

# Décryptage

Économie

## La crise des dettes publiques

13 Août 2011 | Jacques Bichot\*



Fin juin 2011, j'écrivis pour le site *Magistro* un article intitulé : « Dettes publiques : le temps des pleurs est proche ». Aujourd'hui 11 août, quelques jours après que Standard&Poor's ait ramené de AAA à AA+ la note du Trésor des Etats-Unis, le bureau des pleurs est grand ouvert et il ne désemplit pas. Que se passe-t-il au juste ? Pourquoi cette inquiétude, qui s'est traduite durant ces deux dernières semaines par une baisse d'environ 18 % des marchés boursiers occidentaux ?

### Le système-Madoff

Partons de Bernard Madoff et de son escroquerie dite « pyramidale » [1]. La société *Bernard L. Madoff Investment Securities* (BLMIS) empruntait, grâce à la complicité de différents établissements bancaires ou financiers gestionnaires d'Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) [2], en promettant des intérêts très attractifs. L'argent ainsi récolté avait plusieurs usages :

- Une petite part servait à faire des placements ;
- une plus grosse partie permettait de rémunérer (très confortablement) B.Madoff et (assez confortablement) ses adjoints ainsi que les organismes qui l'aidaient à placer ses dettes dans leurs OPCVM ;
- les intérêts promis étaient payés rubis sur l'ongle grâce aux sommes qui lui arrivaient des épargnants ;
- et les créanciers désireux d'être remboursés l'étaient également de façon parfaitement correcte, toujours grâce au flux d'épargne nouvelle.

La caractéristique principale du système Madoff réside dans la faiblesse des investissements et placements réalisés. Le bilan de BLMIS était fortement déséquilibré, avec un passif très supérieur à l'actif réel : cette société aurait dû être mise en faillite des années plus tôt qu'elle ne le fut, mais B. Madoff était parvenu à faire croire à ses emprunteurs qu'il réalisait des investissements très rentables, trop rentables pour qu'il soit prudent de les faire connaître, si bien que le trucage de sa comptabilité mit longtemps à être repéré. Sans doute certains prescripteurs de ses titres se doutaient-ils de quelque chose, mais les généreuses commissions qu'ils encaissaient les dissuadèrent d'aller y regarder de plus près : comme dit le proverbe, « à cheval donné on ne regarde pas les dents » [3].

## Les Etats-Madoff

Les Etats se comportent volontiers comme Bernard Madoff. Ils bénéficient pour ce faire d'un avantage sur les émules privés de Charles Ponzi, illustre prédécesseur de B. Madoff au début du XXème siècle : les Trésors publics n'ont pas à publier de bilan, si ce n'est de façon très confidentielle ; ils n'ont donc pas à truquer leurs comptes, sauf circonstances particulières, par exemple lorsque le gouvernement grec entendit faire entrer son pays dans la zone euro sans demander trop d'efforts à ses électeurs.

Concrètement, les Etats empruntent un peu pour investir (infrastructures, recherches) mais surtout pour payer une partie de leurs dépenses courantes, y compris les intérêts de la dette publique, et pour rembourser les emprunts qui arrivent à échéance. Exception faite des plus calamiteux d'entre eux, ils ont sur B. Madoff et ses semblables un sérieux avantage : ils ne sont pas obligés de soudoyer les intermédiaires qui « fourguent » leur papier à des organismes de placement collectif et d'assurance vie, car ceux-là sont très demandeurs. En revanche, les dirigeants d'un pays démocratique vivent sous la menace d'élections qui peuvent les faire passer du pouvoir à l'opposition : ils utilisent donc la technique Madoff pour soudoyer les électeurs en ne leur faisant pas payer l'intégralité du prix des systèmes d'Etat providence et des services publics qu'ils mettent à leur disposition.

