au détriment de l'entrepreneuriat individuel.

Cette posture, qui constitue l'héritière lointaine des tutelles ecclésiastiques, a été confortée par l'État-providence. Or l'État-providence est un

fatras idéologique confus, reflétant plutôt les circonstances de la reconstruction industrielle d'après-guerre qu'un état normal de l'économie.

Est-ce cette fiction de la providence économique qui nous conduit à tolérer l'abyssal chômage des jeunes, que nous avons délaissé au profit d'une monnaie stable et « désinflatée » ? Ou est-ce simplement un manque de lucidité ou de courage ?

Ce déséquilibre du chômage des jeunes n'a plus de sens.

Il est même mortifère.

Je crois de plus en plus que nos communautés vont être traversées par des chocs sociologiques inattendus, qui forceront à repenser l'équation sociale dans le sens d'une plus grande justice.

Ces chocs sociologiques ne peuvent pas être la recherche d'une étatisation accrue, dont l'échec économique est patent.

Il faudrait oxygéner nos économies pour favoriser une libération de l'entrepreneuriat et un poids réduit de l'État.

La désespérance économique ne peut pas être un projet de société.

*L'Écho*, blog, juin 2013

---

## La révolution, c'est quand ?

---

De nombreux économistes et hommes politiques évoquent le risque de révolution sociale pour mettre fin aux politiques d'austérité et autres oppressions budgétaires.

À les lire, l'Espagne et le Portugal seraient au bord de l'insurrection.

Et pourtant, rien.

Rien, sinon une résignation intranquille, qui s'exprimera silencieusement dans des votes populistes, simplistes et extrêmes plutôt qu'au travers de mouvements organisés.

Les raisons sociologiques de ce phénomène sont obscures : disparition des oppositions idéologiques liées à l'immersion de nos communautés dans l'économie de marché, absence de structures organisées par les

jeunes (« Les indignés » furent une mobilisation éphémère et diffuse), écartement du malaise de la jeunesse par les médias traditionnels, expression de la rancœur sociale par des réseaux sociaux, qui la diluent, plutôt que par des expressions externalisées et organisées, absence d'intérêt des organisations syndicales, qui s'inquiètent plutôt de la protection des travailleurs âgés que de celles des jeunes...

Serions-nous devenus des « rentiers d'idées » ? Des cyniques ?

L'épuisement et la colère contre la crise s'émeussent-ils ?

Cette anémie sociale perdurera-t-elle ?

La peur du futur domine-t-elle l'accablement du présent ?

Les questions sont ouvertes.

*L'Écho*, blog, octobre 2013

## Une économie enfin stabilisée ?

---

Certains imaginent que le *statu quo* économique est souhaitable, comme s'il existait un état stationnaire qui constituerait le point d'équilibre de l'économie, un niveau d'évolution qui minimiserait les perturbations de tous types, qui rendrait l'avenir enfin prévisible et rassurerait la plupart des agents économiques.

Pour dresser un parallèle avec la théologie, le gnosticisme (mouvement hérétique qui, au II<sup>e</sup> siècle, postula qu'il existait un dieu suprême) aurait-il une quelconque transposition économique ? Dieu aurait-il un Dieu ? L'économie de marché mondiale et volatile pourrait-elle être surpassée, en qualité, par un modèle d'économie de marché européen et stabilisé ?

À mon estime, cette vision du monde est utopique et sa formulation, une imposture intellectuelle. Une stabilisation de l'économie figerait les inégalités sociales et entraînerait, par conséquent, une politique de moindre distribution des richesses, qui, elles-mêmes, ne seraient plus générées ou, à tout le moins, ne croîtraient plus.

On ne peut donc pas imaginer, encore que cela relève plus de la philosophie économique que de la modélisation économétrique, une sorte d'état fluide et stationnaire convergeant vers une répartition étale des richesses créées. Le progrès trouve son moteur dans des déséquilibres permanents.

En d'autres termes, une stabilisation apparente n'intégrerait pas le facteur essentiel du progrès, à savoir le déséquilibre persistant des agrégats économiques et la réallocation permanente des capitaux et du travail. Elle nierait aussi l'aléa, positif ou négatif, lié aux différents états de la nature. Or cet aléa est, globalement et sur une période suffisamment longue, positif pour les économies européennes. C'est aux pouvoirs publics de corriger, en second rang, ces déséquilibres.

*L'Écho*, blog, juin 2013

---

## De Vatican II à Apollo XI

---

Depuis plusieurs années, je m'attends à un *aggiornamento* (mot italien qui signifie « mise à jour ») économique, c'est-à-dire un renouveau du modèle social, pour reprendre les termes utilisés lors du Concile Vatican II (1962-1965), lorsque l'Église catholique, pétrie de certitudes anciennes, décida finalement d'entrer dans le vingtième siècle, après des décennies de ténèbres et d'oppression morale.

Je crois que nous tournons péniblement la page de la fin d'une époque.

Nous balbutions quelques solutions timides et des recettes anciennes.

Pourtant, c'est le monde qui a changé.

Tout a été bouleversé par les mains hasardeuses du temps : les régimes totalitaires se sont écroulés, le progrès de quelques hommes a enrobé le globe terrestre d'un flux d'informations.

Dans ce tourbillon de magie et d'optimisme, le progrès s'est déployé et... la jeunesse est au chômage.

Bien sûr, pas n'importe quelle jeunesse.

Mais la jeunesse du sud, quand même.

Et pourtant, elle tient, par sa créativité et sa flexibilité, les clés du monde de demain, pour lequel elle est d'ailleurs faite, avide d'aventures et de défis.

Je me rappelle toujours que les ingénieurs qui ont envoyé des hommes sur la Lune, en juillet 1969 (c'est-à-dire quelques trimestres après Vatican II), étaient une bande de jeunes types enthousiastes.

Peut-être que c'est nous, les plus âgés, qui devons nous interroger et nous interpeller réciproquement.

Quel est le contrat social que nous voulons formuler ?

Quelle est la justice sociétale que nous voulons dire ?

Et surtout, au-delà des agitations de certains, quelles sont les valeurs morales que nous souhaitons diffuser ?

*L'Écho*, blog, octobre 2013

## Une stagnation économique séculaire. Vraiment ?

---

Un nombre grandissant d'économistes suggèrent que nous entrons dans une économie non pas décroissante, mais « acroissante », c'est-à-dire caractérisée par l'absence de croissance suffisante.

Les Américains parlent de *secular stagnation*, qui caractérise un état stationnaire de l'économie.

