

Jacques Rigaudiat

La dette, arme de dissuasion sociale massive

 éditions du croquant

**La dette,
arme de dissuasion
sociale massive**

Jacques Rigaudiat

espaces **marx**
explorer confronter mesurer

éditions du croquant

Table des matières

INTRODUCTION	5
PARTIE I : LA DETTE COMME CHAMP DE BATAILLE	11
Chapitre 1. De quoi la dette est-elle le nom ?	15
1.1. De quoi parle-t-on ?	15
1.2. Esquisse d'une archéologie du discours de la dette : au départ, 1973, ou 1993 ?	18
1.3. D'où parle-t-on ? Le discours de la dette : la voix – la voie – de la servitude volontaire	34
1.4. Le socle silencieux : la concurrence fiscale et l'érosion des ressources publiques	39
Chapitre 2. De quoi la dette est-elle la mesure ?	46
2.1. Des infortunes de la vertu et de la prospérité du vice : vers les 100%	46
2.2. La France, mauvaise élève ?	47
2.3. Les administrations publiques françaises face à la dette	55
PARTIE II : LA PROTECTION SOCIALE AU PÉRIL DE SA DETTE ?	63
Chapitre 3. Du déficit à une situation « très excédentaire »	70
3.1. « Ce pelé, ce galeux » : le régime général.	70
3.2. L'Unedic « vit au-dessus de ses moyens » .	76
3.2.1. La reconnaissance des vertus cachées du vice : le déficit conjoncturel	77
3.2.2. Face, je gagne, pile tu perds : le solde structurel	80
3.3. À la recherche du déficit perdu des administrations de Sécurité sociale	83
3.3.1. Le Régime général n'est plus en déficit .	83
3.3.2. Que faire des excédents ? La Sécurité sociale comme vache à lait	86

Chapitre 4 De l'endettement à sa disparition programmée	91
4.1. Des infortunes de la vertu : les besoins de trésorerie et l'endettement à court terme	94
4.2. La possibilité d'une île : la fin programmée de l'endettement à long terme	98
4.3. De la prospérité du vice : les actifs du FRR	102
4.4. Des administrations de sécurité sociale désendettées, sauf l'Unedic... ..	107
PARTIE III : DES SOUCIS POUR LA DETTE ? ...	111
Chapitre 5. Gérer la dette	118
5.1. Mécanique élémentaire du marché des obligations : Quand ça baisse, ça monte ; quand ça monte, ça baisse	118
5.2. Rouler, emprunter, rembourser : gérer la dette	123
5.3. Variations sur un même thème, le taux d'intérêt : taux nominal, inflation et taux réel	130
Chapitre 6. Quand s'endetter rapporte: les taux d'intérêt négatifs	138
6.1. Quand nécessité fait tardivement loi : la BCE et le « quantitative easing »	138
6.1.1. Épisode 1 : 2008-2014, détendre le marché monétaire, sauver les banques	139
6.1.2. Épisode 2 : depuis janvier 2015, sauver la zone euro	142
6.2. Quand emprunter rapporte : les provisions pour l'hiver de l'Agence France Trésor	150
6.2.1. Primes d'émission et produits constatés d'avance : des provisions pour l'hiver	150
6.2.2. De l'usage des provisions pour l'hiver : comptabilité budgétaire et comptabilité générale de l'État	157
Chapitre 7. Sortir de l'endettement ?	168
7.1. Faut-il redouter la perspective d'un « choc de taux »	169
7.2. Un hiver sans fin (1) : l'impasse d'un retour à Maastricht	174

7.3. Un hiver sans fin (2) : la remise en cause du modèle social français.....	178
7.4. Les trois morts de Keynes (1 et 2) : soutenir la croissance en économie ouverte.....	182
7.5. Les trois morts de Keynes (3) : effacer la dette après Bretton Woods.....	189
CONCLUSION.....	195

En mémoire de Robert Fraisse

et de Jacques Sauvageot,

mes amis

Maquette de couverture : Nina Léger

Éditions du Croquant
20, route d'Héricy
77870 Vulaines-sur-Seine
www.editionsducroquant.org
Diffusion-distribution : CDE-SODIS

© Éditions du Croquant, mars 2018
ISBN : 9782365121545
Dépôt légal : mars 2018

INTRODUCTION

« Les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont, le premier, que le plein emploi n'y est pas assuré, le second, que la répartition de la fortune et du revenu y est arbitraire et manque d'équité. »

J. M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936

C'est désormais un pont aux ânes que l'on nous assène régulièrement : l'imprévoyance dont nous ferions collectivement preuve nous entraînerait tout droit vers une catastrophe, économique tout aussi bien que sociale. C'est pourquoi nous devons nous plier aux, certes regrettables mais pourtant indispensables, disciplines qu'imposent conjointement tant la raison que les dures nécessités d'une économie désormais mondialisée ; cela, sans même parler des règles européennes contraignantes auxquelles nous avons consenti (?) et qui ne font que traduire ces exigences de la raison. La dette est donc ainsi de manière récurrente au cœur du débat public. Le retour sans délai à l'équilibre des finances publiques – État, institutions de protection sociale et collectivités territoriales confondus –, voire la recherche d'excédents, afin de réduire le fardeau de la dette que nous allons laisser en héritage à nos enfants. Tels sont bien les termes que l'on voudrait voir gouverner les débats. L'argument de la dette sert ainsi d'arme de dissuasion sociale massive.

Heureusement, dans ce pays que l'on sait être par nature rétif au changement, de clairvoyants et courageux dirigeants, conseillés par des experts sur ce point supposément unanimes, vont s'efforcer d'en-

gager les réformes nécessaires pour nous en sauver. Ils vont réformer les institutions dans le but, bien sûr, de mieux les préserver, voire, tant la situation serait dramatique, de les sauver...

Ce *story telling* austéritaire, désormais récurrent, telle est la fable que l'on veut nous servir. Chaque année, les débats budgétaires – budget de l'État, projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS), dotations aux collectivités territoriales – sont sous l'emprise de cette obsession de la dette et du retour à l'équilibre des finances publiques. Inlassablement, chaque année, les mêmes rapports nous ressassent sans répit les mêmes avatars auxquels nous serions ainsi censés être exposés. Le clou doit être profondément enfoncé. Ainsi, comme le rappelle avec insistance la Cour des comptes de rapport en rapport, l'état de la dette « impose de procéder, sans retard, aux nouveaux ajustements nécessaires dans une démarche de partage équitable des efforts »¹. La nécessité commande de « nouveaux ajustements », de cela, il n'est pas même question de discuter ; resterait juste à débattre de la seule, « équitable » répartition des « efforts »...

La présumée crise des dettes publiques a déjà fait l'objet d'une abondante littérature critique, tant pour en dénoncer le caractère illégitime², que pour en dessiner les voies de sortie à gauche³. Autant le dire d'entrée, je partage très largement

1. Cour des comptes, *Rapport 2017 sur la sécurité sociale*, septembre 2017, pp. 16-17.

2. Par exemple, F. Chesnais, *Les dettes illégitimes. Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*, Raisons d'agir, 2011.

3. Par exemple, Attac, *Le piège de la dette publique, comment s'en sortir*, Les liens qui libèrent, 2011.

les arguments qui y sont avancés. Oui, la question de la dette publique est un piège, car elle ne vient pas d'une orgie de dépenses publiques mais de l'érosion organisée des recettes des collectivités publiques, celle de la protection sociale au premier chef. Non, si crise il y a, elle n'aura pas de sortie possible sans qu'il soit touché au service de la dette, et donc à la dette elle-même ; ni, d'ailleurs, sans sortir des politiques d'austérité qui, plus (Grèce, Espagne, Italie...) ou moins marquées, sont simultanément à l'œuvre dans l'ensemble des pays de l'Union européenne.

Même si je ne m'en distancie pas, mon propos n'est toutefois pas de reprendre en l'état ces raisonnements, déjà bien connus. Il est de procéder à une analyse d'un genre sensiblement différent, en prenant au sérieux, et en quelque sorte « de l'intérieur », ce qui nous est dit de la dette publique par les différents documents officiels. Une lecture, en somme, « symptomale », tant il reste vrai que, sur ce sujet comme sur tous les autres, lire, c'est non pas prendre le discours pour ce qu'il se donne, mais, dans sa matérialité, « discerner, dans l'apparente continuité du discours, les lacunes, les blancs et les défaillances de la rigueur, les lieux où le discours [...] n'est que le non-dit de son silence, surgissant dans son discours même »⁴. C'est donc à cela, à ce « retour de la vérité dans la faille d'un savoir », comme le disait Lacan que je vais m'attacher.

Entendons-nous bien : « Il ne s'agit pas du problème classique de l'erreur, mais d'une manifes-

4. L. Althusser, E. Balibar, *Lire le Capital*, Tome I, p. 183, Petite bibliothèque Maspéro, 1973.

tation concrète à apprécier cliniquement, où se révèle non un défaut de représentation, mais une vérité d'une autre référence que ce, représentation ou pas, dont elle vient troubler le bel ordre »⁵.

Story telling ai-je à ce propos avancé, et c'est à prendre au sérieux ; non pour savoir ce qui nous est dit, cela, précisément, nous le savons : que ce n'est pas bien de s'endetter. Aussi n'est-ce pas de cela qu'il s'agira ici en premier lieu, mais de retrouver les conditions d'apparition de ce discours : le discours singulier de la dette. Singulier par l'unité de ce qu'il énonce à travers la diversité des supports qui le portent et des institutions qui en font publication. Singulier aussi de par la novation, « l'irruption historique », qu'il amène : sa prégnance et son insistance, son impérialisme, en somme, qui vise à défaire tout ce qui s'y oppose.

C'est cette unité-là, qui autorise à y voir ce que, à la suite de M. Foucault, il faut bien appeler une « formation discursive ». Aussi, s'agira-t-il de « saisir l'énoncé dans l'étroitesse et la singularité de son événement ; de déterminer les conditions de son existence, d'en fixer au plus juste les limites, d'établir ses corrélations aux autres énoncés qui peuvent lui être liés, de montrer quelles autres formes d'énonciation il exclut »⁶.

Appliqué aux finances publiques, c'est là un propos qui peut surprendre. Pourtant, quelle que soit la diversité de ceux – personnes supposées expertes ou institutions – qui l'énoncent, il s'agit bien d'un seul et même discours : celui qui porte le

5. J. Lacan, « Du sujet enfin en question », *Écrits I*, pp.231-232
6. M. Foucault, *L'archéologie du savoir*, Gallimard, 1969, p.33.

projet que l'on qualifiera ici, et il faudra s'en expliquer, de maastrichtien. Chercher à saisir les failles et les contradictions dans la cohérence d'ensemble que, comme tout discours se voulant rationnel, il revendique, cela ne devrait donc pas étonner.

C'est aussi un programme exigeant, et sans doute d'abord pour le lecteur, car il suppose de se plonger dans les rapports officiels de toute nature qui traitent de la dette publique, d'en comparer les discours pour en montrer les non-dits, les hésitations et les *lapses*, ce que l'un occulte et l'autre pas, pour en retrouver le sens⁷. Ces documents doivent, en effet, remplir une triple mission : informer en toute transparence les marchés par des comptes certifiés « conformes et sincères », rassurer Bruxelles sur le respect, actuel ou futur, des normes maastrichtiennes, et inquiéter le citoyen, évidemment soucieux d'une gestion de bon père de famille. Heureusement pour nous, cela ne va pas sans quelques contradictions...