Ces différences ne sont pas de nature à faire des emprunts d'Etat, dès lors qu'ils excèdent fortement les investissements publics, quelque chose de fondamentalement plus honnête que les emprunts de Bernard Madoff. Dans tous les cas, il y a émission de ce que Jacques Rueff appelait des « faux droits », c'est-à-dire des créances dont le montant nominal excède nettement la valeur des actifs qui en sont la contrepartie.

### En France, l'ère madoffienne a succédé à l'ère gaullienne

J. Rueff fut le conseiller économique de Charles de Gaulle, et il voyait dans l'émission de faux droits l'une des malhonnêtetés les plus dangereuses pour « l'ordre social » [4] et ses bienfaits (la justice, la liberté, et l'efficacité économique) : sans doute cela explique-t-il que dès 1959 le « solde des opérations à caractère définitif », comme on disait alors, régulièrement déficitaire depuis la Libération, soit redevenu positif, et le soit resté 12 années sur les 16 de l'ère gaullienne (les présidences du Général et de Georges Pompidou). Comme le disait fort bien l'INSEE en 1990 [5] : « De 1960 à 1974, le Trésor se désengage et le poids de la dette dans le PIB baisse. De 1975 à 1988, et surtout en 1981-1988 où les déficits deviennent chroniques, le Trésor se réengage, et le poids de la dette dans le PIB augmente à nouveau. »

Autrement dit, à l'ère gaullienne, marquée du point de vue des finances publiques par un souci efficace de rigueur et de vérité, a succédé en France une ère que l'on pourrait appeler « ponzienne » ou « madoffienne », selon que l'on préfère prendre une référence ancienne ou récente : depuis lors, les émissions de faux droits par l'Etat (au sens large, y compris l'Etat providence) n'ont plus cessé, même si elles ont connu un fort ralentissement de 1998 à 2001 puis en 2006. La différence entre les deux ères est d'autant plus forte que la dette implicite des régimes de retraite par répartition a explosé en 1982, lorsque la réforme des retraites du début de l'ère mitterrandienne a d'un seul coup créé une masse gigantesque de créances sur les générations montantes.

L'importance des retraites par répartition dans notre pays le différencie depuis cette époque d'un certain nombre d'autres pays, moins imprudents en la matière. Aux Etats-Unis, cette forme de retraites absorbe 6 à 7 % du PIB, moitié moins qu'en France. Or les retraites par répartition et la dette publique chassent, si l'on peut dire, sur le même terrain : celui des actifs et futurs actifs, qui

devront payer durant les prochaines décennies tant les pensions que les intérêts de la dette publique.

La dette implicite relative aux pensions a pour contrepartie le capital humain, ou plus précisément ce qu'il est possible de réclamer au capital humain – aux travailleurs – au profit des retraités. Dans le cas français, cette dette implicite a atteint, voire dépassé, la contrepartie disponible. Il n'en va pas de même aux Etats-Unis, non plus qu'au Royaume-Uni et de manière générale dans les pays qui font plus de place aux retraites par capitalisation. Ces pays, ayant une dette de retraites moins lourde, peuvent supporter une dette publique plus lourde. La situation de l'Italie, de l'Espagne, de la Belgique et de la France, championnes de la retraite par répartition, est beaucoup moins confortable. Ayant déjà beaucoup « chargé » les générations montantes, ces pays ne peuvent pas se permettre de les charger encore davantage en laissant croître la dette publique. Les pays moins engagés dans la répartition, eux, ont une marge de manœuvre plus importante.

### **Des richesses en trompe-l'œil**

La France n'est pas un cas isolé. Depuis les années 1970, la plupart des pays développés ont vu leurs Etats se comporter de manière analogue, certains (Japon, Italie, Belgique) avec nettement plus d'aplomb, et d'autres (Allemagne, Autriche, Pays-Bas) avec davantage de retenue. Le monde entier croule sous les dettes publiques qui ne correspondent à aucune richesse réelle. Les Etats promettent ainsi des revenus de placements sans qu'aient été mis en place les facteurs de production requis pour leur donner un contenu réel.