Si cette situation était constatée, elle serait bien sûr catastrophique, puisqu'elle figerait les déséquilibres sociaux et cristalliserait de nombreux paramètres, telle l'insoutenable dette publique. Une stabilisation de l'économie entraînerait, par conséquent, une politique de moindre distribution des richesses, qui elles-mêmes ne seraient plus générées ou, à tout le moins, ne croîtraient plus.

Au reste, seul un régime autoritaire et égalitaire permettrait d'ordonner une économie sans croissance. La croissance économique est, en effet, corrélée avec la liberté individuelle.

Certains imaginent même que le *statu quo* économique est souhaitable, comme s'il existait un état stationnaire qui constituerait le point

d'équilibre de l'économie, un niveau d'évolution qui minimiserait les perturbations de tous types, qui rendrait l'avenir enfin prévisible et rassurerait la plupart des agents économiques.

À contre-courant de ces idées déclinistes, je crois que la croissance économique se déploiera.

Elle sera inattendue, car, par essence, les découvertes et les inventions émergent par jaillissement.

De véritables révolutions électroniques, informatiques et médicales nous attendent.

Les variables engorgées trouveront une solution étonnante.

Et puis, le temps diluera les problèmes financiers, parce qu'ils ne relèvent que du symbole.

Seuls comptent l'économie réelle et le partage intelligent des ressources et des revenus afin d'assurer la solidarité sociale dans le respect de l'entrepreneuriat.

Nous aurons du progrès. Et il sera différent de ce que nous connaissons, puisque l'avenir n'est pas linéaire. Le progrès trouve son moteur dans des déséquilibres permanents.

En d'autres termes, une stabilisation apparente n'intégrerait pas le facteur essentiel du progrès, à savoir le déséquilibre permanent des agrégats économiques et la réallocation perpétuel des capitaux et du travail. Elle nierait aussi l'aléa, positif ou négatif, lié aux différents états de la nature. Or cet aléa est, globalement et sur une période suffisamment longue, positif pour les économies.

D'ailleurs, un indice ne trompe pas : les prospectives déclinistes émanent toujours de personnes âgées... jamais de jeunes !

Robert Gordon, le chantre des prospectives d'économie stationnaire, a 73 ans.

Bernanos n'avait-il pas écrit que « tous les vingt ans, la jeunesse posait une question à laquelle les aînés n'avaient pas de réponse » ?

*L'Écho*, blog, janvier 2014

## La monarchie belge : l'adieu au vingtième siècle

---

François Mauriac l'avait écrit : « rien n'existe, rien ne dure. » Une époque glisse silencieusement : c'est la fin du vingtième siècle.

Ma génération a grandi sous les portraits bienveillants du Roi Baudouin et de la Reine Fabiola, encadrant parfois un crucifix près des punaises solitaires de l'ancienne carte du Congo. C'était l'époque insouciant de la croissance bienveillante, confortée par le charbon et l'acier.

Pourtant, on discernait, entourée de silences gênés ou de confidences chuchotées, une zone d'ombre, comme si l'histoire était hantée par le néant. C'était la saison froide de la Belgique. Elle était lugubre : c'était la question royale. La Belgique avait mis la monarchie au vote en 1950, avant l'abdication de Léopold III. Dans ces conditions vacillantes et les tourbillons de l'histoire, le Roi Baudouin réussit imperceptiblement – presque à reculons – à réconcilier le peuple avec la succession monarchique, dans le fracas de la décolonisation.

Puis, progressivement, les timbres à l'effigie royale se colorient avec un homme qui avait pris la maturité de sa fonction, au même rythme que la modernisation du pays. Il conduisit, avec souplesse et grandeur, le pays au travers de la décolonisation et du fédéralisme vers l'unification européenne.

Mais c'est sous le règne de Baudouin qu'on réalisa que le mal économique était plus profond qu'une crise du pétrole. Car, économiquement, les années septante et quatre-vingt, ce fut la fin des Trente Glorieuses, ces années d'après-guerre caractérisées par une croissance plane et une redistribution sociale prévisible. Soudainement, ces Trente Glorieuses n'étaient plus l'étalon, mais l'exception du modèle. Et tout allait basculer. La croissance chaotique allait tout bouleverser. Les trente années suivantes seraient odieuses.

Baudouin traversa tous ces écueils avant qu'une dernière crise le terrasse. Son père avait dû renoncer au trône. Il choisit, trois ans plus tôt, de renoncer temporairement au sien. Ce fut la deuxième abdication d'un roi, Baudouin réalisant que s'il n'existait que par les hommes, il gardait le privilège de ses convictions.



Albert II poursuit la réconciliation du pays alors que ce dernier reculait vers ses Régions. Ses vingt ans de règne furent deux décennies de transition vers la mondialisation et la plongée dans l'économie de marché. Au-delà de l'Europe, c'est avec le monde que la Belgique renouait. Ces années furent suspendues entre deux époques. Elles ramènent à une Belgique d'avant, plus tout à fait celle d'après-guerre, mais encore aux couleurs trop ternes pour qu'elles en soient modernes. Son abdication – la troisième depuis l'indépendance – consacre la fin du dernier millénaire.

Dans quelques jours, nous entrerons collectivement dans le nouveau siècle, avec un roi qui est né après la dernière guerre.

Le XXI<sup>e</sup> siècle exigera une gigantesque adaptation de nos communautés, désormais mises en concurrence économique avec des mondes lointains et confrontées à des volatilités inattendues. Il devra être fondé sur la bienveillance sociale et l'entrepreneuriat, ces deux valeurs qui ont institué la prospérité de notre pays, bientôt bicentenaire, et qui doivent constituer l'infrastructure de la pensée. C'est maintenant qu'il faudra donner confiance à notre avenir, avec sagesse et discernement.

*L'Écho*, blog, juillet 2013

## Bruxelles et les cendres de la crise

---

Et si nos villes s'enfonçaient imperceptiblement dans la solitude urbaine ?

Ce qui, il y a trente ans, était motif de révolte s'est transformé en réalité banale : la plus grande pauvreté frôle, avec résignation, la richesse.

Les races, les couleurs et les cultures coulent avec indifférence. Comme à New York, la ville où les yeux devraient rester grands ouverts puisqu'on n'y dort jamais, il ne faut plus d'*eye contact*. Des mondes incompris s'effleurent avec des yeux morts.

Dans le monde d'en bas, les rames de métro aspirent les derniers souffles de vie.

Dans nos villes, tout se lave et devient interchangeable.

Seules les devantures recréent, au niveau des yeux, le paradis du commerce pendant quelques mètres.

La ville n'est elle-même plus qu'une fuite en ordre dispersé.