Il reste, sur le fond, que le discours de la dette est un discours de menace. Comme le fait justement observer D. Graeber : « Le fait crucial [...] est l'aptitude de la monnaie à faire de la morale une question d'arithmétique impersonnelle [...] lorsqu'on regarde les choses d'un peu plus près, on découvre que les deux réalités, la violence et la quantification, sont intimement liées. De fait, il est impossible de trouver l'une sans l'autre... »⁸

7. En s'efforçant, évidemment, de ne pas oublier la leçon de Lacan sur ce point : « le symptôme ne s'interprète que dans l'ordre du signifiant. Le signifiant n'a de sens que dans sa relation à un autre signifiant [...] la vérité, c'est ce qui s'instaure de la chaîne signifiante ».

8. D. Graeber, *Dette, 5 000 ans d'histoire*, Babel, pp.22-23.

Aujourd'hui comme hier, le discours de la dette est d'abord imposition d'une violence autant que possible tue et que l'on cherche à faire oublier. C'est pourquoi d'ailleurs, il convient, avant tout, de le faire parler.

Violence imposée disais-je... Il n'est, on le sait, de sadisation réussie que dans la complicité obtenue de la victime ; cela suppose d'entretenir chez elle l'illusion d'une séduction, qui seule autorise son consentement. C'est pourquoi, la meilleure façon de lui permettre d'y échapper est encore de lui montrer la perversité du séducteur... C'est donc de cela d'abord qu'il sera question ici.

PARTIE I : LA DETTE COMME CHAMP DE BATAILLE

La dette est d'abord un champ de bataille. Cette affirmation en guise de point de départ pourra bien sembler curieuse, elle correspond pourtant à ce qui me semble être à la fois la stricte vérité et l'essentiel de ce qu'il y a à en dire.

D'abord, « LA dette » dont nous parlons usuellement n'est pas n'importe quelle dette. C'est une métonymie dont nous savons tous le sens, cette dette-là est celle qui nous est commune : la dette publique. Celle, aussi, dont on nous dit que c'est le fardeau collectif dont nos enfants hériteront. Ce qui, déjà, suffit à nous inquiéter. À tort, nous le verrons, mais nous n'en sommes pas encore là. Bref, la dette est une menace qui plane au-dessus de nos têtes.

Ensuite, cette dette n'est pas n'importe laquelle, ce que l'on sait nettement moins : elle renvoie techniquement à un concept très précis : la dette brute. « Brute », c'est-à-dire récapitulant l'ensemble du passif de nos institutions, sans en déduire aucune des créances, pourtant bel et bien détenues. Concept unilatéral, fruste, rustique dont aucun analyste financier digne de ce nom n'oserait se contenter

pour émettre un jugement qui puisse seulement passer pour un minimum informé. C'est aussi un majorant. Ce concept est précisément fait pour inquiéter.

Il a été construit, ou plutôt imposé, de toutes pièces, corrélativement à la mise en place de nouvelles institutions financières. Elles sont celles qui gouvernent l'Europe, pardon, car il ne s'agit pas ici de réduire l'une à l'autre : l'Union européenne, en général, et la zone euro, en particulier.

La dette brute, dont il nous est dit qu'elle ne doit pas dépasser 60 % du PIB, est l'un des « critères de Maastricht ». C'est précisément par ce traité que les institutions financières de l'Union ont été instaurées : la Banque centrale européenne et le Système des banques centrales européennes, qui, avec elle, regroupe l'ensemble des banques centrales nationales, la Banque de France comprise, donc.

Ce traité a installé un régime financier radicalement nouveau, qui consacre l'empire des banques sur les États. Sans précédent historique, et sans exemple dans les autres nations, il est propre à l'Union européenne post-maastrichtienne. Il met les États qui en relèvent sous la dépendance exclusive des banques, seules juridiquement autorisées à leur prêter. Il consacre l'effacement du pouvoir des États sinon à battre monnaie, du moins à la créer.

Cela suffit déjà à désigner un premier champ de bataille. Il est politique. Le référendum sur le Traité de Maastricht a donné les résultats que l'on sait : 51 % pour, 49 % contre. Il est réputé chez les politologues avoir été la première manifestation d'une fracture politique qui perdure jusqu'à aujourd'hui et se manifeste encore scrutin après scrutin : elle est supposée opposer les perdants de la mondialisation

à ceux qui y trouvent leur content. On n'en dira pas plus ici.

C'est que cette fracture n'a cessé d'être par la suite réactivée. Sorti par la porte du référendum de 2005, le Traité Constitutionnel censé modifier celui de Maastricht est revenu par la fenêtre du vote du Parlement sous les espèces du Traité de Lisbonne. Enfin, cet édifice a été parachevé par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) de 2012, dont l'objet, on le verra, est de resserrer encore plus le nœud financier passé au cou des États. Pour ce qui est de la France, la majorité n'a pas barguigné pour le ratifier. L'Union européenne se construit ainsi, dans l'approfondissement réitéré de la distance entre les citoyens et leurs élus.

Quoi qu'il en soit, bien que malvenues, les institutions sont maintenant en place. Elles matérialisent la force du droit et incarnent ce pouvoir nouveau, même si celui-ci est le résultat de coups de force successifs.

Mais le pouvoir n'est pas tout et cette bataille-là, essentielle, n'est pas seule à avoir été menée. Une autre l'a été, qui se poursuit au quotidien : celle de l'hégémonie. Il ne suffit pas de régner par la force du droit sur les corps, encore faut-il aussi convaincre les esprits et, mieux encore, se gagner les cœurs. Rien de mieux, en effet, que la « servitude volontaire » pour s'épargner bien des efforts et des soucis.

Cette bataille-ci est celle du pouvoir du verbe et elle est de l'ordre du discours. Il faut donc construire le discours de cette dette-là, afin qu'il soit entendu comme étant celui de LA dette. Pour être bavarde, puisqu'elle se mène par la répétition, cette bataille n'en est pas moins silencieuse, car elle se déroule

largement à notre insu. C'est ici que la référence à Michel Foucault est essentielle. Le discours de la dette comme « formation discursive » spécifique est, en effet, désormais constitué. Par sa répétition, rapport après rapport, article de presse après article de presse, commentaire d'expert télévisuel après commentaire, il voudrait s'installer comme donné à notre sens commun. C'est pourquoi il fallait, avant tout, le rendre ...

Dans cette distance retrouvée à un discours qui plutôt que de se donner apparaît ainsi pour ce qu'il est : nous être donné, peut alors s'engager sans malentendu excessif le travail qu'il autorise et que sans cela il enjoindrait, celui de la mesure.

Chapitre 1. De quoi la dette est-elle le nom ?

1.1. De quoi parle-t-on ?

La notion de dette publique est aujourd'hui totalement assimilée à celle de dette « maastrichtienne » (*cf.* Encadré 1), qui a été imposée il y a un quart de siècle par les institutions européennes et, on s'en souvient, alors acceptée (de justesse) par référendum dans notre pays : une dette brute, dont nulle créance n'est défalquée.

Un peu comme si, s'agissant d'une entreprise, on ne considérait que son seul endettement, sans mettre en regard ni l'argent qu'elle détient dans ses caisses et ses comptes bancaires, ni les créances commerciales sur ses clients, ni les actifs qu'elle peut posséder : actions d'autres entreprises, titres d'État nécessaires pour couvrir ses opérations de change, ni même, enfin, les biens matériels (stocks, immobilier...) ou immatériels (licences, brevets) dont elle est propriétaire.

Ce critère est pourtant celui auquel les institutions européennes ont réussi à nous assujettir.

Encadré 1 - Surveiller et punir : la dette publique et le traité de Maastricht

Conformément au règlement du Conseil de l'Union européenne du 22 novembre 1993, relatif à l'application du protocole sur la procédure concernant les déficits excessifs annexé au traité instituant la Communauté européenne, comme tous ses partenaires, la France est tenue de notifier chaque année à l'Union européenne le déficit et la dette des administrations publiques exprimés en points de PIB.

De surcroît, le règlement du Conseil du 28 juin 2004 concernant l'élaboration et la transmission de données sur la dette publique trimestrielle ajoute à cette exigence la publication de données à périodicité trimestrielle. En pratique, ces indicateurs sont établis par l'Insee et transmis à l'organisme européen de statistiques Eurostat. Fondées sur des sources comptables moins complètes que les comptes annuels, les montants de dette trimestrielle peuvent être révisés plusieurs trimestres de suite. À la date de rédaction de ce livre, les dernières données trimestrielles publiées sont celles relatives au deuxième trimestre 2017.

Les données de dette publiées par l'Insee sont déclinées selon les quatre sous-secteurs de la comptabilité nationale – État, organismes divers d'administration centrale (Odac), administrations publiques locales (Apul) et administrations de sécurité sociale (Asso) – et consolidées au niveau de l'ensemble des administrations publiques, la consolidation consistant à exclure de la valeur de la dette les éléments de passif d'une administration détenus par une autre administration.

En comptabilité nationale, la dette des administrations publiques est déclinée selon deux concepts :

- la dette brute, dont on ne soustrait pas les actifs financiers que détiennent les administrations publiques.
- la dette nette, qui déduit de la dette brute les actifs financiers présentant un fort degré de liquidité, à savoir la trésorerie, les placements à court terme, mais également les actifs exigibles, tels que les crédits et les titres de créances négociables que les administrations publiques détiennent sur des acteurs privés. Conformément aux référentiels comptables en vigueur, ces instruments financiers sont évalués à leur valeur de marché.

Les administrations publiques possèdent par ailleurs d'autres formes d'actifs financiers liquides qui, en raison de leur volatilité, n'entrent pas dans le périmètre de la dette publique nette calculée par l'Insee. Il s'agit des actions d'entreprises cotées et des titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPC).

Seule la dette brute, dite aussi dette au sens de Maastricht, est placée sous surveillance institutionnelle européenne

Il s'en faut pourtant de beaucoup, on le verra, pour que cette vision restrictive, qui ne se préoccupe donc que de la seule dette brute, hors de tout décompte des actifs détenus et des créances possédées, hors aussi de tout examen des possesseurs des titres concernés, doive être l'unique agrégat

comptable auquel se référer. Mais qu'elle ait pu ainsi s'imposer et tout recouvrir est à soi seul révélateur, symptomatique, précisément. Pour comprendre comment cet impérialisme conceptuel a pu s'accomplir, il faut faire le détour par son histoire, qui seule permettra d'identifier le moment de la rupture par laquelle il s'inaugure. C'est là, à proprement parler, travail d'archéologue.

Et, pour entamer cette étape, d'abord rappeler que parler de la dette (publique) n'a absolument pas la même signification aujourd'hui qu'hier. Certes, et c'est bien sûr le plus apparent, le montant de la dette actuelle est bien loin de ce qu'il pouvait être hier : en 1974, la dette française était de 14,5% du PIB, fin 2017 elle est de 99,2% (graphique 1, page 19).

