

Dérégulation financière et dettes publiques

Michel Dévoluy*

La détérioration des finances publiques semble en phase avec le mouvement général de financiarisation des économies. Cette observation renvoie à une réflexion générale sur les méthodes de financement des dettes publiques.

L'examen des modes de financement des déficits publics permet de rappeler que les États, notamment dans la zone euro, ont délibérément choisi d'emboîter le pas de la mondialisation financière. Ils se sont ainsi soumis aux lois du marché et ont accepté de perdre une partie de leur souveraineté. Pourtant, d'autres choix sont possibles, il suffit pour s'en convaincre de regarder l'histoire. Changer de voie exige de prendre du recul par rapport au paradigme en vigueur. L'entreprise est difficile, mais il faut néanmoins accepter de se confronter au problème, même si cela apparaît iconoclaste dans le contexte actuel.

1. Les modes de financement des déficits

Considérons un déficit donné. L'État peut faire appel à deux modes de financement : l'emprunt et la création monétaire. Par hypothèse, les possibilités d'une hausse des impôts et/ou de la baisse des dépenses pour réduire ce déficit ne sont pas envisagées ici.

Le recours à l'emprunt pour financer les dépenses de l'État passe par l'émission de bons du Trésor. Par ailleurs, l'État peut recourir à des dépôts réglementés qui s'apparentent à des emprunts forcés. Cela signifie que la puissance publique oblige certains acteurs économiques à déposer des fonds auprès du Trésor public. Généralement, ces fonds ne sont pas rémuné-

rés. Ces modalités particulières de financement ont été délaissées au sein de la zone euro¹. Elles seraient en totale contradiction avec la logique libérale.

La création monétaire au profit de l'État implique le recours à la banque centrale. Cette planche à billets, comme on l'appelle parfois, permet de financer les déficits grâce à une création monétaire. Concrètement, il s'agit d'avances gratuites faites à l'État en créditant le compte du Trésor public. La méthode fut longtemps utilisée et son poids dans le financement global de l'État a été variable en fonction des circonstances économiques et politiques. Cette modalité est désormais interdite dans le cadre de la zone euro. Précisément, le financement monétaire des dettes publiques est devenu l'ennemi à combattre sur la base de deux arguments : il serait inflationniste et sa présence inciterait les gouvernements à relâcher l'impératif du sérieux budgétaire.

2. Un regard sur l'histoire

L'histoire économique permet d'observer quelques faits saillants. Au cours des soixante dernières années, le profil du

¹La France a utilisé de façon systématique ces procédures. Elles ont été pratiquement délaissées à partir des années 1980. Il existe toujours en France des « correspondants du Trésor public » qui déposent des fonds, mais cela ne s'inscrit plus dans la logique du financement de l'État. Il s'agit d'opérations purement techniques.

* Université de Strasbourg, BETA.

poids des dettes publiques par rapport au PIB des grands pays industrialisés adhérents au système de marché (le G7) fait apparaître une courbe en U. En 1950, le ratio était d'environ 115 %, conséquence directe du conflit mondial. Ensuite, il a baissé régulièrement pour atteindre un minimum de 33 % en 1974². Depuis lors, ce ratio suit une pente ascendante qui le ramène pratiquement en 2010 au même niveau que celui de 1950. La crise qui éclate fin 2007 n'a fait qu'accélérer cette tendance. Pour la France, les chiffres sont passés de 20 % en 1980 à pratiquement 90 % aujourd'hui. Ainsi, le poids de la dette publique s'est allégé pendant les *trente glorieuses* caractérisées par l'existence d'un compromis social-démocrate. Par contre, la dette s'est régulièrement alourdie depuis le renouveau du libéralisme. Cette évolution mérite un commentaire. On comprend bien que les dettes aient baissé pendant la période de croissance forte. Mais il est plus surprenant de les voir remonter depuis que la vision néolibérale s'est imposée, même si la croissance s'est ralentie. En effet, la nouvelle doctrine économique défend le recul de l'État et la vertu budgétaire. Elle devrait donc conduire à éviter à tout prix les déficits. Les arguments expliquant cet apparent paradoxe sont connus et largement diffusés. Ils disent en substance : les États ont tenu à maintenir les bénéfices de l'État providence alors que la croissance ralentissait, que les populations vieillissaient, que le chômage augmentait, que la concurrence mondiale sévissait et que l'inflation n'était plus assez forte pour réduire le poids de la dette réelle. Mais continuons à regarder l'histoire afin d'observer que cette évolution se trouve en parfaite résonance avec la nécessité de soutenir et d'alimenter le processus de financiarisation de l'économie mondiale.