Nos villes vieillissent mal, même pour ceux qui s'y enfouissent.

Avec la désinvolture des grandeurs passées et des révolutions industrielles, elles ne sont plus que relents de tristesse. À force d'être meurtries, elles ne sont plus.

Bruxelles s'alourdit de vieilles poussières.

Elle meurt sous sa cendre.

L'été y est court, mais il est devenu inutile.

*L'Écho*, blog, juin 2013



## Références historiques

### Le malaise impénétrable d'Adam Smith

---

La crise donne une sérieuse leçon d'humilité à tous les économistes formés dans les écoles de commerce du siècle passé. Dans la foulée de l'optimisme reaganien et de la dissipation des gaz lacrymogènes de Mai 68, l'économie s'est imposée comme une science absolue. Or rien n'est plus faux : il n'existe pas d'économie sans cadre politique, c'est-à-dire sans choix de société. Et c'est sans doute cela la plus grande interpellation des textes d'Adam Smith, le fondateur de la pensée libérale, qui a pourtant écrit une théorie des sentiments moraux... dans laquelle il s'exerce à un étrange théorème de l'impartialité de chacun d'entre nous par rapport à nous-mêmes, dont il voit le prolongement dans le marché.

Il flotte, dans les textes d'Adam Smith, une inquiétude dispersée. Pire, peut-être : une sorte de résignation à propos de l'égoïsme de l'homme. Et étrangement aussi, un soulagement malsain quant à l'atteinte du bien-être collectif grâce à l'appât du gain inhérent à chaque individu. Car Adam Smith, c'est d'abord la rémission des péchés d'argent. C'est l'économiste qui explique que l'intérêt individuel se commue en bienfait social.

Mais qui est Adam Smith (1723-1790) ? C'est – on le sait – un économiste écossais du Siècle des Lumières. Il est considéré comme le père de la science économique moderne. Pourtant, ses idées n'étaient pas neuves. Leur intelligence révélait plutôt la formulation d'une bonne synthèse entre les deux courants économiques de l'époque : celui des mercantilistes et celui des physiocrates. Les mercantilistes estimaient que seuls les biens précieux et durables (or, argent, bijoux) formaient la richesse. Les physiocrates opposaient à cette vision l'idée que c'est, au contraire, la production agricole qui était source de richesse. Adam Smith dépassa ces deux visions en définissant la richesse comme les produits qui agrémentent la vie de la nation. Dans cette perspective, les biens précieux n'ont que la valeur intermédiaire de l'échange.

Selon le théoricien de Glasgow, un intérêt général procède du libre jeu des intérêts particuliers. L'homme ne choisit pas son intérêt, c'est son intérêt qui le dirige. L'économie secrète donc un pouvoir supérieur, que l'économiste appelle la « main invisible ». Et c'est cette main invisible qui guide le commerce. C'est elle qui poussera l'homme à faire le bon choix, à tout le moins dans ses conséquences collectives.

Pour Smith, la main invisible, ce n'est plus Dieu. C'est, au mieux, un Grand Architecte ou la Nature. La main invisible est donc métaphysique. C'est un principe transcendant, générateur d'harmonie. Cette main invisible est, à l'époque des Lumières, compréhensible. Car, ce siècle de Kant est celui du rejet du pouvoir ecclésiastique. C'est aussi la reconnaissance de l'homme éclairé et le refus de l'explication divine des phénomènes.

Mais Adam Smith lègue aussi de nombreuses interrogations. Comment, par exemple, intégrer le rôle de l'État dans l'économie de marché? L'État est-il mauvais gestionnaire parce qu'il n'est pas mû par la recherche du profit? Est-il corrompu? Ou bien la gestion de certains biens publics doit-elle justement lui être cédée? Et puis, comment distinguer ce qui doit relever de l'économie de marché de ce qui doit dépendre de la gestion étatique? Adam Smith répond à ces questions en confinant l'État à son rôle régalien (police, armée et défense). Selon l'Écossais, la main invisible, c'est justement la méfiance à l'égard de toute réglementation.

Et puis, finalement, que reste-t-il des théories d'Adam Smith? Sans doute des postulats plutôt que des explications. Ceux-ci formulent une immense disculpation du profit. Adam Smith est loin de Thomas d'Aquin, qui opposait négoce et profit. Il est aussi très éloigné d'Aristote, pour qui l'individu était d'abord politique. Adam Smith avance que c'est l'économie qui meut l'individu. Il a peut-être fourni la première justification naturaliste de l'économie de marché. Mais il restera, dans ses théories, une sourde intranquillité. Un malaise impénétrable. Une autre voix devait immanquablement s'élever. Ce serait, une centaine d'années plus tard, celle controversée de Marx. Et puis celle de Freud.

*Trends*, décembre 2013

## Henri IV : un keynésien avant l'heure !

Dans l'histoire occidentale, le XVI<sup>e</sup> siècle fut une charnière, qui grinça entre deux mondes. Tout avait pourtant bien commencé : l'Europe tournait la page du Moyen Âge et avait découvert un nouveau monde. Mais ce basculement dans les Temps modernes allait faire une victime : l'Église catholique. Cette institution avait exercé une tutelle répressive sur la répartition de toutes les structures socio-économiques. Il était donc peu probable qu'elle maintienne son autorité alors que le progrès humain se déployait dans partout dans le monde.

D'ailleurs, le XVI<sup>e</sup> siècle constitua une onde de choc inouïe dans l'agencement des hommes. Tandis que l'Espagne se mourait sous l'Inquisition, l'Allemand Luther professait une rupture confessionnelle avec la Curie en 1517. En 1536, le protestantisme se transforma en Réforme à Genève, où s'exerçait le ministère de Jean Calvin, un religieux français chassé de son pays. Bientôt, Henri VIII détacherait définitivement le Royaume-Uni de l'influence papale.

L'Église catholique s'interposa. Et même durement. Dans un mouvement de réaction très rigide, le Concile de Trente (1545-1563) consacra le monopole ecclésiastique sur l'interprétation de l'Écriture et la parole de Dieu.

La France n'était pas protégée de ces ondes sismiques. Les remous de la Réforme la rendirent « magistérielle », étant mise en œuvre par des magistrats et des édiles politiques français. Des villes devinrent des places protestantes et le pouvoir vacilla.

C'est à cette époque qu'Henri IV (1553-1610) accéda au trône de France dans des circonstances épouvantables, puisque les protestants avaient été massacrés à la Saint-Barthélemy. Protestant, l'homme dut changer plusieurs fois de religion, ce qu'il faisait avec détachement au motif que « Paris vaut bien une messe ». Il tomba d'ailleurs sous les coups de Ravaillac, un exalté religieux aux motivations confuses.