Chaque épargnant, dans la mesure où il détient (en général indirectement) des créances sur les Etats, peut se croire en possession d'une petite ou grosse fortune, tant qu'il lui est facile de trouver d'autres gogos à qui refiler le mistigri au moment où il le désire ; mais globalement l'ensemble des épargnants ne possède pas grand-chose : l'actif des Etats ne comporte pas des biens réels suffisants pour faire de leurs créances des vrais droits.

Une gigantesque bulle de faux droits s'est ainsi constituée, nourrie par l'épargne sans investissement résultant de la thésaurisation de la partie des revenus qui dépasse la production de biens et de services [6]. Cette bulle risque d'éclater comme une bulle de savon. Il suffit, comme dans le conte d'Andersen, qu'un petit enfant vienne à crier « l'Empereur est nu » pour que l'indécence de la situation, que l'on refusait de voir, saute aux yeux et fasse, en quelque sorte, sauter la banque. Le syndrome de Madoff pourrait à juste titre, dans le cas des Etats, être désigné comme « syndrome des habits de l'Empereur », en reprenant le titre de ce conte qui nous en dit très long sur la nature humaine.

### **Pourquoi a-t-on mis si longtemps à dire que l'Empereur est nu ?**

A l'époque de Keynes un journal proposait à ses lecteurs le concours suivant : il publiait une centaine de photos de jeunes femmes, et demandait à ses lecteurs de désigner les 5 plus jolies. Avait gagné celui ou ceux dont le choix portait précisément sur les cinq beautés le plus souvent mentionnées dans l'ensemble des réponses. Keynes s'est servi de la comparaison avec ce jeu pour expliquer le fonctionnement des marchés boursiers : gagne l'investisseur qui choisit d'acheter, un peu avant eux, les titres que les autres intervenants vont le plus vouloir acquérir. Devinez ce que vont faire les autres, et vous gagnerez en bourse comme au concours de beauté.

Cette explication se transpose aisément à la formation des portefeuilles de dettes publiques. Si les obligations et les bons du trésor américain sont très demandés, et si un investisseur pense que cela va continuer, il est rationnel pour lui d'en acquérir d'importantes quantités, car il est

quasiment sûr de pouvoir les revendre un bon prix le jour où il le souhaitera. Cette très forte probabilité subjective de faire un placement sinon très rentable, du moins très sûr, est exprimée par des mots qui semblent affirmer une qualité intrinsèque de la dette américaine. Presque personne ne dit « les autres sont prêts à acheter de la dette américaine, donc je peux en engranger sans risque de ne pas trouver d'acheteur en cas de besoin » ; tout le monde dit « la dette américaine est un bon placement », ou encore « les titres du Trésor américain sont d'excellente qualité ». Dans le concours de beauté, on recherche non pas les filles intrinsèquement jolies, mais celles qui sont réputées jolies, celles que beaucoup de gens trouvent jolies ; simplement, on ne dit pas « les gens les trouvent jolies », on dit « elles sont jolies ». L'opinion majoritaire est désignée par des expressions qui réfèrent normalement à une vérité intrinsèque. Les faux droits se camouflent ainsi grâce à des abus de langage.

Un tel phénomène relève aussi de l'analyse du désir mimétique par René Girard : si un homme désire une femme, un autre homme la trouvera lui aussi désirable ; si un investisseur en vue achète tel titre, d'autres investisseurs vont vouloir l'acheter pareillement.

Or ce jeu de miroirs a une limite, parce que tout n'est pas subjectif. La réalité n'est pas seulement un reflet dans le regard d'autrui, elle existe ; c'est la raison pour laquelle un Raymond Boudon critique le relativisme, qui ramène tout à l'opinion : les faits sont têtus, ils se rappellent un jour ou l'autre au bon souvenir de ceux qui ne voulaient voir que les opinions.