Les instruments qui composent la dette publique sont multiples et ont évolué au cours du temps. Aujourd'hui, la dette pu-

blique des États de l'UE est financée par l'émission de titres. En prenant l'exemple de la France, l'État s'est endetté selon diverses modalités. Avant 1914, les emprunts perpétuels et les titres de rente à très long terme étaient la norme. La planche à billets était également à l'œuvre. Aujourd'hui, 95 % de la dette est constituée de titres négociables sur les marchés. Précisément, il s'agit d'obligations assimilables du Trésor (OAT) de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel (BTAN) et de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF). Ces nouvelles procédures offrent une grande souplesse technique et beaucoup d'adaptabilité pour la gestion de la dette. Par ailleurs, ces instruments représentent les contreparties par excellence des opérations de refinancement des banques auprès de la banque centrale (notamment à travers les opérations d'*Open market*) ; ils sont également très appréciés sur le marché interbancaire.

Ainsi, les finances publiques ne sont pas du tout restées à l'abri du mouvement général de financiarisation des économies liée à la dérégulation des marchés et à la globalisation. Mieux, les États ont décidé de participer activement à cette nouvelle donne économique. Il leur est apparu rationnel et efficace d'abandonner les vieilles habitudes de financement des dettes publiques afin de recourir aux avantages de la modernité. Mais ce faisant, les États ont nourri les marchés financiers. La France n'a pas échappé à ce mouvement. La création en 2001 de l'Agence France Trésor est à cet égard exemplaire. L'objectif principal de cette Agence est de placer la dette publique sur les marchés internationaux. Ses agents démarchent les prêteurs à travers le monde. Les choix opérationnels de l'Agence France Trésor s'inspirent d'un Comité stratégique marqué par la présence d'un nombre significatif de banquiers connus pour leurs compétences en la matière. En effet, sur les dix membres actuels de ce Comité, sept sont en relation directe avec le monde de la finance privée.

²Ce profil des dettes des pays du G7 est repris du *Global Financial Stability Report* publié par le FMI en avril 2010. Cette tendance générale gomme naturellement les situations spécifiques de chacun des États concernés. Pour ce qui concerne la France, notons que son budget a toujours été en déficit depuis 1929 à l'exception de quatre années : 1970, 1972, 1973 et 1974.

3. La perte de souveraineté financière des États

Au cours des trente dernières années, les banques ont été décloisonnées afin qu'elles puissent intervenir sur tous les marchés. Parallèlement, les produits financiers sont devenus de plus en plus sophistiqués et, parfois, opaques. On peut désormais spéculer sur la probabilité de défaut d'un État grâce à l'utilisation des CDS (*Credit default swap*). A titre d'exemple, la France a détricoté en trois grandes étapes son système mis en place en 1945 au lendemain de la Seconde Guerre mondiale : une loi de 1973 sur l'évolution des missions de la Banque de France ; la loi bancaire de 1984 uniformisant le statut des banques ; la loi de 1993 fixant les nouveaux statuts de la Banque de France afin de les rendre compatibles avec la mise en place de l'euro.

En émettant leurs dettes sur les marchés comme n'importe quel autre acteur, les États ont totalement joué le jeu de la financiarisation de l'économie. Cette méthode évite la tentation de la planche à billets et le recours à des ressources administrées. Avec la titrisation de la dette publique, le marché devient le régulateur par excellence face aux risques d'insouciance budgétaires des États.

Nous sommes ainsi arrivés à une situation originale où des organismes privés à but lucratif (notamment Standard and Poor's, Moody's et Fitch Ratings) jugent sur des critères qu'ils décident eux-mêmes de la capacité financière d'un État souverain. Les États ont ainsi accepté l'idée qu'ils deviendraient plus économes et plus responsables grâce aux regards du privé. Ces évolutions semblent avoir fait l'objet d'un consensus, à tout le moins jusqu'à la crise. En réalité, elles nous interpellent sur le rôle et la place des États face à la globalisation financière. Ne conviendrait-il pas d'extraire les États souverains de la course aux bonnes notes ? On est en droit d'attendre mieux d'une démocratie vivante que sa soumission aux agences de notation et, à travers elles, aux règles imposées par une finance dérégulée au niveau mondial.