Si Henri IV est célèbre pour la signature de l'édit de Nantes, qui consacre la liberté de culte, il est aussi reconnu comme étant un économiste éclairé. La légende rapporte d'ailleurs qu'il aurait préconisé la poule au pot hebdomadaire dans chaque famille française.

Henri IV hérite aussi, lors de son intronisation en 1589, d'un pays ruiné. En vingt et un ans de règne, il arrivera à reconstituer un confortable surplus budgétaire, conservé dans les coffres-forts de la Bastille, qui sera d'ailleurs gaspillé après la régence de Marie de Médicis.

C'est Sully, le surintendant d'Henri IV, qui met en œuvre une politique fiscale étonnante, basée sur la croissance de l'économie agricole. Il encourage la production agricole alors que la France est plongée dans ce que les météorologues qualifient aujourd'hui de « petit âge glaciaire », c'est-à-dire des décennies d'hivers rigoureux et de printemps détrempés qui gâchent les récoltes. En même temps, l'Église catholique exerce une telle oppression sur les zones rurales que les multiples fêtes des saints plombent la production agricole. Elle se méfie d'ailleurs autant d'Henri IV que de son surintendant, resté protestant.

Sully restitue des droits aux paysans : il baisse leurs impôts et déclare leur bétail insaisissable. Des marais sont asséchés et des routes sont construites, tandis que le commerce du blé est libéralisé. Les impôts directs (comme la taille) sont abaissés et les impôts indirects (comme la gabelle, qui frappe le sel) sont augmentés. Henri IV développe aussi le marché intérieur grâce à un tarif douanier protectionniste.

Après la politique de croissance d'Henri IV, le centre de gravité économique de la France se déplacera progressivement de l'agriculture vers l'artisanat. Bien sûr, il a proclamé que « labourage et pâturage sont les deux mamelles de la France », mais il avait compris que le pays entrait dans une ère moderne. Plus tard, on constatera d'ailleurs que les propriétaires terriens, imprégnés d'une vision contemplative, sont catholiques, tandis que les protestants, régulièrement pourchassés, sont mobiles dans leurs arts et métiers. La révocation de l'édit de Nantes par Louis XIV en 1685 fera d'ailleurs fuir 200.000 huguenots, qui priveront la France de leur créativité pendant près de deux siècles. Après Henri IV, il faudra attendre le Consulat pour que le pays retrouve un niveau de prospérité relative comparable... Avant que Napoléon le laisse, à son tour, exsangue.

*Trends*, novembre 2013

## Le cauchemar de l'hyperinflation allemande

Lorsqu'on examine la typologie des krachs boursiers, on constate que les sorties de crise sont toujours douloureuses. La raison en est simple : outre l'appauvrissement lié à la chute des valeurs, les krachs déplacent latéralement les dettes entre les agents économiques. C'est donc le remboursement de l'endettement, souvent excessif, qui constitue le dommage collatéral d'une crise financière. Les sauvetages bancaires actuels illustrent à merveille ce phénomène : ce sont les États européens qui refinancent indirectement les dettes immobilières impayées des ménages américains.

Et lorsque la dette est publique, c'est l'impôt qui sert au remboursement. Mais cet impôt doit rester tolérable. Il ne faut donc jamais exclure l'impossibilité pour les États d'exiger de leurs populations des efforts fiscaux excessifs. Au reste, les dettes publiques exorbitantes n'ont été que rarement honorées au cours de l'histoire. Dans des cas extrêmes, les États font même aveu de cessation de paiement ou distraient leurs populations dans des aventures belliqueuses.

L'inflation est aussi un moyen commode pour évaporer l'endettement public. La hausse des prix allège le remboursement des dettes par l'érosion monétaire. Le coût réel du remboursement et du paiement des intérêts en est donc soulagé. L'inflation transfère le patrimoine des épargnants vers les débiteurs.

L'histoire déborde d'exemples de phénomènes inflationnistes. Celui de la République de Weimar en est l'une des plus incroyables illustrations. Le 6 février 1919, trois mois après l'armistice ayant mis fin à la Première Guerre mondiale, une assemblée constituante allemande se réunit à Weimar. De nombreuses émeutes sévissent, en effet, à Berlin, rendant cette ville trop dangereuse. Les députés mettent en place de nouvelles institutions républicaines.

Mais le régime a une image détestable, car il a accepté l'humiliant traité de Versailles de 1919. Déçu de n'avoir pas pu annexer la Ruhr, Clémenceau, le « père de la victoire » comme l'avaient appelé les Français, avait décidé que l'Allemagne paierait. Pourtant, les exigences revanchardes des vainqueurs sont insoutenables. L'Allemagne est amputée de territoires de haute valeur économique, telle l'Alsace-Lorraine. Elle perd



10 à 15 % de ses productions agricoles, 75 % de son minerai de fer et 25 % de son acier et de son charbon. À ces pertes s'ajoutent les livraisons outrancières exigées par les vainqueurs : locomotives, camions, flotte de navires, charbon, etc.

Ces pertes aggravent le déficit de la balance commerciale. L'endettement de l'État provoque une inflation permanente. Rapidement, la hausse des prix se déchaîne. Au début du mois de juin 1922, le dollar vaut 317 marks, mais plusieurs milliards en 1923. La monnaie allemande plonge de 613.000 marks par seconde et les prix doublent toutes les 49 heures. Les ménages brûlent les billets de banque, car la monnaie papier est moins onéreuse que le bois. C'est un drame humanitaire.

Finalement, le gouvernement parvient à arrêter cette inflation en 1923, en mettant en place une nouvelle unité monétaire, le rente mark, obtenue en divisant la valeur faciale de la monnaie par 1.000 milliards. Un dollar vaut 4.200 milliards d'anciens marks. Le pays retrouve les parités d'avant 1914. Mais 99 % des dépôts bancaires et des dettes de l'État sont annulés. La dette publique intérieure a été gommée !

Les dommages de guerre sont ensuite revus à la baisse lors de la Conférence de Paris en juin 1929. Celle-ci décide de rééchelonner la dette allemande jusqu'en... 1988. Cinq mois plus tard, Wall Street s'effondre. L'Allemagne traverse une crise économique qui se transforme en insurrection sociale. Des mouvements politiques réactionnaires appelleront Hitler à la chancellerie en 1933. Ce sera la fin de la République de Weimar.