Ce n'est toutefois pas ici affaire de quantité mais de bien autre chose : une transformation radicale de la réalité comme, on le verra, de la façon de la penser et de l'exprimer. Un changement, en somme, de cet « ordre muet », de cet *épistémè* – ce socle épistémologique – dont parlait M. Foucault⁹.

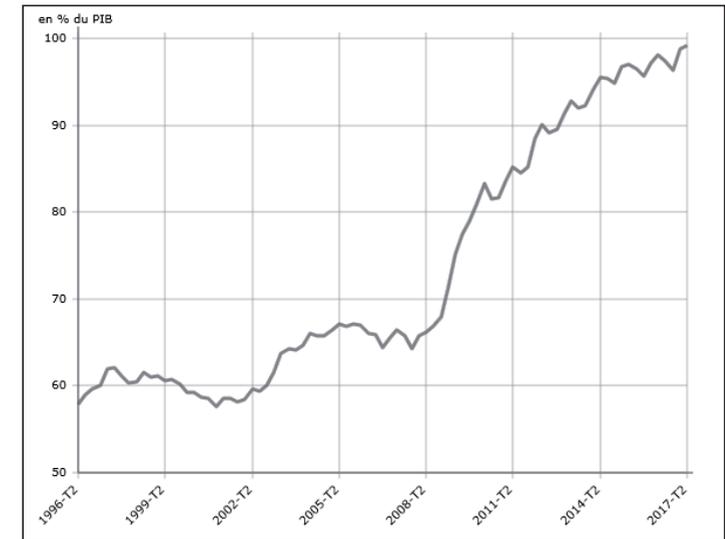
1.2. Esquisse d'une archéologie du discours de la dette : au départ, 1973, ou 1993 ?

Car, entre-temps, la financiarisation est passée par là. Autres temps, autres mœurs : ce qui importe ici, d'abord, n'est pas tant que la dette soit grande ou petite, mais qu'elle soit faite au péril « des marchés ».

La financiarisation se définit couramment comme le développement relatif du système financier par rapport au point de référence de l'économie

9. M. Foucault, *Les mots et les choses*, NRF, Gallimard, 1971.

Graphique 1 - Dette des administrations publiques au sens de Maastricht au deuxième trimestre 2017



Note : données révisées ; au quatrième trimestre, le produit intérieur brut (PIB) utilisé pour exprimer la dette en points de PIB est le PIB annuel en données brutes. Cette mesure n'a pas de strict équivalent en cours d'année où elle est approximée par le cumul du PIB trimestriel en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables (CVS-CJO) sur les quatre derniers trimestres connus. Champ : France
Source : Insee, *comptes nationaux trimestriels - base 2010*.

réelle. Par système financier on entend « l'ensemble des institutions et organisations opérant ou permettant, directement ou indirectement, les transactions portant sur des actifs monétaires ou financiers – par opposition à l'économie réelle qui concerne les transactions portant sur des biens ou des services »¹⁰. Elle se caractérise par un véritable changement d'échelle

10. J'emprunte cette définition à un rapport remarquable : O. Favereau, *L'impact de la financiarisation de l'économie sur les entreprises et plus particulièrement sur les relations de travail*, Bureau International du travail.

de la sphère financière au regard de l'économie réelle supposée la supporter¹¹.

La dette est, en effet, désormais contractée auprès des seuls « marchés financiers ». Hier, elle l'était, essentiellement auprès de la banque centrale ; soit que cela se fasse directement, par des « avances » au Trésor, gratuites ou aux taux du marché monétaire (l'escompte), soit, indirectement, par le rachat sur le marché (le réescompte) de titres émis par le Trésor public (*cf.* Encadré 2).

Ce point mérite précision, car il est très souvent affirmé, y compris sous les meilleures plumes, que la loi de 1973, la loi « Pompidou-Giscard », pour certains la « loi Rothschild », du nom de la banque où G. Pompidou avait été fondé de pouvoir, aurait interdit le recours aux concours de la Banque de France (BdF) et serait ainsi venue dès cette époque engager la première étape de la soumission des États aux marchés. Or, il faut l'affirmer clairement : il n'en est rien, car ces pratiques ont perduré jusqu'au moment où les dispositions du traité de Maastricht sont venues les interdire. S'il faut rendre à César ce qui appartient à César, alors, il faut rendre à l'Europe ce qui lui revient à elle et à elle seule : c'est par elle, rien que par elle, que la financiarisation de l'endettement public est passée. Maastricht n'est pas une étape dans une évolution linéaire qui lui aurait préexisté ; c'est le point de départ d'une nouvelle époque.

11. La littérature sur le sujet est aujourd'hui surabondante. Outre le travail d'O. Favereau, je me bornerai ici à mentionner F. Morin, *L'hydre mondiale*, Lux éditeur, 2015 et *L'économie politique du XXI^e siècle*, même éditeur, 2017, et Auvray, Tristan, Dallery, Thomas, & Rigot, Sandra, 2016, *L'entreprise liquidée : la finance contre l'investissement*, Michalon éditeur, Paris. J'y ajouterai les ouvrages de F. Chesnais et en particulier *La mondialisation financière : genèse, coût et enjeux*, Syros.

Encadré 2 : La loi n° 73-7 du 3 janvier 1973 sur la Banque de France n'a pas interdit les concours de la Banque de France au Trésor

Depuis 1958, la comptabilité de la Banque de France distinguait deux types de concours directs à l'État : les concours directs intervenus avant la proclamation de la cinquième République étaient regroupés sous une ligne intitulée « Prêts », en voie progressive d'extinction. Les concours intervenus après 1958, supposés avoir un caractère provisoire et être assimilables à une autorisation de découvert étaient regroupés sous une ligne d'« Avances » et régis par une convention conclue en 1958 entre le Trésor et la Banque de France. La Banque de France apportait par ailleurs un concours de type quasi commercial, en acceptant la présentation par le Trésor à l'escompte de titres de sociétés fiscalement redevables.

La réforme de 1973 visait à simplifier ce schéma, en faisant des « avances » le procédé normal de financement. Les conditions dans lesquelles celles-ci allaient être obtenues devant être organisées par une convention. À la mise en place de la convention, fin 1973, il est alors convenu que le Trésor pouvait disposer d'un droit de tirage dont le montant est fixé : 10,5 milliards de francs prêtés à taux nul (de l'ordre de 5 % du budget annuel de l'État) et un droit complémentaire de 10 milliards à taux d'intérêt symbolique, indexé en fonction des réserves publiques de change. Ces avances à taux d'intérêt remplaçaient l'escompte par la Banque de France des obligations cautionnées et des prêts à la construction de la Caisse des Dépôts, qui étaient auparavant utilisés par le Trésor pour son

financement direct sans que cela soit comptabilisé comme un « concours au Trésor ». Ce remplacement explique pourquoi cette partie des avances s'est faite à un taux d'intérêt positif (de même que l'escompte auparavant). Il explique également le montant choisi de dix milliards, qui correspond au maximum d'usage que le Trésor utilisait en cas de crise auparavant.

Le projet de loi était donc là pour mettre de l'ordre, non pour bouleverser les modalités de financement du déficit de l'État. Un amendement parlementaire est toutefois venu quelque peu modifier cet agencement. Voté, il est devenu, l'article 25 de la loi, qui interdit au Trésor d'« être présentateur de ses propres effets à l'escompte de la Banque de France ». C'est la mise en avant de cette disposition qui vaut à la loi de 1973 d'être présentée comme le point de départ de la transformation néolibérale des conditions d'emprunt de l'État.

Il n'en est rien. Car, si la Banque de France ne peut effectivement plus depuis lors acheter des titres directement à l'État, rien cependant ne lui interdisait d'intervenir sur le marché secondaire et de racheter des titres qui y ont été émis par l'État (le réescompte). C'était et cela resta même une méthode classique de soutien au Trésor. En effet, un décret du 17 juin 1938 a autorisé l'introduction en France de cette technique, dite d'*open market*. Ces achats de titres sur le marché secondaire étaient donc légaux avant 1973, ils le sont demeurés après. Ils ont d'ailleurs continué à être pratiqués de façon banale par l'établissement. Ainsi, en 1976, les Bons du Trésor détenus à ce titre par la Banque de France ont atteint un montant de 18 milliards de francs, qu'on peut mettre en parallèle avec les 26,3

milliards de Francs, alors avancés au titre de la convention de 1973.

Il faut attendre le traité de Maastricht pour que ces pratiques soient interdites.

En effet, les dispositions de la loi de 1973 ont été abrogées par l'article 35 de la loi n°93-980 du 4 août 1993, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, prise en application du Traité de Maastricht. L'abrogation a pris effet à la date d'installation des nouveaux organes de l'institution, soit au plus tard le 1er janvier 1994. Depuis la mise en application du Traité de Maastricht, la BdF ne peut donc plus d'elle-même intervenir, ni directement, ni indirectement.

Car c'est bien l'article 104 du Traité de Maastricht, retranscrit depuis lors dans l'article 123 du Traité de Lisbonne, et lui seul qui a bloqué toute possibilité de financement de l'État par la Banque de France. La simplicité et la brutalité de son texte sur le fond : INTERDIRE, sont les meilleurs gages de sa redoutable efficacité :

« Il est interdit à la BCE et aux banques centrales des États-membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions ou organes de la Communauté, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États-membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la BCE ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite. »

Il était intellectuellement concevable et il aurait été politiquement naturel que la Banque centrale européenne (BCE) vienne prendre la place ainsi laissée vacante par les banques centrales nationales. La BCE aurait alors été le financeur en dernière instance et les modalités classiques de financement des États auraient ainsi pu perdurer ; simplement, ce qui se faisait naguère au niveau national par l'intermédiaire des banques centrales de chacun des pays, aurait été transféré au niveau européen. Avec de telles dispositions, le sort de la Grèce, pour ne parler que de cela, en aurait été complètement changé.

Cela n'a pas été voulu : la BCE et les banques centrales nationales prêtent aux banques, qui, éventuellement, prêtent aux États, comme elles le font avec les entreprises, point final. De ce point de vue, de leur point de vue, le « site France » n'est en définitive qu'une entreprise parmi d'autres et est traitée comme telle : une promesse de profit, ou un risque de défaut.

Cela marque une rupture. En effet, les missions qui ont été allouées à la BCE ne sont en rien la reprise des missions traditionnelles des banques centrales. Ces missions ont été définies par l'article 105 du Traité de Maastricht, désormais article 127 du traité de Lisbonne :

« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé SEBC, est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice à l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne ... ».

Quant à cet article 3 auquel il est fait référence, il précise que « l'Union œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement ».