### **Quand resurgit la valeur intrinsèque**

En matière financière, les faits peuvent être approchés par ce que l'on appelle la valeur intrinsèque des entreprises et des organisations. Quand certains titres s'envolent à des niveaux très supérieurs à leur actif net et aux espoirs raisonnables que l'on peut placer dans une équipe pour développer l'activité de l'entreprise, un jour où l'autre quelqu'un dont la voix est audible dit « L'Empereur est nu », et la baudruche se dégonfle. Il en va de même, *mutatis mutandis*, pour la dette des Etats. Les titres du Trésor américain étaient considérés comme parfaitement sûrs, comme un placement « de père de famille » ; et voici qu'en examinant l'état de l'économie américaine, qui manque de compétitivité, et le fonctionnement de la démocratie américaine, où les factions politiques font passer leurs ambitions électorales avant la recherche du bien commun, une agence de notation découvre et dit que ce n'est pas vrai.

Quelle que soit la notoriété de Moody's, son avertissement n'a pas, dans l'immédiat, créé de la panique sur le marché des bons et obligations du Trésor US. Il n'y a pas eu de cessation de paiement, 238 milliards de dollars de dette ont pu trouver preneur du jour au lendemain, le soulagement l'a emporté sur l'avertissement de Moody's. Mais il ne s'agit que d'une étape dans la prise de conscience du fait que l'Empereur est nu. Pour l'instant, les membres de la haute finance internationale ont admis que la Grèce n'était pas solvable, qu'il fallait procéder à une banqueroute partielle – si possible en la déguisant – de manière à limiter les effets de contagion. Mais il est clair que les Etats-Unis, et divers pays européens, y compris la France, ne sont pas solvables. Les créances sur de nombreux Etats sont des faux droits, à des degrés divers. Un jour ou l'autre, ces créances se déprécieront, soit du fait de l'inflation qui en réduira le pouvoir d'achat et le poids dans le PIB, soit à la suite de banqueroutes partielles.

### **Il faudrait Churchill, nous avons Obama face au Tea Party**

Est-il encore possible d'éviter une telle issue ? Ce n'est pas certain. Le débat franco-français relatif à l'introduction dans la Constitution d'une « règle d'or » destinée à obliger les gouvernements successifs à être sages ressemble assez aux difficultés qu'a rencontré le Président Obama pour

obtenir un relèvement du plafond d'émission de titres du Trésor US et prendre des mesures permettant de diminuer rapidement un déficit qui représente actuellement environ 40 % du budget fédéral : le personnel politique ne veut pas dépasser ses querelles picrocholines.

Quand l'Europe était submergée par les armées d'un tyran national-socialiste, le Royaume-Uni disposait d'un résistant, capable de ne promettre que du sang, des larmes et de la sueur, et les citoyens ont été assez courageux pour lui donner les moyens d'organiser la résistance. Mais la montée des faux-droits n'a pas semble-t-il, à ce jour, suscité de vocation analogue parmi les personnalités en vue. Sauf à ce qu'une pucelle entende à nouveau des voix à Domrémy, dans l'ancien ou le nouveau monde, il est probable que le pourrissement de la situation croîtra encore un certain temps avant que l'on s'attaque sérieusement au problème des faux droits.

### **Que faire ?**

Si cependant surgissait un Churchill ou une Jeanne d'Arc, que pourrait lui conseiller l'économiste ? Il serait, disons-le tout net, fort embarrassé, car dans une économie mondialisée la marge dont dispose un gouvernement national, fut-il celui des Etats-Unis, est limitée.

Au niveau français nous devrions me semble-t-il prendre immédiatement des mesures relatives aux recettes, car il en est qui se prêtent assez bien à des augmentations rapides. Dans un article récent [7] j'ai suggéré le passage du taux normal de TVA à 20 %, mais on pourrait à titre provisoire aller un peu plus loin ; le passage du taux réduit de TVA de 5,5 % à 10 % ; une augmentation à peu près homothétique des quatre taux de l'impôt sur le revenu (mais l'effet sur les rentrées fiscales ne se produira que dans un an) ; et la suppression de l'exonération fiscale dont bénéficient les heures supplémentaires. On pourrait compléter cette liste par la mise en place de droits de douane, dans la mesure du possible. Côté social, la CSG pourrait être relevée d'un point, et les réductions de charges sociales sur les bas salaires pourraient faire l'objet d'une première révision à la baisse.