2013 n'est pas 1929 et le F.M.I. n'est pas l'assemblée constituante de Weimar. Mais une question subsiste : la crise sera-t-elle résolue par une flambée d'inflation ? Certains économistes en sont convaincus. Elle toucherait alors moins les biens et services que les actifs, tels l'immobilier, l'or et les matières premières, qui en deviendraient les remparts.

*Trends*, septembre 2013

## 1971 : La fin d'un monde monétaire

C'est le 15 août 1971 que les accords monétaires de Bretton Woods ont été sabordés. Ce jour-là, à Camp David, les conseillers du Trésor se rendent discrètement dans la résidence d'été du Président américain Nixon afin de commettre l'irréparable. Il ne s'agit de rien d'autre que de supprimer la convertibilité en or du dollar. Au terme de ce dimanche d'été, la devise américaine redeviendra une simple monnaie fiduciaire, c'est-à-dire basée sur la confiance, sans plus d'ancrage avec l'étalon-or, qui a fondé l'ordre monétaire depuis des siècles.

Les États-Unis n'avaient plus le choix : la guerre du Vietnam, combinée à un tassement conjoncturel, avait conduit à imprimer des dollars au-delà de la quantité d'or qu'ils possédaient. Certains pays européens, inquiets de ce dévoiement de l'étalon-or, avaient exigé le rapatriement de leur or, détenu depuis la Seconde Guerre mondiale à Bretton Woods.

La décision américaine sera le premier éboulement d'une funeste série de conflagrations. Les unes après les autres, les devises européennes glissèrent dans un système de cours de change flottant, entraînant une gigantesque volatilité financière, elle-même alimentée par la crise des années septante. Le dollar s'effondra en moins d'une décennie, révélant un visage moins aimable des États-Unis, à savoir une terrifiante « prédation » monétaire résumée par les mots du secrétaire américain au Trésor : « Le dollar est notre monnaie, mais votre problème. »

Mais il y eut plus grave : la fin des accords de Bretton Woods fut le premier indice d'une sinistre décennie. En effet, les années septante furent caractérisées par deux chocs pétroliers et un basculement inéluctable vers l'économie de services, au détriment de l'industrie. Les termes de l'échange, c'est-à-dire le prix relatif des biens, s'ajustèrent, générant une inquiétante hausse de la valeur des matières premières.

Les pays européens, terrifiés par une rupture de la linéarité de l'économie, commencèrent à enflammer les dettes publiques, ce qui conduisit à une hausse vertigineuse de l'inflation, qui devait dépasser 10 %. En même temps, l'instabilité monétaire les mena à imaginer une coordination du cours des devises, donnant naissance successivement au Serpent monétaire européen et au Système monétaire européen, qui trouva son aboutissement dans l'euro.

En 1978-1981, le second choc pétrolier fut considéré comme une péripétie conjoncturelle, sans que ses conséquences structurelles fussent correctement appréhendées. Pourtant, il coïncidait avec la mutation d'une société industrielle en une économie de services. Les gouvernements de l'époque étaient imprégnés de la suprématie du politique sur la sphère économique. Ils décidèrent qu'une politique de déficit budgétaire compenserait la perte de pouvoir d'achat entraînée par un pétrole cher et un dollar faible. En un mot, on confondit stratégie avec tactique et mutations structurelles avec péripéties conjoncturelles.

Et si les années septante ramènent aujourd'hui à la nostalgie vaporeuse des temps révolus, elles annonçaient deux décennies de cendres et de clous. Toute une génération se souvient de la suite : un déficit budgétaire à deux chiffres et une spirale inflationniste « cyclonique ». L'endettement fédéral se creusa par un phénomène de typhon, conduisant à l'effet « boule de neige » de la dette publique. Le franc belge fut soumis à de brutales pressions, avec pour conséquence la mémorable dévaluation de février 1982.

Les années septante furent caractérisées par de mauvaises décisions dans des temps incertains. Le monde basculait et chacun espérait se raccrocher à des périodes révolues. Aujourd'hui, nous traversons une économie stérile et inféconde comme dans les années septante. C'est la dette publique, relais de croissance de ces années devenu le masque d'un suicide collectif, qui va hanter nos communautés.

Une dette publique de 100 % du P.N.B. dans un environnement économique atone est insoutenable. Mais lorsque le passif d'un État est trop lourd, ce sont ceux des Banques centrales qui sont sollicités. Or le passif de ces dernières est constitué de la monnaie créée par elles. Comme il y a quarante ans, il est probable que la sortie de crise soit accompagnée d'un ajustement monétaire significatif. L'inflation sera sans doute de retour.

*Trends*, septembre 2013

## Il y a quarante ans, l'affaire Lip

---

C'était un temps que les moins de quarante ans n'ont pas connu.

Par contre, pour les quadragénaires, l'affaire de l'horlogerie Lip a représenté un événement décisif, le choc d'une vague d'utopie qui s'était brisée sur les digues de l'après Mai 68.

En 1973, Lip, fabricant de montres à Besançon, dut déposer son bilan sous la pression de la concurrence des montres à quartz américaines et japonaises. L'entreprise était pourtant florissante et employait plus d'un millier de personnes. En 1952, elle avait même lancé l'Électronique, la première montre électronique assortie d'une diode. Au début des années soixante, Lip avait aussi passé des accords commerciaux avec Breitling.

Mais, cette fois, la concurrence était trop forte. Lip devint alors le théâtre d'un conflit emblématique qui devait durer plusieurs années. Dans un tumulte de grèves, d'occupations policières et de confrontations de symboles, l'entreprise s'essayera à une autogestion des travailleurs, avant une liquidation définitive il y a trente ans, en 1977. Sous les présidences de Pompidou et de Giscard d'Estaing, l'affaire Lip devint l'emblème de la lutte des classes, puisque l'autogestion formulait l'abandon de l'opposition entre les pourvoyeurs de capital et les fournisseurs de main-d'œuvre.

Mais il y avait autre chose : l'affaire Lip augurait la fin des Trente Glorieuses, c'est-à-dire ces trois décennies de croissance qui avaient suivi le second conflit mondial. Suite aux chocs pétroliers et à une timide ouverture des frontières économiques, l'Europe dut réaliser que sa croissance n'était pas acquise. Elle comprit que la reprise économique d'après-guerre avait été un effet d'aubaine.

L'échec de l'autogestion ramenait à une confrontation de deux modèles : le capitalisme anglo-saxon, fondé sur l'actionnariat, et l'économie partenariale, qualifiée de modèle rhénan. La parenthèse enchantée des années septante, où tout semblait possible, s'était refermée, mais personne ne s'en rendit compte, à l'exception, peut-être, des travailleurs de Lip.