La BCE, et les banques centrales nationales qui, avec elle, forment le « système européen des banques centrales » (SEBC), ont donc deux objectifs. Le premier, « le principal », est celui de stabilité des prix, dont aucune quantification précise n'a jamais été faite cependant dans les traités. La BCE l'a interprété en énonçant qu'elle ciblerait « une inflation inférieure mais proche de 2 % à moyen terme ». Le second est subsidiaire et ne ressortit pas de l'initiative de la BCE. Si l'objectif de croissance ou d'emploi n'est formellement pas délaissé, il est tout d'abord de la responsabilité des autres instances de l'Union, non de la sienne propre ; enfin, pour elle, cet éventuel objectif est strictement subordonné à celui de stabilité des prix. Bref, c'est du pur *window dressing*, du pipeau. Là encore, il aurait pu en aller autrement, comme c'est par exemple le cas de la FED, la banque centrale des États-Unis, dont le mandat est dual et non hiérarchisé et pour laquelle la lutte contre l'inflation et le soutien à la croissance et à l'emploi sont deux objectifs mis sur un pied d'égalité. Cela non plus n'a pas été voulu. Décidément !!

C'est donc bien le Traité de Maastricht qui, à travers ces deux articles qui définissent le rôle de la BCE et du SEBC, a introduit, organisé et imposé ce

nouveau régime de financement à l'ensemble des États-membres.

Cela entraîne deux conséquences principales :

- les banques ont le monopole de la création de monnaie, via le crédit aux entreprises et aux ménages, et désormais à l'État et aux autres institutions publiques, alors qu'auparavant la Banque Centrale y concourait elle aussi, via les financements accordés à l'État ;
- les administrations publiques ne peuvent plus emprunter que sur les marchés obligataires, alors qu'auparavant l'État bénéficiait d'avances sur lesquelles il ne payait, soit aucun intérêt, soit le taux d'escompte ou de réescompte, qui étaient des taux administrés et non des taux de marché.

Encadré 3 : Du traité de Rome au TSCG, petit rappel sommaire des traités européens¹²

De 1957 à 1986, l'installation et le développement du Marché commun

Lorsqu'elle est instituée par le traité de Rome de 1957, la Communauté économique européenne se fixe un objectif politique, « établir les fondements d'une union sans cesse plus étroite entre les peuples européens ». Elle prévoit la mise en place

12. Cet encadré reprend les analyses qui ont été développées dans un ouvrage collectif auquel j'ai contribué : « Que faire de l'Europe ; désobéir pour reconstruire », Fondation Copernic, 2014. Le chapitre 1, « De continuités en ruptures, la longue marche du libéralisme », auquel j'emprunte l'essentiel de l'encadré, doit beaucoup à la plume de P. Khalifa. La temporalité ici retenue m'est toutefois partiellement propre.

d'un marché commun, d'une union douanière et de politiques communes. L'union douanière se fait avec un tarif douanier extérieur commun, qui taxe l'importation des produits des États non membres de la Communauté. La logique libre-échangiste contenue dans le traité de Rome s'arrête ainsi aux frontières de la Communauté. Le Marché commun se présentait en fait comme la mise en relation de marchés essentiellement nationaux. Le traité de Rome est indubitablement porteur d'une logique libérale, mais cette libéralisation est interne et passe par la suppression progressive des droits de douane entre États-membres. De surcroît, elle se fait dans un espace économique et social relativement homogène, les six pays fondateurs ayant des systèmes économiques et sociaux proches. Enfin, sont mises en œuvre des politiques publiques européennes communes, comme dans l'énergie nucléaire, les transports ou l'agriculture.

De 1986 à 1993 Le tournant de l'Acte unique et ses conséquences

L'adoption de l'Acte unique en 1986 constitue un tournant fondamental. À une cohabitation de marchés nationaux se substitue alors un marché européen unifié, régi par la libre concurrence, la libre circulation des marchandises et des capitaux entre les pays de l'Union ET avec le reste du monde. C'est à partir de cette époque que les dispositions libérales du traité de Rome prennent tout leur sens. Le droit de la concurrence, inscrit au cœur des traités, devient le droit à partir duquel se façonne alors l'Union. C'est un droit normatif, véritable droit « constitutionnel » avant la lettre, qui réduit la plupart du temps les autres textes européens à des déclarations d'intention sans portée pratique.

Depuis 1993 : La financiarisation à marche forcée

Le traité de Maastricht en 1992, institue la monnaie unique et en organise les institutions ; suivront ensuite, le traité d'Amsterdam en 1997, et la « stratégie de Lisbonne » en 2000. Enfin, après le rejet du projet de Traité constitutionnel européen (TCE) par les référendums français et néerlandais de 2005, le Traité de Lisbonne en 2007 et le Traité sur la stratégie, la coordination et la gouvernance (TSCG) de 2012 viendront parachever cet édifice institutionnel. Précisons que, pour rajouter à la clarté, le traité de Lisbonne se décline lui-même en deux textes distincts : le Traité sur l'Union européenne (TUE) et le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE). Enfin, pour faire bonne mesure, on se gardera bien d'oublier les deux règlements budgétaires européens, le « règlement établissant des règles communes pour le suivi et l'évaluation des déficits excessifs dans les États-membres de la zone euro » et le « règlement relatif au renforcement de la surveillance économique et budgétaire des États-membres connaissant ou risquant de connaître de sérieuses difficultés du point de vue de leur stabilité financière au sein de la zone euro », connus sous le nom de « Two pack », dont les intitulés par eux-mêmes suffisent à indiquer le contenu.

Il faut comprendre que ces entraves sont bien réelles et se marquent jusque dans les détails de la gestion quotidienne. Pour ne prendre qu'un exemple, ainsi apprend-on au détour d'une obscure annexe budgétaire – le Rapport annuel de performance du

programme 117 Engagements financiers de l'État – que : « En application de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, qui interdit aux Banques centrales d'accorder des avances aux États-membres, le solde du compte de l'État ouvert dans les livres de la Banque de France doit être créditeur à la fin de chaque journée comptable »¹³. On ne badine vraiment pas avec la discipline de Maastricht...

Dans l'ordre juridique de l'Union, entre les marchés financiers et ses États-membres, il n'y a donc plus rien, rien que le vide et... les agences de notation. Dans la suite de Lacan, peut-être même faudrait-il dire, signe de nos tristes temps, qu'elles prétendent ainsi à la place du phallus...

C'est d'abord de cette transformation-là que vient le risque. Mais les choses ne peuvent s'arrêter ainsi, car cet ordre nouveau procède d'une injonction paradoxale : il crée le risque même qu'il craint et doit donc, en retour, le conjurer.

On parle de la dette parce que sa financiarisation implique qu'elle est à chaque instant sous le jugement suspicieux des « marchés ». Tout à leur « aversion pour le risque », ceux-ci peuvent à tout moment exprimer leur défiance à l'égard d'un état et de ses Pouvoirs publics en exigeant des taux d'intérêts exorbitants et prohibitifs. La Grèce, son gouvernement et plus encore son peuple en ont, on le sait, tout particulièrement éprouvé les effets...

13. *Rapport annuel de performance du programme 117 : Charges de la dette et trésorerie de l'État*, Annexe au projet de loi de finances pour 2017, p.6.

Ce pouvoir, ou plus exactement, puisqu'il se double d'un monopole qui leur est accordé, cet *imperium* donné aux banques n'existe que grâce à la liquidation de l'antique pouvoir monétaire, depuis toujours plus ou moins coextensif à celui du souverain. Ce que les banques ont pris, les États l'ont perdu. Novation contemporaine, novation historique absolue de ce pouvoir monétaire, l'État est aujourd'hui totalement privé.

La souveraineté de l'État est donc désormais par ce biais soumise au libre arbitre, à l'arbitraire du jugement des marchés financiers et des agences de notation. Elle ne peut ainsi plus s'exercer que dans des limites étroitement définies. Les critères de Maastricht sont là pour les borner. Ayant lâché le renard dans le poulailler, encore faut-il faire en sorte qu'il ne mange pas toutes les poules, ne serait-ce que parce que ce sont des poules aux œufs d'or. C'est pourquoi celles-ci ne peuvent être libres de leurs mouvements et doivent être protégées d'elles-mêmes et de leur comportement toujours possiblement irresponsable ! Sous tutelle des marchés, le souverain d'aujourd'hui est de surcroît, institutionnellement, en liberté conditionnelle. Les critères de Maastricht, comme ceux qui sont venus s'y superposer dans les traités successivement adoptés depuis lors ne traduisent rien d'autre que cela.

C'est là, évidemment, travail de Sisyphe et c'est bien par là que le système bogue : la souveraineté existe ou n'existe pas ; limitée ; elle finit inévitablement par échapper quelque part au contrôle et déborde toute tutelle. La véritable frénésie institutionnelle qui a saisi l'Union pendant cette période (*cf.* Encadré 3) est sans doute la meilleure démons-

tration que l'on puisse en apporter. On ne s'étonnera donc guère qu'au lendemain de la crise de 2007-2008, ces bornes dérisoires aient été allègrement franchies par la plupart des pays de l'Union, comme d'ailleurs par beaucoup d'autres.

Comme chacun sait, lorsque les bornes sont franchies, il n'y a plus de limites. Impératif disciplinaire aidant, il fallut donc s'en fixer de nouvelles. Ce fut le rôle principal du traité sur la stabilité, la coordination, et la gouvernance de l'Union économique et monétaire (TSCG) de 2012 (*cf.* Encadré 4), dernier avatar en date de cette frénésie.

On n'oubliera pas, au passage, que lors de sa campagne présidentielle de 2012, le candidat qui allait être élu, F. Hollande, avait promis¹⁴ qu'il renégocierait le TSCG, il en fit même l'une de ses soixante propositions (la n°11), alors que le traité signé en février, n'était pas encore applicable, et discuterait avec les partenaires européens d'un plan de relance de l'économie de la zone. Il était, en effet, encore temps. Comme on sait, il n'en fut rien : au Conseil européen des 29 et 28 juin, moins de deux semaines après le second tour des législatives, il l'accepta tel quel. Le TSCG fut adopté au début de l'automne par le Parlement et la loi le ratifiant promulguée le 22 octobre 2012.

14. Notamment, le 11 avril dans l'émission « Des paroles et des actes ».

Encadré 4 : Quand les bornes sont franchies, il faut de nouvelles limites : le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de l'Union économique et monétaire (TSCG)¹⁵

L'exposé des motifs du TSCG explicite très clairement ce qui est en jeu : comment sauvegarder la discipline maastrichtienne alors que, au lendemain de la crise de 2007, elle craque de toutes parts. Les pays membres de ce traité intergouvernemental s'y déclarent en effet, conscients de :

« La nécessité pour les gouvernements de maintenir des finances publiques saines et soutenables et de prévenir tout déficit public excessif est d'une importance essentielle [...] de la nécessité de faire en sorte que leur déficit public ne dépasse pas 3% de leur produit intérieur brut ET que leur dette publique ne dépasse pas 60% de leur PIB aux prix du marché, ou diminue à un rythme satisfaisant pour se rapprocher de cette valeur de référence »

En ces quelques mots, l'essentiel est dit : ce dont il s'agit est de faire revenir les pays au plus vite vers la norme initiale de 60%. Pour cela sont édictées des règles dont le texte même du TSCG nous dit et redit à satiété le caractère contraignant :

- introduction dans les systèmes juridiques nationaux de « dispositions contraignantes, permanentes et de préférence constitutionnelles », permettant de mettre en œuvre la fameuse « règle d'or » de l'article 3 du

TSCG selon laquelle « la situation budgétaire des administrations publiques d'une partie contractante est en équilibre ou en excédent »

- procédure européenne pour déficit excessif « à l'égard des États-membres dont la monnaie est l'euro et dont le rapport entre le déficit public prévu ou effectif dépasse 3% tout en renforçant considérablement l'objectif de cette procédure, qui est d'inciter et au besoin de contraindre l'État-membre à réduire le déficit éventuellement constaté »,
- « obligation pour les États-membres dont la dette publique dépasse la valeur de référence de 60% de la réduire à un rythme moyen d'un vingtième par an »

Tels sont donc les abandons de souveraineté qui ont alors été consentis. On soulignera au passage que, expériences française et néerlandaise de 2005 aidant, le TSCG est un traité intergouvernemental et non un traité modifiant les traités européens, ce qui aurait signifié prendre le risque de nouveaux référendums nationaux !