4. L'importance de la structure de la dette

La qualité d'une dette publique ne dépend pas uniquement de son volume. La composition de la dette financée par emprunt s'apprécie sous trois critères : la maturité, la nationalité des détenteurs et la monnaie d'émission.

En France, les engagements financiers d'échéance supérieure à un an représentent plus de 80 % de la dette. Les calculs du ministère donnent une durée moyenne de la dette en 2010 d'un peu moins de sept années³. Plus la durée est longue, moins le financement de la dette est sensible aux impacts de la conjoncture financière.

Les premiers emprunts sur les marchés extérieurs sont apparus entre les deux guerres mondiales. Pour la France, le président Charles de Gaulle avait tenu, pour assurer l'indépendance du pays, à ce que la dette externe soit totalement remboursée dans les années 1960. Elle a réapparu à partir des années 1980. Désormais, beaucoup d'États font appel aux marchés internationaux pour se financer. Mais les situations restent différentes. Les données d'Eurostat de 2009 montraient que 56,9 % de la dette publique française était détenue par des étrangers. Cette proportion était de 50,2 % pour l'Allemagne, 42,7 % pour l'Italie, 2,6 % pour le Luxembourg et 78,5 % pour l'Autriche. Sous ce critère, les situations sont donc très variées. Un État dont toute la dette est détenue par le reste du monde apparaît plus dépendant et plus fragile que celui qui n'aurait que ses citoyens comme créanciers.

Enfin, une dette émise en devises étrangères est soumise aux fluctuations des taux de change. Les États de la zone euro émettent leurs dettes publiques en Euro, sauf exceptions marginales.

Au total, l'emprunt qui fragilise le plus la souveraineté d'un État est une dette financière de court terme, détenue par des non-résidents et libellée en devises étrangères.

³ Engagements financiers de l'État, Annexe au projet de loi de finance 2010.2013-06-16T19:06:11

5. Le coût social de la dette

La charge de la dette se mesure dans un premier temps par ce qu'on appelle le service de la dette, c'est à dire les taux d'intérêt. Mais ce n'est pas tout. La dette doit être remboursée, en principe par l'impôt. Par conséquent, les créanciers de l'État sont payés sur les impôts de l'ensemble de la collectivité. Il s'agit là d'une forme de redistribution à l'envers, puisque les détenteurs de bons du Trésor sont généralement les citoyens les plus aisés. Il est intéressant d'ajouter ici que le mouvement de déconstruction du système d'assurances sociales au bénéfice des assurances privées est en parfaite cohérence avec le mécanisme de collecte de fonds privés par les intermédiaires financiers en vue du financement des déficits publics. Ainsi, la dette publique et ses modes de financement entraînent un coût social qui va au-delà de la stricte question de son remboursement.

6. Conclusion : Repenser le financement de l'État

Au fil du temps, les déficits publics sont devenus une aubaine pour les marchés fi-

nanciers. Les États sont d'excellents clients et les bons du Trésor facilitent le fonctionnement des marchés interbancaires. Soit. Mais il est légitime de prendre du recul et de débattre sur les modalités de financement de l'État. L'enjeu est d'aller vers un financement moins cher, plus juste et qui préserve la souveraineté du politique. Plusieurs pistes peuvent être ouvertes : la monétisation de la dette, l'appel direct au public pour l'achat des bons du trésor, l'achat par la Banque centrale de bons du trésor à taux zéro et l'utilisation des trésoreries des grands acteurs économiques (intermédiaires financiers, compagnies d'assurances, entreprises détenues par du capital public, etc.). Ces modalités sont orthogonales aux visions actuelles. Les rejeter revient à admettre qu'il n'y a pas d'autre voie pour les États que de suivre le mouvement de financiarisation des économies. Rien n'est moins sûr au regard de l'histoire et de l'intérêt des sociétés démocratiques.