Côté dépenses, sont à cibler celles dont la compression n'entraîne pas de diminution d'activité : réduction provisoire de certains salaires et primes dans la fonction publique, et de certaines pensions ; moindre remboursement des soins relatifs aux affections de longue durée, sauf difficultés financières du malade ; fin du remboursement automatique des IVG, retour à la prise en charge éventuelle par l'assistance ; réduction des subventions « idéologiques » à différentes associations.

Des mesures de dégonflement de l'épargne qui ne correspondent à aucun investissement seraient également les bienvenues. On peut par exemple imaginer une ponction de 5 % environ sur les contrats d'assurance vie en euros, en procédant de la manière suivante : les assureurs remettraient à l'Etat des obligations et bons du Trésor français à hauteur de 5 % de leurs portefeuilles, et réduiraient du même pourcentage leurs engagements envers leurs clients ; le Trésor constaterait l'annulation de ces dettes, et donc la réduction de la dette publique, de l'ordre d'une cinquantaine de milliards, qui en résulterait.

De premières mesures d'assouplissement des contraintes administratives pourraient sans doute être mises en place assez rapidement, de façon à libérer l'activité. En particulier, des dispositions devraient être prises aussi vite que possible pour augmenter massivement la quantité de terrains constructibles. Il s'agirait de regagner grâce à la diminution des obstacles à la production ce que l'on perdra en retirant aux ménages une partie de leurs revenus après impôts et cotisations sociales. Les dépenses requises pour assurer la viabilisation des terrains à bâtir ne seront pas concernées par les plans de restrictions des dépenses, car elles constituent de vrais investissements et sont nécessaires pour débloquer l'activité de construction.

Tout cela ne représente que des mesures d'urgence ; le programme serait évidemment beaucoup plus chargé à l'horizon 2013, année pour laquelle de premières mesures systémiques pourraient être mises en place. Mais il importe de faire sans attendre tout ce qui peut l'être.

**Jacques Bichot, professeur émérite à l'université Lyon 3, vice-président de l'Association des économistes catholiques.**

---

**[1]** Pour des explications plus détaillées concernant la colonisation de l'univers financier par la mentalité et les pratiques dont Bernard Madoff, et bien avant lui Charles Ponzi, sont les symboles, voir notre article « Les pyramides de Madoff » sous-titré « L'imposture de Bernard Madoff en révèle beaucoup d'autres », *Futuribles*, n° 359, janvier 2010.

**[2]** En France les OPCVM sont surtout des SICAV et des fonds communs de placement.

**[3]** Ces complices sont actuellement sur la sellette : le liquidateur de BLMIS, chargé d'indemniser les victimes, c'est-à-dire les épargnants (dont le rôle n'est pas de regarder à la loupe chaque élément du portefeuille de l'OPCVM que leur banque leur conseille), a engagé des poursuites contre eux. Des établissements aussi prestigieux que JP Morgan, HSBC et UBS sont ainsi sur le banc des accusés.

**[4]** Titre de l'ouvrage, paru peu après la guerre, où il préconise une économie et une société à « vrais droits ».

**[5]** *Annuaire rétrospectif de la France, 1948-1988*, Insee 1990.

**[6]** Du fait que nous ne payons pas la totalité du prix coûtant des services publics (y compris ceux de la sécurité sociale), le revenu disponible est supérieur à la production nationale. Ce faux revenu est pour une part utilisé pour acheter des produits étrangers au-delà de ce que nous exportons – d'où le déficit extérieur – et pour une autre part il est thésaurisé sous forme de produits financiers à base de dettes publiques.

**[7]** *La Croix* du 20 juillet 2011.