Les contraintes ainsi imposées par l'Union européenne aux États et consenties par les gouvernements et les majorités des représentations nationales au profit des banques sont, au total, considérables et sans précédent historique, du moins dans les pays de capitalisme avancé¹⁶. Elles n'ont aujourd'hui d'équi-

15. Pour une analyse complète et très pédagogique du TSCG, le livre de P. Le Hyaric : « L'Europe des peuples nous appelle ! », Éditions de l'Humanité, 2012, reste à mes yeux une référence incontournable.

16. Car on aura garde de ne pas oublier que les pays du « Sud » ont, eux, été les victimes de la politique dite « d'ajustement structurel » qui leur a été imposée dans les années 80 du siècle précédent par l'entremise du FMI. Si ces politiques sont d'inspiration identique, ce qui est nouveau c'est, d'une part, le lieu : l'Union européenne, et

valent nulle part ailleurs dans le monde. La situation qui prévaut dans l'Union européenne est ainsi tout à la fois la pointe avancée de l'*imperium* des marchés financiers sur les États, un laboratoire pour ses pratiques, comme le lieu d'élaboration du discours qui lui correspond.

1.3. D'où parle-t-on ? Le discours de la dette : la voix – la voie – de la servitude volontaire

Comme l'indique sans fard le site officiel de la Commission, Europa, sous l'intitulé « Procédure de déficit excessif », : « Entre 2011 et 2013, l'UE a introduit des règles plus strictes pour contrôler de plus près les dettes et déficits publics et veiller ainsi à ce que les États-membres ne vivent pas au-dessus de leurs moyens ».

Ah les braves gens, quelle bienveillance ! Que des personnages aussi considérables que les commissaires européens, et notamment aujourd'hui P. Moscovici, commissaire européen aux Affaires économiques et financières, actuellement en charge de ces sujets, consentent à distraire une part de leur temps pour « veiller » à ce que les États-membres « ne vivent pas au-dessus de leurs moyens », ne peut évidemment que nous émouvoir ! Pas sûr, toutefois, que le communicant qui a trouvé ou retranscrit cette formule ait eu pleinement conscience dans quoi l'Union européenne s'engageait ainsi ...

D'abord, parce que « ne pas vivre au-dessus de ses moyens », ne pas s'endetter, c'est inévitablement

■ la forme : une discipline consentie en interne et non imposée de l'extérieur.

forcer l'allusion au bon sens bourgeois, qui veut que l'on vive « selon sa condition » et fait de la gestion de « bon père de famille » le point central de toute économie. Mais dans cette famille-là, les États-membres sont des fils prodigues potentiels, et l'Union européenne, et avec elle la Commission qui l'incarne, l'autorité qui « veille » à ce que les inévitables débordements demeurent dans les bornes que la prudence et la vigilance des commissaires permettront de juger acceptables. La Commission se glisse ainsi subrepticement dans la peau du père (des peuples ?) pour mieux faire accepter sa loi. De faire consentir à l'autorité paternelle qu'elle n'est pas. De faire, en somme et pour parler comme La Boétie, consentir à une servitude volontaire.

Cette métaphore organiciste, qui fait des nations des familles, des peuples des enfants et de leurs dirigeants des pères putatifs ne fait que réactiver un grand classique réactionnaire qui n'a pas grand-chose à voir avec la démocratie. Elle voudrait, de surcroît, faire prendre des vessies pour des lanternes. Car la bienveillance paternelle qu'elle affiche sur le site de la Commission à l'attention du grand public n'est pas vraiment à l'ordre du jour ! Les textes des traités, mais encore faut-il les lire, parlent, eux, de « nécessité », de « dispositifs contraignants », « d'inciter et, au besoin de contraindre », voire « d'obligation » de réduire la dette selon un rythme imposé (cf. Encadré 4)...

Il y a donc tromperie sur le pacte, qui n'est familial que par une métaphore fallacieuse, comme sur la loi, qui n'est en rien celle du Père, mais a tout à voir avec un fantasme proprement sadique. Celui d'une contrainte que l'on impose, et serait donc subie, mais

que l'on voudrait pourtant attendue, sans révolte donc, et si possible même reconnaissante envers le persécuteur, ainsi délié de toute culpabilité. C'est d'ailleurs en cela que sadisme il y a !

Ce cadre est désormais tellement intériorisé, qu'il apparaît même à certains qu'il faille surenchérisse dans la contrainte disciplinaire voulue par les institutions européennes, en segmentant encore plus étroitement la dépense publique. Pour cela, il est proposé de resserrer la contrainte en mettant des cloisons étanches au sein des dépenses publiques ; chacun des sous-périmètres, et non plus l'ensemble considéré dans sa globalité, étant alors soumis aux impératifs d'équilibre de l'article 3 du TSCG. Ainsi, la Cour des comptes vient-elle de proposer : « L'interdiction par un texte de niveau organique d'un portage par l'Accos¹⁷ de tout déficit d'origine structurelle (qui) constituerait un levier majeur pour prévenir l'installation de déficits autres que ceux liés à la dégradation du cycle économique. Ces derniers devraient être pour leur part supportés par des dispositifs spécifiques de lissage des variations conjoncturelles de recettes.¹⁸ »

O. Favereau a récemment montré¹⁹ de manière magistrale les articulations qui existent entre l'installation de la financiarisation, la transformation corrélative des pratiques dans l'entreprise et le discours managérial qui y est tenu. Il a, en particulier,

17. L'Accos est en quelque sorte la banque de la sécurité sociale : elle collecte les cotisations, les répartit entre les branches et assure le financement partiel des déficits en recourant à l'endettement.

18. Rapport sur la sécurité sociale, Cour des comptes, septembre 2017, p.16.

19. O. Favereau, *op.cit.*

été conduit à faire de la systématisation, de l'individualisation et de l'universalisation de l'évaluation par les nombres, l'un des traits caractéristiques, sinon le trait majeur, des pratiques et des discours qui accompagnent la financiarisation.

Ce qu'il constate est simple : « On peut résumer la tendance de fond en une phrase : la financiarisation engendre une soif quasiment inextinguible d'évaluation numérique, une véritable addiction à ce type d'évaluation »²⁰.

Avec les règles maastrichtiennes de l'UE, nous y sommes. En plein !

- *Reporting* trimestriel : les États doivent fournir chaque trimestre à la Commission les chiffres de la dette selon un formulaire pré formaté.
- Entretien annuel d'évaluation : les États doivent transmettre chaque année à la Commission un « état des perspectives des finances publiques » sur lequel ils doivent s'expliquer. En particulier, pour rendre compte des trajectoires temporelles proposées, qui doivent leur permettre de réintégrer le giron maastrichtien sur le déficit (pas plus de 3%) et sur la dette (revenir à 60%) selon un chemin déterminé dans son principe (réduire d'au moins un vingtième par an la dette quand elle dépasse la borne des 60%). Il se prolonge par des engagements pris dans la « loi de programmation des finances publiques », qui stipule pour

20. *Ibid.*, p.50

l'avenir et sert ainsi de base d'évaluation l'année suivante.

- Mise en place d'un contrôle interne de gestion : c'est, en France, la mission du Haut conseil des finances publiques. Placé auprès de la Cour des comptes, cet organisme a été créé par la loi organique du 17 décembre 2012 « relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques », qui met en musique la « constitutionnalisation » en droit français du cadre créé par le TSCG. Il est chargé « d'apprécier le réalisme des prévisions macroéconomiques associées aux textes financiers et la cohérence de la trajectoire de finances publiques avec les engagements européens de la France ».

Placée sous l'empire de la financiarisation, la vision qui préside au suivi maastrichtien est ainsi très directement le pur décalque de la gouvernance par les nombres chère à la « *corporate governance* », au gouvernement des actionnaires, c'est-à-dire des banques et des marchés financiers. Elle applique sans transposition aux États, les pratiques propres aux entreprises financiarisées.

Aveugle, elle ne se soucie en rien des lendemains, les dynamiques économiques, d'investissement, ou à visée contra-cyclique, que peut porter l'endettement public. Qu'elle soit strictement comptable et vise à sanctionner tout écart à une norme quantitative apparemment objective : les fameuses règles du « pas plus de 60% du PIB », pour la dette, et du « pas plus de 3% du PIB », pour le déficit public, ne fait que masquer son

arbitraire : les 60%, pas plus que les 3%, n'ont pas, n'ont jamais eu, le moindre sens, ni économique, ni financier. Elle n'en dissimule que plus efficacement son caractère moral et punitif.

1.4. Le socle silencieux : la concurrence fiscale et l'érosion des ressources publiques

Car ne pas « vivre au-dessus de ses moyens », c'est prendre « les moyens », les ressources, comme le donné de départ : les ressources sont fixées, les objectifs, les dépenses, doivent s'ajuster en conséquence. Aucun principe d'efficacité ou d'économicité dans tout cela, aucune place non plus pour le politique : l'impératif est aveugle et purement et complètement comptable. Dans sa paisible évidence, cette maxime bourgeoise qui retranscrit de façon bonasse l'article 3 du TSCG (*cf.* Encadré 4) est d'abord une norme et un impératif.

Elle vient, au passage, mettre cul par-dessus tête cette autre maxime qui veut faire en sorte qu'il en aille « de chacun selon ses moyens à chacun selon ses besoins ». Qui tout à la fois désigne la position politique qui vise à construire une société socialiste et une action publique redistributive offrant prestations sociales et services collectifs hors de tout calcul marchand. En ce sens, cette proposition de l'UE se reconnaît donc clairement et sans appel de droite. Mais surtout, de par son principe même, elle vient en contradiction avec ce qui est (était ?) au fondement de l'État social, et en premier lieu de nos systèmes de protection sociale. Peu de chances donc que son application les conforte ; pas d'étonnement excessif non plus qu'elle vienne les mettre en péril...

Au-delà de ces premières considérations qui tiennent aux principes, cette formule ne parle que des dépenses et passe sous silence les ressources. Elle vient ainsi oblitérer, occulter, dénier, à moins que ce ne soit forclore, la réalité qui lui sert de toile de fond : l'érosion continue des ressources publiques. Celle-ci, dont on ne parle donc pas, en est le blanc, le vide. En cela, elle en est aussi son point zéro, son véritable point de départ, méthodologique celui-ci et non plus chronologique.