Lip avait sonné le glas du modèle rhénan, dont l'origine remontait à Bismarck et à la première unité allemande en 1871. À l'époque, il s'agis-

sait de forger une identité nationale au sein d'un État naissant très disparate.

Ce modèle visait à préserver un équilibre au sein de la collectivité.

Très rapidement, le choix politique se mua en référentiel de gestion des entreprises diffusé en Europe continentale. Ce modèle conduisit au concept de cogestion dans les entreprises, c'est-à-dire à une recherche du consensus dans l'intérêt général des actionnaires et travailleurs.

Au reste, cette mode de gestion se reflète toujours dans la composition duale des conseils d'administration allemands, où les actionnaires et syndicats prennent ensemble les décisions stratégiques. La déliquescence du modèle rhénan interpelle les responsables d'entreprises européens.

Ces derniers sont confrontés à une réalité culturelle inconnue, car dans l'environnement anglo-saxon, l'entreprise... n'existe pas. Il subsiste, certes, des constructions juridiques pour délimiter la société anonyme. Mais ces structures sont fragiles, parce que l'entreprise, aux États-Unis, c'est d'abord et avant tout une mise en commun de fonds propres par les actionnaires.

L'entreprise n'existe donc pas pour elle-même. Elle n'est que par et pour ses actionnaires. La vision européenne intègre une perspective plus large. Elle superpose les intérêts des différents acteurs à la vie de l'entreprise, c'est-à-dire ses actionnaires, mais aussi les créanciers, les travailleurs, les pouvoirs publics, etc.

Son fondement diffère donc de l'entreprise américaine, pour laquelle les tiers de l'entreprise sont des externalités, dont le coût doit être mis en rapport avec la valeur ajoutée (travailleurs et créanciers) ou avec la contrainte (autorités publiques, environnement, etc.).

Dans le modèle rhénan, la concertation sociale est collective, tandis qu'elle est contractuelle et individualisée dans les pays anglo-saxons. Et finalement, que reste-t-il aujourd'hui du modèle rhénan et de l'affaire Lip? Un peu de romantisme économique.

Sans doute, aussi, un relent d'utopie collectiviste. Mais surtout la nécessité d'un rapport harmonieux entre l'homme et l'économie. Le rappel qu'il n'est d'économie que d'hommes.

*L'Écho*, blog, novembre 2013

## Conclusions provisoires

C'est dans une complète indifférence, en août 2006, que les premiers tressaillements de ce qu'on appellerait la « crise des *subprimes* » se firent sentir. Cela fait donc sept ans que le monde occidental a trébuché sur lui-même.

Sept ans, c'est long. Cela marque la fin d'une époque, celle de l'insouciance d'une mondialisation qu'on croyait heureuse et qu'on avait confondue avec le siècle des colonies. Cela donne le temps de pulvériser les Bourses et les banques fragiles, de voir une économie s'effondrer et d'assister à une hausse des dettes publiques. Cela permet aussi de s'interroger sur la finitude d'un modèle de croissance par endettement public et d'une monnaie unique qui ne convainc désormais plus la majorité des citoyens.

Sept ans, c'est aussi la numérogie biblique qui révèle un nouveau monde, c'est-à-dire la jeunesse au chômage, alors que nos populations vieillissantes s'inquiètent de la protection de leurs avantages. C'est le moment de s'interroger sur la justice de nos sociétés, qui choisissent, en Europe, de privilégier le symbole monétaire au détriment du travail. Pourtant, n'est-ce pas impudique que de tolérer un chômage massif des jeunes, c'est-à-dire l'annihilation de toute la créativité et de l'entrepreneuriat, tout en imposant une mise à l'emploi des travailleurs âgés malgré l'immense basculement technologique qui, trop souvent, les dépasse ? Et n'y a-t-il pas quelque chose d'indécemment, voire de complètement erroné, dans le fait d'imposer dans les pays du sud, par une froide surenchère politique de la Commission européenne, des contextes d'austérité au milieu d'une terrible récession ? Et finalement, est-ce correct de protéger une monnaie forte par un emploi faible, puisque l'austérité budgétaire conduit, dans les pays du sud, à des taux de chômage supérieurs à ceux des années trente ?

Sept ans, ça use aussi le verbe de ceux qui avaient jeté l'opprobre sur le système financier, tout en oubliant que les États complaisants ont aussi

été dépassés par leur propre endettement. C'est aussi un terme suffisant pour attester que certains anciens responsables bancaires se sont égarés, non pas tant dans des stratégies hasardeuses que dans l'oubli de la responsabilité sociétale du bien commun qu'ils gèrent et fabriquent : la monnaie.

Sept ans, c'est le temps de l'introspection. Désormais, on sent, chez les responsables politiques au long cours, un profond malaise. Ils se sont signalés dans une économie prospère dont ils peinent à assumer le délabrement. Il en est de même pour les signataires du traité de Maastricht : ils ont imaginé une monnaie nouvelle sans en assurer les fondements budgétaires, un peu comme si on criait naïvement victoire avant d'avoir déclaré la guerre. En 2012, les architectes de l'euro ont d'ailleurs fêté dans l'ombre les vingt ans de leur construction monétaire, comme des dirigeants défaits que seul l'exil rapproche encore. D'ailleurs, la nouvelle génération ne comprend pas qu'on ait pu invoquer la paix européenne pour justifier une monnaie qui terrasse les économies faibles. Pour cette génération, le temps des guerres était révolu avant sa naissance. Au reste, la formulation politique de l'Europe inquiète, non pas tant par son déficit de vision économique que par le manque d'enracinement de son discours dans les réalités des peuples. Qu'on la qualifie de néolibérale ou de sociale-démocrate, cette Europe laisse aussi sceptique que les vieux dogmes politiques.

Il y a trente ans, nous avons commencé à endetter collectivement nos pays pour adoucir la transition vers l'économie des services, très différente du contexte industriel. Nous espérions que la démographie et la productivité futures nous extirperaient sans douleur d'une dette publique qui enflait. Malheureusement, cet espoir de l'État-providence qui se rembourse tout seul exigeait une économie géographiquement statique. C'était sans compter la mondialisation, qui déplace le progrès et la croissance au gré de l'ouverture des peuples et des marchés.

Aujourd'hui, nous entamons une nouvelle transition, qui est celle de l'inventivité technologique et de la libération de la créativité. Cette transition technologique sera celle de la jeunesse. C'est pour cela que nous ne pouvons pas l'accabler par un chômage étouffant, car ce serait la triste illustration que les baby-boomers d'après-guerre ne lui auront pas passé

le relais de la croissance. Confrontés à un monde en ruine, ils se seraient limités à le rendre criblé de dettes.