La réalité de cette érosion est parfaitement documentée et j'ai moi-même, comme beaucoup d'autres, eu suffisamment, – et depuis longtemps –, l'occasion d'y insister pour ne pas y revenir longuement ici. Qu'il me suffise donc de rappeler ce que j'écrivais en 2012²¹, analyse qu'au lendemain de la quasi suppression de l'impôt sur la fortune et de celle programmée de la taxe d'habitation je n'ai évidemment pas la moindre raison de modifier : « la régression de la fiscalité d'État est ainsi l'une de sources principales de l'endettement public. Appauvri, l'État doit donc soit dépenser moins, soit s'endetter »²² La suite s'en déduit aisément : en fermant la porte de l'endettement, l'Union européenne n'en laisse qu'une seule ouverte : la remise en cause de la dépense.

Qu'il me soit enfin permis ici de souligner la convergence de toutes les analyses sur ce point, car je n'y reviendrai plus par la suite. En 2010, l'es-

21. J.M. Harribey, P. Khalfa, Ch. Marty, G. Étievant, N. Holcblat, M. Husson A. Lipietz et J. Rigaudiat, *Changer vraiment ! Quelles politiques économiques de gauche*, Fondation Copernic, juin 2012.

22. *Op. cit.* p. 25

sentiel est ainsi résumé par le Rapport Champsaur-Cotis²³ :

« En l'absence de baisses de prélèvements, la dette publique serait environ 20 points de PIB plus faible aujourd'hui qu'elle ne l'est en réalité, générant ainsi une économie annuelle de charges d'intérêt de 0,5 point de PIB [...] en dix ans 400 milliards de recettes fiscales perdues »

Rappelons que ce rapport avait été commandé à ces deux personnalités, l'un, ancien, et l'autre, alors directeur général de l'Insee, notre Institut national de la statistique, par une lettre de mission du Président de la République de l'époque, N. Sarkozy, afin de préparer les travaux de la « conférence sur les déficits publics », chargée de préparer les voies de la discipline nouvelle qu'allait introduire le TSCG, alors encore en préparation.

Rappelons, enfin, ce qu'écrivait de son côté G. Carrez, député de droite et rapporteur du budget devant la Commission des finances de l'Assemblée Nationale, à l'occasion du débat budgétaire de 2010 : qu'en l'absence de cadeaux fiscaux le déficit budgétaire aurait été de 3,3% en 2009, au lieu de de 7,5%, et que la France aurait même connu un léger excédent budgétaire en 2006, 2007 et 2008 ...

Compilant moi-même les trois rapports du Conseil des prélèvements obligatoires ayant trait au sujet de la fraude et de l'évasion fiscales²⁴, j'ai

23. P. Champsaur, J.P. Cotis, *Rapport sur la situation des finances publiques, Rapport au Président de la République*, avril 2010,

24. « La fraude aux prélèvements obligatoires », mars 2007 ; « « Les prélèvements des entreprises dans une économie globalisée », octobre 2009 ; « Entreprises et niches fiscales et sociales », octobre

alors estimé que « les montants financiers concernés par une remise en ordre de la fiscalité sont, *a priori*, vraiment considérables : de l'ordre de 250 à 260 Md€, soit 13% du PIB²⁵».

Ce montant, qui est une estimation approximative, qui vaut pour les années autour de 2010, reprend l'ensemble des éléments qui contribuent à affaiblir les ressources de l'État. Il y a d'abord les niches fiscales à l'existence officiellement reconnue, dont le montant figure en annexe au projet de loi de finances ; il y a ensuite les niches fiscales masquées car « déclassées », au motif que leur ancienneté les fait considérer comme des modalités particulières de l'impôt et lui sont en conséquence intégrées. Il y a ensuite les niches sociales, bien sûr les exonérations de cotisations qui sont bien connues et ont connu un succès explosif avec le CICE cher à F. Hollande²⁶, mais aussi les exemptions d'assiette²⁷. Il y a enfin la fraude fiscale et sociale.

2010. Le Conseil des prélèvements obligatoires est un organisme d'études placé auprès de la Cour des comptes. Ses rapports sont en ligne sur le site de la Cour.

25. Op. cit., p. 28.

26. Et dont le montant, 11,5 Md€ en 2013, 20 Md€ chaque année depuis lors, n'est pas repris dans le tableau 1, car il est intervenu après 2012.

27. Titres restaurant, CESU, chèques vacances, protection sociale complémentaire ... sur lesquels aucune cotisation n'est prélevée.

Tableau 1 Une estimation des diverses pertes annuelles de recettes fiscales et sociales

En Md€	Coût
Niches fiscales reconnues	74,8
Niches fiscales déclassées	76
Niches sociales	68,7
Fraude fiscale	20,5 à 25,6
Fraude sociale	8,4 à 14,6
TOTAL	248,7 à 259,

Source : *Rapports du CPO*

Résumons l'essentiel de tout cela, qui s'additionne : récupérer ne serait-ce que le 1/3, soit quatre mois de leur coût annuel, du coût de la fraude, de l'évasion fiscale et sociale et des différentes niches suffirait à couvrir le déficit annuel de toutes les administrations publiques... Aller au-delà, c'est-à-dire lutter avec efficacité contre ces fléaux, ce serait tout à la fois rééquilibrer les comptes et avoir les moyens de rembourser la totalité de la dette en moins de 25 ans, soit une génération ! Ce « fardeau » de la dette que l'on nous reproche de faire porter sur les générations suivantes aurait alors disparu.

Cette situation, on le sait, n'est pas propre à la France. Elle est générale dans l'Union européenne, qui organise la concurrence fiscale systématique entre les États, et dont les récents *paradise leaks* viennent de rappeler à ceux qui l'auraient oublié, ou jamais su, combien l'Irlande ou les Pays-Bas, voire la Belgique, et pas seulement le Luxembourg, Malte ou la Suisse, y contribuent activement. Cette qualification de « concurrence » est d'ailleurs en question en ce qu'elle peut emporter de négatif ; la presse économique et les

certain experts ont plutôt désormais coutume de la positiver en utilisant une tout autre dénomination, celle de compétitivité fiscale²⁸. La bataille du discours est vraiment une bataille permanente...

Dans cette période de financiarisation, cette concurrence est même quasi universelle dans les pays développés. La récente réforme fiscale voulue et engagée par D. Trump est là pour nous le rappeler, qui vise à baisser le taux de l'impôt sur les sociétés de 35% à 20%. Cette baisse qui ravit Wall street²⁹ inquiète par contre à Bruxelles, car « les mesures prises par les États-Unis risquent aussi de déclencher une guerre fiscale en Europe »³⁰. Elle inquiète non moins à Paris, où il est prévu de réduire de 30% à 25% le taux de l'impôt sur les sociétés d'ici à 2022 pour donc améliorer notre compétitivité fiscale.... Cette spirale est sans fin.

Toutes ces raisons renvoient non à la seule (mauvaise) volonté de gouvernants, mais bien au mode de fonctionnement même de la financiarisation, dont l'attrition de la fiscalité est l'un des pivots essentiels. C'est pourquoi la reconquête fis-

28. Par exemple, une étude d'un cabinet d'expertise économique, le Xerfi, publiée sous la dénomination de « Compétitivité fiscale de la France : où en est-on ? ». Au moment de sa parution elle a fait les choux gras de la presse économique, des *Échos* à *Challenges* qui dans son édition du 25 septembre 2013 a cru bon de titrer ; « Fiscalité : La France est le moins compétitif des pays européens ». Mais on pourrait tout aussi bien citer l'Institut Montaigne, comme, bien sûr, l'Ifrap qui sous la plume de sa directrice, Mme Benassy-Quéré, a publié une étude intitulée « Une fiscalité compétitive dans un monde concurrentiel ».

29. « Wall street jubile en attendant la réforme fiscale », titre *Le Monde* du samedi 9 décembre 2017

30. *Le Monde* du 7 décembre 2017, dans son supplément « Éco&Entreprise », p. 4.

cale n'est en rien un combat anodin, qu'une nation pourrait, seule, aisément mener.

« Ne pas vivre au-dessus de ses moyens », de cette maxime héroïque, l'érosion des ressources publiques est donc le socle, impavide et silencieux mais, de ce fait même, omniprésent, du discours de la dette.

Cet état de droit-là, que l'on vient de décrire et de rappeler l'histoire comme le moment où il a fait irruption, est le cadre général qui nous est désormais imposé. En cela, il représente une mutation considérable et quasiment silencieuse de nos institutions. Il acte, en effet, l'avènement d'un type institutionnel à maints égards nouveau : une démocratie représentative nationale amputée de sa pleine souveraineté économique sur la sphère publique³¹.

L'endettement n'est donc ainsi mis en avant que pour mieux être dénoncé. Il est le résultat déplorable d'une imprévoyance prolongée, de l'accumulation des déficits, la triste note de frais que nous laisserons en héritage à nos enfants ; le signe de notre culpabilité. La contrainte d'équilibre comptable de nos institutions publiques, qu'impose l'article 3 du TSCG, se veut, en somme, signe de vertu et le montant de la dette est à strictement parler la mesure des efforts et de la peine auxquels il nous faut consentir à être assujettis. C'est cette mesure-là que nous allons maintenant examiner.

31. Qui vient ainsi compléter le dessaisissement de la puissance publique par le développement des « autorités administratives indépendantes », dotées de pouvoirs institutionnels, dont l'activité est hors de tout contrôle et de toute sanction démocratiques.

Chapitre 2. De quoi la dette est-elle la mesure ?

2.1. Des infortunes de la vertu et de la prospérité du vice : vers les 100%

« Le déficit public a diminué en 2016 de 0,2 point du Produit intérieur brut (PIB) pour s'établir à 3,4 points de PIB. Ce repli du déficit est plus modéré que la diminution, déjà peu importante, de 0,3 point par an en moyenne constatée sur la période 2011-2016. L'amélioration résulte d'une augmentation des dépenses inférieure à celle du PIB, pour une part imputable à des facteurs exceptionnels, et notamment à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt. La dette publique a encore augmenté en 2016, atteignant 96,3 points de PIB. Elle s'est accrue de 32 points par rapport à 2007, et de 11 points par rapport à 2011 »³².

C'est ainsi que s'ouvre le dernier en date des constats de la Cour des comptes au sujet de la dette publique. Au regard des règles de Maastricht

et du TSCG réunies, la France est assurément bien loin d'être dans les clous : le déficit d'ensemble persiste, et, de surcroît, reste supérieur aux 3% prescrits par les diafoirus européens. Bref, plutôt que se réduire et s'engager vers l'horizon des 60%, l'endettement public s'accroît. S'il est aujourd'hui un horizon, c'est bien plutôt à brève échéance celui des 100%. La vertu a décidément bien du mal à se frayer un chemin...

Mais si le vice a ainsi été amené à prospérer c'est, comme l'indique la Cour des comptes, très largement sous l'effet de la crise de 2007 : 32 points de dette supplémentaire depuis lors ! Il suffit de savoir faire une soustraction : $96.3 - 32 = 64.3$. Jusque-là, comme tant d'autres, la France tangentait donc les canons de la beauté bruxelloise. C'est d'ailleurs ce que montre sans ambiguïté le graphique 1.