Le passé ne se remplace pas : il se dissipe. Cette crise ne finira jamais. Il n'y aura pas un « après » fantasmatique au terme duquel nos communautés retrouveront le passé. Il n'y aura pas de restauration des régimes anciens, ni aucun retour aux bases stabilisées d'une économie précédente.

En fait, cette crise ne peut pas finir, car elle est devenue elle-même le fil de l'histoire, c'est-à-dire l'interpellation continue du siècle précédent. Et c'est peut-être cela la terrible leçon du choc de 2006-2013 : nous avons, pendant très longtemps, cru pouvoir nous raccrocher à une époque que seule la croissance d'après-guerre avait autorisée, au travers de la réparation du monde que nos aïeux avaient mutilé.

Sept ans et une crise qui ne finit pas, c'est le moment de tourner la page du vingtième siècle et de reconnaître que les « rentes d'idées sont viagères ». C'est le terme d'une pénible mue de la lointaine société des services vers le monde de l'échange instantané.

Sept ans, c'est peut-être, aussi, le moment de poser la question des temps nouveaux et de constater qu'un univers moderne se dresse, sans qu'on l'ait pressenti ni conjuré. Cet univers, qui ne pourra passer que par la jeunesse – à laquelle il faut sacrifier beaucoup –, reste à réinventer. Partout, pour son bien-être ou sa liberté de pensée, la jeunesse revendique son autonomie. Nous ne pouvons pas l'ignorer.

En Europe, la dette publique va bientôt dépasser une année de P.I.B. Ce constat est la plus redoutable menace qui frappe notre continent, puisque la dette publique s'enflamme dans une économie sans croissance ni inflation.

Ceci conduit à s'interroger : que représente une dette publique ?

Certains considèrent qu'elle est étrangère à chaque citoyen, comme si elle n'affectait pas nos patrimoines individuels. Ceux-là argumentent qu'une dette publique n'est jamais remboursée et qu'elle se dilue, au fil des années, dans un refinancement permanent. Sous cet angle, on pourrait imaginer que la dette soit naturelle : elle refléterait un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette publique importerait alors peu. Elle serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus professionnels.



Elle serait même « la » représentation de la solidarité étatique de l'État, puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution.

Malheureusement, c'est beaucoup plus compliqué. La dette publique constitue, pour les créanciers, un capital. Mais, contrairement à un capital qui représente du travail passé progressivement épargné, la dette publique constitue aussi un prélèvement sur le travail futur. Plus spécifiquement, le créancier de l'État prête à celui-ci avec de l'épargne du travail passé, tandis que l'État (le débiteur) rembourse sa propre dette grâce à un prélèvement fiscal sur le travail futur. C'est logique : la dette publique est garantie par la capacité de l'État à lever des impôts portant, entre autres, sur les revenus professionnels futurs. En s'endettant, l'État demande donc à des créanciers de lui faire crédit au motif qu'il sera capable d'exiger un prélèvement sur la création de richesse de ses futurs contribuables. Dès lors, une dette excessive est l'écueil principal à une fluidité du capital et à l'allègement du coût du travail. En effet, si la dette est refinancée par l'impôt, c'est immanquablement le travail qui est frappé.

C'est ainsi que Marx (1818-1883) considérait que la dette publique était sans lien nécessaire avec le processus de production du capital et qu'elle n'était pas un titre sur du capital réel. Il l'assimilait à un capital fictif, parce qu'il en voyait l'extinction dans la révolution, état préalable à la victoire du prolétariat. Aux yeux de Marx, cela allait même plus loin : comme la dette publique est un travail passé accumulé gagé par un travail futur, cette même dette devait être annulée par la négation de la propriété privée, qu'il percevait comme un obstacle à l'égalité sociale. Le nihiliste Proudhon (1809-1865) n'avait pas une vision très éloignée.

Quand on prolonge l'analyse marxiste, on doit immanquablement dresser le parallèle entre la dette publique et la monnaie. Ces deux notions constituent l'avvers et le revers de la même réalité, puisque tant l'une que l'autre sont émises par les mêmes États. La monnaie est une dette financière, tandis que la dette publique est une dette sociale. Comme la dette publique, la monnaie est souveraine. Et, bizarrement, nous opérons la même confusion mentale avec la monnaie qu'avec la dette publique : nous conceptualisons la monnaie comme un acquis privé alors qu'elle reflète un bien public. Et, malgré que nous en soyons les débiteurs indivi-

duels, nous visualisons la dette publique comme une obligation collective qui nous est étrangère alors que nous bénéficions des biens publics.

Comme la dette publique, la monnaie mesure la stabilité de l'ajustement économique. En effet, une monnaie faible reflète un pays moins compétitif, et inversement. Pour cette raison, la crédibilité monétaire découle rarement d'un acte d'autorité. La garantie de la monnaie est plutôt un état de confiance. Sous cet angle, il est illusoire de croire que la monnaie met à l'abri d'un choc financier systémique. En cas de déflagration financière existentielle, la monnaie ne fournit aucune garantie à sa propre survie.

Si, aux yeux de Marx, la dette publique est un capital fictif, la monnaie ne l'est-elle pas davantage? N'est-ce pas un immense jeu d'écriture qui repose sur de fragiles conventions? La réponse est indéçise, parce que la dette publique et la monnaie sont des actes de convictions partagées.

Mais l'effarante réalité, c'est que lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créanciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. C'est pour cela que l'excès d'endettement public met irrémédiablement en péril la monnaie. Pour résorber la dette, il faut soit dévoyer la monnaie (c'est-à-dire créer de l'inflation), soit effacer les dettes, comme lors du défaut de paiement grec ou de la confiscation des dépôts bancaires chypriotes. Dans ces deux cas de figure, il n'est pas possible de rembourser une dette publique incontrôlée sans corrompre la monnaie.

Mais alors, Marx n'aurait-il quand même pas un peu raison? Je ne crois pas. Ou, plus précisément, il ne pourrait avoir vu juste que si la résorption de la dette publique passe par la confiscation de la propriété privée, c'est-à-dire l'antimatière de l'économie de marché. Pour éviter de tomber dans ce délire, l'excès d'endettement devrait être le seul problème qui occupe nos dirigeants, dans le respect de la solidarité sociale et de la compétitivité économique. C'est pour cette raison que la croissance économique et la relance – et non l'austérité et la rigueur – devraient être les seuls objectifs de nos dirigeants. C'est aussi pour cela que nous devons sortir du schéma d'un euro trop fort, qui reflète une monnaie déflationniste et « récessionnaire ».