Le retour aux 60% de dette est quelque peu hors de portée avant longtemps. Il faudrait, en effet, en gros trouver l'équivalent de 40 points de PIB, soit de l'ordre de 900 Md€. Tout l'enjeu pour nos gouvernants est actuellement de nous faire rentrer dans les limites des 3% de déficit en 2018, et, en cet automne 2017, de convaincre Bruxelles qu'il y parviendra.

2.2. La France, mauvaise élève ?

Sauf à s'engager dans des politiques d'austérité drastique, l'explosion de la dette est donc le résultat le plus certain de la crise économique. S'il en est ainsi, c'est pour deux raisons essentielles.

La première tient au fait que les dépenses publiques représentent une dépense contracyclique : en se maintenant, elles viennent, par leur inertie, soutenir une croissance défaillante. C'est

32. La situation et les perspectives des finances publiques, audit, Cour des comptes, juin 2017, p.21.

Tableau 2. L'endettement public au sens de Maastricht

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 'T2
Déficit public (en Md€)	-105	-100	-85	-84	-79	-76	
Déficit public (en % PIB)	5,1	4,8	4,0	3,9	3,6	3,4	
Dette publique (en Md€)	1 754	1 868	1 953	2 038	2 098	2 147	2 232
Dette publique (points de PIB)	85.2	89.5	92.3	94.9	95.6	96.3	99.2
PIB en valeur (en Md€)	2 059	2 087	2 115	2 148	2 194	2 229	
Croissance du PIB en volume (en %)	2.1	0.2	0.6	0.9	1.1	1.2	

Source : Cour des comptes, *Situation et perspectives des finances publiques, juin 2017, et, pour T2 2017, Insee, Informations rapides N°258, 29 septembre 2017*

tout particulièrement vrai des administrations de sécurité sociale. Elles visent à satisfaire des besoins, non à répondre à des exigences de rentabilité ou de profit. Ainsi, les dépenses des régimes maladie ou vieillesse ne varient nullement en fonction de la

conjoncture économique ; alors que leurs ressources sont, au contraire, directement dépendantes de l'évolution des salaires et de l'emploi. On verra d'ailleurs plus loin – et notamment à propos de l'Unedic et de l'indemnisation du chômage – qu'il y a débat autour de ce sujet. Il s'agit de savoir si Maastricht prohibe absolument tout déficit, ou bien si un déficit conjoncturel – temporaire donc – ne peut pas être toléré dans les moments de basses eaux économiques, dès lors qu'existe la promesse d'excédents en cas de retour à meilleure fortune. La contrepartie étant, bien sûr, que les éventuels déficits structurels n'en sont quant à eux que plus strictement prohibés. Quant à savoir ce qui distingue « conjoncturel » et « structurel », c'est une autre paire de manches et les experts s'échinent à en quantifier l'exacte distance pour en mieux récolter, on aura l'occasion d'y revenir, celle qui les sépare les uns des autres. Quoi qu'il en soit, cette distinction a le mérite de permettre aux censeurs bruxellois de faire le départ entre les cigales prodigues à tancer et les fourmis industrieuses qui sont dans une mauvaise passe qui n'est que temporaire ; à moins, évidemment, qu'il ne s'agisse pour des cigales transformistes de faire la promesse de devenir, un jour, fourmis...

Au total, les dépenses publiques représentent, au prix d'un déficit (et donc d'un endettement supplémentaire), un élément considérable d'amortissement des crises et de soutien de la conjoncture. Il en va ainsi parce que leur logique de fond n'est pas économique, mais sociale, au sens le plus large de ce terme, et on ne peut impunément les manipuler en fonction de la conjoncture immédiate. On verra ci-

après que c'est d'ailleurs l'argumentaire de l'Unedic pour expliquer le déficit qui est le sien.

De surcroît, et c'est la seconde raison, l'action publique peut être mobilisée de façon volontariste pour lutter contre la crise, ce qui creuse temporairement le déficit, mais stabilise la croissance et préserve l'emploi : accroissement des investissements dans des infrastructures, aide sociale... Au lendemain de la crise de 1929, c'était le fondement même du *New Deal* de Roosevelt et, en 1936, l'objet central de travaux de J. M. Keynes. En irait-il autrement au lendemain de la plus grande crise que le monde ait connue depuis ... 1929 ?³³ Depuis le TSCG, c'est en tout cas une piste qui est résolument écartée.

Quoi qu'il en soit, force est de constater que, face à la crise, il en a été des nations comme des animaux malades de la peste chers à La Fontaine : « ils ne mourraient pas tous, mais tous étaient frappés ». Tous, partout sans nulle exception, se sont alors considérablement endettés (cf. Encadré 5, p.51). Les indications générales sur ce sujet ne sont d'ailleurs pas aussi faciles à trouver qu'on pourrait le penser. Si l'Union européenne publie, via son office statistique, Eurostat, les données propres à sa zone, qui sont donc aisément accessibles ; même si l'on peut en retrouver les chiffres par d'autres biais, l'OCDE, en revanche, ne tient plus à jour sa base de données

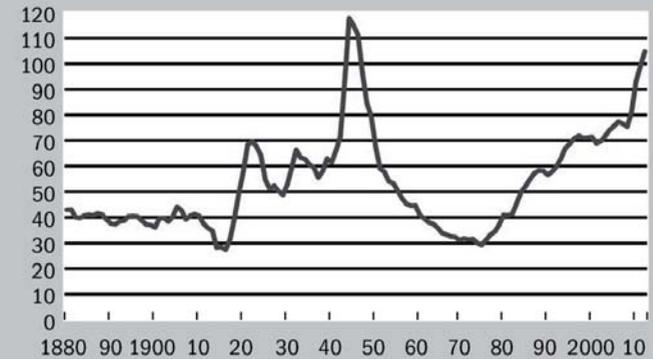
33. On pourra objecter que la mondialisation et l'ouverture des frontières interdisent les relances keynésiennes dans un seul pays. Certes, mais c'est, par là même, souligner la totale impuissance de l'Union européenne, zone économique largement intégrée et faiblement ouverte sur son extérieur, à engager la moindre action de relance coordonnée. Les 300 Md€ du plan Juncker de 2012 n'ont jamais été autre chose qu'un pur affichage. L'explosion de l'endettement des pays de l'Union est ainsi l'une des conséquences de son impotence.

Encadré 5 : Dette publique : le constat du FMI

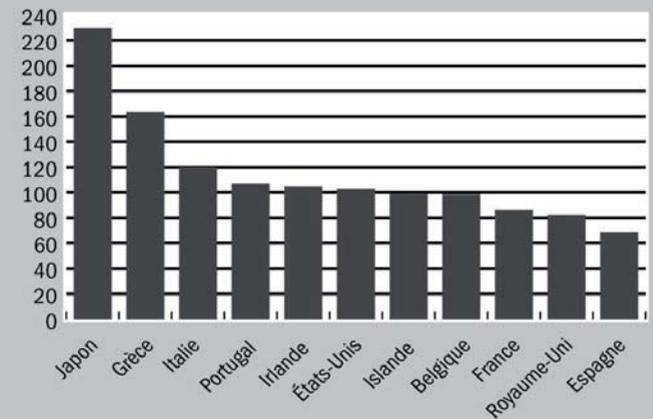
De plus en plus élevée

En pourcentage du PIB, la dette publique brute des pays avancés se rapproche des sommets historiques; le ratio dette/PIB de plusieurs pays avoisine ou dépasse actuellement 100 %.

(niveaux historiques d'endettement; moyenne pondérée par le PIB, en dollars de 2011 et en pourcentage)



(ratio dette/PIB des pays ci-dessous en 2011; en pourcentage du PIB)



Sources : Abbas et al., 2010, «Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World» (Les stratégies de rééquilibrage budgétaire dans le monde postcrise), FMI, dossier n° 10/04 du Département des finances publiques; calculs des services du FMI.

Source : Bulletin du FMI, *Quelques leçons de l'histoire pour maîtriser la dette publique*, 27 septembre 2012.

concernant la dette publique de ses pays membres³⁴ ! Sans doute y a-t-il été estimé que publier des données montrant que dans nombre de pays la dette publique dépasse allègrement, non seulement la norme maastrichtienne mais aussi le montant de leur PIB, sans qu'une catastrophe majeure y advienne, aurait été de mauvaise pédagogie.

Comment nos sourcilleux censeurs pourraient-ils, en effet, justifier que le Japon soit, sans dommage, plus mauvais élève que la Grèce ; ou que les États-Unis fasse niveau de dette quasiment commun avec l'Irlande et le Portugal ? Comment, enfin, expliquer que l'Espagne soit dans le collimateur austéritaire, alors qu'elle est moins endettée que le Royaume-Uni ? Possible, sans aucun doute, compliqué, pour le moins ! C'est surtout mettre dans l'embarras les thèses simplistes que l'on veut nous servir : la fragilité financière des États n'est pas directement dépendante de l'importance de leur dette, mais tient à bien d'autres facteurs.

Le FMI, qui n'a heureusement pas ces pudeurs de jeune fille, reconnaît sans fard que la moyenne des dettes publiques dans les « pays avancés » est supérieure à 100% du PIB, et qu'actuellement, elle s'établit même en moyenne aux alentours de 125% dans les pays les plus avancés³⁵.

34. Lorsqu'on interroge la base de données de l'OCDE, sous l'item « dette publique » apparaît une phrase en gros caractères rouges masquant les données, d'ailleurs floutées, et indiquant « *the updates and revisions for OECD central government debt data base have been suspended. This dataset is no longer updated* ». Tout commentaire serait superflu...

35. Pays les plus avancés : RFA, Canada, États Unis, France, Italie, Japon, Grande Bretagne. Ce constat est celui du *Rapport 2017 sur les*

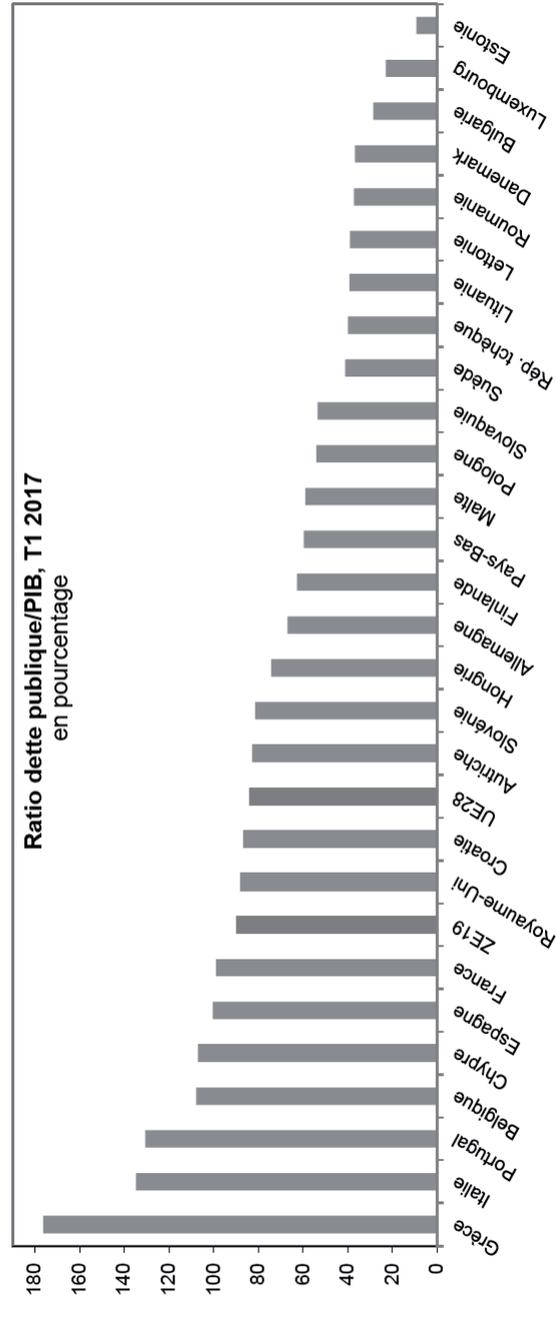
Quant à l'Union européenne, à la fin du premier trimestre 2017, le ratio de la dette publique par rapport au PIB s'est établi à 89,5% dans la zone euro (ZE19) et à 84,1 % dans l'UE à 28 (*cf.* Graphique 2, p.54). Ceci est à comparer à des taux de, respectivement, 89,2% et 83,6% à la fin du quatrième trimestre 2016. Dans les deux zones sur la fin de la période, l'endettement au sens de Maastricht s'est donc globalement accru.