Pour parler clair, la voie de sortie de crise devrait inclure un escompte des dettes publiques par la Banque centrale européenne, au prix d'une

dose raisonnable d'inflation, plutôt qu'une gestion ascétique de la monnaie commune. Il vaut donc mieux résoudre les excès d'endettement public par une lente érosion de la monnaie (dont les bas salaires seraient protégés) plutôt que par les confiscations et autres annulations de dettes, qu'une gestion désespérante rend pourtant plus probable dans les pays faibles du sud.

En conclusion, ce n'est pas le Grand Soir nihilo-marxiste. Nous longeons néanmoins les abîmes d'effrayants chocs socio-économiques. Il faut cesser d'entretenir de pathétiques illusions sur l'attrition naturelle des dettes publiques par une croissance invisible. On se rendra bientôt compte avec consternation de l'erreur de jugement des hommes politiques, qui ont étendu trop vite la zone euro, et des économistes, qui ont préconisé *ad nauseam* la rigueur et l'austérité absolue au milieu d'une récession. Keynes, opportunément cité par des économistes mal avisés, n'aurait pas approuvé les orientations économiques contemporaines.





## Table des matières

<b>Aperçu</b> .....	9
<b>Le temps ne nous est plus compté</b> .....	11
<b>De l'inflation à la déflation</b> .....	15
De l'inflation de Trichet... à la déflation de Draghi.....	15
D'un trou économique à une dépression intellectuelle.....	16
Un scénario à la japonaise?.....	17
Et si l'euro était un peu à l'origine de la déflation?.....	18
Une petite goutte de déflation et de crise souveraine?.....	19
La déflation serait la dernière défaite de l'euro.....	20
Quand Pigou dit.....	23
L'économie par la face nord.....	24
Il faut un choc inflationniste.....	27
Quand le chômage remplace une dévaluation.....	30
L'austérité généralisée est un cul-de-sac monétaire.....	31
Le choc des économies émergentes.....	35
<b>Une monnaie unique mais plus commune</b> .....	37
L'euro nous a dépouillés d'une insouciance historique.....	37
L'euro va faire très mal.....	38
Un cul-de-sac monétaire?.....	41
L'euro : une guerre de religion franco-allemande.....	45
Euro-sceptique ou eurozone-sceptique?.....	48
Euro : du traité de Maastricht de 1992 au traité de Verdun de 843?.....	49
Un euro de Lotharinge?.....	50
Des intérêts négatifs : l'antimatière de la monnaie?.....	51

Taux d'intérêt : le temps glisse du passé vers le futur.....	54
Monnaie ou emploi : il faudra bien choisir !.....	55
Euro : la monnaie contre la rue ?.....	56
Le pacte budgétaire : transformer de l'or en plomb.....	58
Quelle sanctuarisation pour la banque centrale européenne ?.....	61
Quelques réflexions éparses sur la monnaie.....	63
Les trous noirs de la monnaie.....	64
<b>Dettes publiques</b> .....	67
Que représente une dette publique ?.....	67
Une dette publique belge de 120.000 Km.....	70
Et le coût du vieillissement pèse 2,25 millions de tonnes.....	71
Dette publique et démocratie.....	72
Une mesure du contrat social ?.....	73
Regarder la dette publique dans les yeux.....	74
Nos états sont socialement en défaut.....	77
Dette publique excessive et nationalisation de l'économie.....	78
Une dette publique : capital fictif et ordre social.....	80
Comment une dette publique est-elle soutenable ?.....	82
Le prochain choc financier est devant nous.....	83
Un parfum d'emprunts russes ?.....	86
Le cauchemar de la dette publique européenne.....	87
Dette publique : le pire est-il à venir, au sud ?.....	89
De gigantesques opérations Gutt ?.....	90
2015 : Des effacements de dettes publiques.....	93
Une répudiation de dettes publiques éviterait-elle une désintégration de l'euro ?.....	96
2014 : Il faut réformer les pensions.....	100

<b>Considérations fiscales sur l'impôt des sociétés</b> .....	103
Réflexions baroques sur l'impôt des sociétés.....	103
Une véritable révolution de l'impôt des sociétés.....	105
Sept idées pour l'impôt des sociétés.....	107
Et si on révolutionnait le bilan de l'État?.....	113
<b>Considérations fiscales relatives</b>	
<b>à l'impôt des personnes physiques</b> .....	115
L'échec sociétal de la fiscalité du travail.....	115
Des intérêts notionnels « salariaux ».....	117
Réflexions sur l'impôt des personnes physiques.....	120
Réflexions sur la progressivité de l'impôt professionnel.....	123
L'impôt professionnel taxe le capital.....	125
Repenser la fiscalité des capitaux.....	127
Taxer les revenus plutôt que le capital.....	130
La fiscalité mobilière : une réforme est urgente.....	134
Les trompe-l'œil de la fiscalité mobilière.....	138
L'exonération du précompte sur les dépôts d'épargne.....	142
Éclairages économiques sur la fiscalité des dividendes.....	143
Épargne-pension : la F.G.T.B. lance un débat utile.....	158
<b>Banques et entreprises</b> .....	161
Cinq ans après Lehman, cinq défis bancaires.....	161
Quelques réflexions sur les banques systémiques.....	164
Le nœud coulant des banques et des états.....	166
L'entreprise s'évapore-t-elle?.....	167
Le mystère des primes d'O.P.A.....	168
Il faut soutenir l'ancrage belge de nos sociétés.....	171



La reconquête de l'industrie wallonne .....	174
<b>Prospectives sociétales</b> .....	179
Un nouveau rapport au temps .....	179
Notre modèle social est en mutation .....	180
Jeunesse? Toujours prête! .....	182
Une génération perdue .....	184
Une révolution... D'idées .....	185
La révolution, c'est quand? .....	186
Une économie enfin stabilisée? .....	187
De Vatican II à Apollo XI .....	188
Une stagnation économique séculaire. Vraiment? .....	189
La monarchie belge : l'adieu au vingtième siècle .....	191
Bruxelles et les cendres de la crise .....	193
<b>Références historiques</b> .....	195
Le malaise impénétrable d'Adam Smith .....	195
Henri IV : un keynésien avant l'heure! .....	197
Le cauchemar de l'hyperinflation allemande .....	199
1971 : La fin d'un monde monétaire .....	201
Il y a quarante ans, l'affaire Lip .....	203
<b>Conclusions provisoires</b> .....	205