Enfin, au cours des douze derniers mois, soit par rapport au premier trimestre 2016, huit États-membres, dont la France, ont enregistré une hausse de leur ratio de dette publique et dix-neuf autres une baisse. Les plus fortes hausses du ratio ont été enregistrées en Lettonie (+2,7), et Pologne (+2,2), tandis que les baisses les plus marquées ont été observées aux Pays-Bas (-4,7), en Allemagne (-4,0), en Autriche (-3,8), à Malte (-2,9) et au Danemark (-2,7). Voir le graphique 2, page suivante.

Plus que ces mouvements, on retiendra surtout deux choses. D'une part la distance interne à l'Union : entre les deux extrêmes : la Grèce, dont la dette représente 176.2% du PIB et l'Estonie où elle n'est que de 9,2%, c'est un véritable gouffre qui, en d'autres lieux et d'autres temps, appellerait à la solidarité ; mais les fournis décidément ne sont pas prêteuses... D'autre part que, début 2017, seuls des principaux pays, les Pays-Bas (59,2%), le Danemark (36,7%), qui n'est pas en zone euro, et le Luxembourg (23%) passent sous la toise maastrichtienne des 60%. Certes, avec 66,9%, l'Allemagne qui réduit régulièrement sa dette n'en

perspectives et politiques économiques mondiales, FMI, octobre 2017, p.12.

Graphique 2. La situation de la dette dans l'Union européenne au premier trimestre 2017 (en % du PIB)



Irlande: PIB non disponible pour le T1 2017

Source Eurostat

est-elle plus très loin ; mais ce n'est pas (encore) le cas au début de 2017. Au total, dans l'Union européenne à 28, alors que treize pays respectent le critère, quinze n'y sont pas encore parvenus.

Tel est donc, sommairement décrit, le cadre général dans lequel toute réflexion sur la dette publique doit être replacée. Reste, évidemment, à voir comment la France elle-même s'y inscrit et quelles sont les sources de sa dette. Quels sont les coupables, en somme...

2.3. Les administrations publiques françaises face à la dette

La statistique maastrichtienne, la dette « brute », est, on l'a vu, l'indicateur institutionnel de référence, la mesure de la vertu et le guide initial de déclenchement des foudres disciplinaires européennes. Il s'en faut pourtant de beaucoup pour qu'il puisse passer pour une mesure ayant véritablement un sens économique. Il y a à cela de nombreuses raisons, le tableau 3, construit à partir des données officielles, illustre les deux principales d'entre elles.

Examinons donc les conséquences de cette position. Tout d'abord, les administrations possèdent des actifs financiers « liquides », il faut à tout le moins les en déduire pour retrouver un minimum de bon sens économique (*cf.* Encadré 1). C'est tellement vrai, que chaque trimestre l'Insee, qui a sans doute quelque remords à ne publier qu'une statistique aussi fruste aux yeux de ses propres experts, publie simultanément les chiffres de la dette brute (maastrichtienne) et ce que les comptables nationaux appellent la dette nette.

En second lieu – et c’est, on va le voir, particulièrement important s’agissant des administrations dites de sécurité sociale (les Asso dans le langage de la comptabilité nationale) –, les diverses administrations possèdent d’autres actifs financiers. Ils sont certes moins liquides que leurs trésoreries, mais néanmoins bien tangibles : des actions ou des titres d’organismes de placement collectif (OPC), qui pourraient être réalisés si nécessaire. Le résultat de la soustraction de la dette de l’ensemble de ces différents actifs constitue ce que les analystes financiers appellent le passif net, ou la situation financière nette. Cet agrégat représente le cumul des déficits passés restant à financer.

Pour éviter autant que faire se peut la confusion entre des concepts aux intitulés proches, j’ai ici appelé cette situation financière nette, la dette super nette (*cf.* Tableau 3, p.57), dont le montant, même s’il est aisément reconstituable à partir des données l’Insee puisqu’il suffit d’une soustraction, n’est nulle part publié en tant que tel. Une fois tenu compte de ces deux éléments, on obtient donc au total, une dette « super nette », nette de tous les actifs financiers, qu’ils soient immédiatement liquides ou pas.

Entendons-nous bien : il s’agit là de ce que l’on appelle une analyse financière et rien que de cela. Comme tout agent économique, les administrations publiques possèdent d’autres actifs qui pourraient eux aussi tout aussi bien être considérés et mis en regard de la dette. Ils peuvent être matériels : biens immobiliers, flotte automobile, stocks de marchandise... ou immatériels : brevets, licences... Ils ne sont pas – et ne seront pas – ici considérés, car les marchés financiers, en effet, ne se préoccupent pas

Tableau 3. La répartition de la dette publique de la France au deuxième trimestre 2017

en Mds€	1. Dette brute	Répartition	2. Actifs liquides	1-2= 3.- Dette nette	4. Actions et OPC détenues	3-4 = 5.- Dette « super nette »	Répartition
a) État	1790.4	80.2%	140.7	1649.7	60.9	1588.8	89.8 %
b) Odac*	11.5	0.5%	13.0	-1.5	35.3	-36.8	-
c) Collectivités locales	197.5	8.9%	12.4	185.1	0.1	185.0	10.4 %
d) Administrations de sécurité sociale	232.4	10.4%	63.8	168.6	137.4	31.2	1.8 %
TOTAL	2231.7	100.0%		2002.0	233.7	1768.3	100.0 %

* Les Odac, organismes divers d’administration centrale, ou opérateurs de l’État, sont une catégorie d’établissements publics au sens de la comptabilité nationale. Elle regroupe des organismes auxquels l’État a donné une compétence fonctionnelle spécialisée au niveau national. Contrôlés et financés majoritairement par l’État, ces organismes ont une activité principalement non marchande. Leur diversité est extrême, puisqu’ils vont de l’ADEME à la Comédie française, en passant par l’ANPE ou l’Agence des participations de l’État.

Source : Insee, *Informations rapides*, N° 258, 29 septembre 2017.

exagérément de cela, tout particulièrement s’agissant des administrations. Et cela pour deux raisons essentielles. Tout d’abord, la réalisation – la vente – de tels actifs supposerait que les « marchés » consentent à descendre en ce bas-monde. Que leur pression force à liquider des actifs non financiers est une chose ; on a ainsi bien vu, par exemple, que la

crise des subprimes a conduit à la saisie et à la mise en vente forcée de dizaines de milliers de maisons aux États-Unis. Mais qu'ils se chargent eux-mêmes de le faire en est une autre, qui leur est impensable ; ils ont d'ailleurs des petites mains ou des seconds couteaux pour cela. Ils font cela, mais, comme on dit en équitation, « à longues rênes ». Enfin, s'agissant d'administrations publiques, la cession de leurs actifs réels a un sens très particulier : il est politique et signifie, d'une façon ou d'une autre, la concession au privé de ce qui était jusque-là un service collectif et public plutôt qu'une vente à strictement parler.

La vision maastrichtienne se fait ainsi doublement par défaut. D'abord, parce qu'elle est une analyse financière, son champ est limité aux seuls éléments financiers du bilan ; elle fait donc l'impasse sur tous les actifs réels, qu'ils soient matériels ou pas, qui pourraient venir en contrepartie du passif. Enfin, la définition même des critères dans le Traité : la dette brute, rien que la dette brute, va jusqu'à évacuer toute contrepartie d'actif. Les actifs financiers eux-mêmes y sont hors champ. Aux yeux des principes les plus usuels de l'analyse financière, cette position intégriste est abusive.

Sur ces sujets, je m'en tiendrai fermement à la position méthodologique que je me suis efforcé de tenir depuis le début : une analyse interne du discours de la dette et de ses effets. Aussi, en resterai-je à une analyse financière, avec les limites qu'elle emporte, et elles ne sont pas indifférentes on va le voir, mais aussi avec tous les débords qu'elle permet face à la logique intégriste et restrictive de Maastricht. Pour résumer à l'essentiel : dans les analyses

qui suivent, les actifs réels ne seront pas considérés ; tous les actifs financiers, en revanche, le seront.

Au terme de ces soustractions, le paysage est pour le moins assez fortement modifié. D'abord, parce que la dette publique ne représente plus désormais, pour prendre ce repère devenu habituel, qu'environ 79% du PIB, et non plus 99,2 %. Ensuite, parce que la situation des uns et des autres en est bouleversée.

Celle des Odac (ligne b du tableau 3) en est l'exemple le plus patent :

- au sens de Maastricht (colonne 1 du tableau 3), ces organismes sont endettés à hauteur de 11,5 Md€ ; ce n'est pas bien ;
- si l'on prend en compte leurs liquidités, qui sont très importantes et que l'État s'efforce d'ailleurs de raboter de budget en budget, leur endettement net (colonne 3) est par contre faiblement négatif de -1,5 Md€. Dette négative voulant dire créance, faiblement voulant dire qu'ils sont proches de l'équilibre, cela signifie donc que la règle d'or de l'article 3 de Maastricht est respectée, bravo ;
- si maintenant on considère l'ensemble des actifs financiers, l'endettement « super net » (colonne 5) est lui aussi négatif et même de manière assez conséquente : -36,8 Md€ ; ils sont donc très fortement créanciers nets, ah bon !!!

Par cet exemple, on voit clairement à quel point la logique de Maastricht est absurde et castratrice de la réalité. Puisque, pour un seul et même agent économique, on passe ainsi, en effet, d'une dette à une situation créancière ; soit d'une infraction aux règles

maastrichtiennes, à une situation réelle qui est positive !

Dès lors qu'elle est instituée en norme, la notion de dette brute apparaît ainsi pour ce qu'elle est : un critère purement politique, et un majorant artificiel permettant de mieux culpabiliser les opinions publiques.

Les collectivités locales (ligne c) présentent quant à elles un tout autre cas de figure : leur situation se marque, surtout, par la totale inexistence d'actifs financiers autres que liquides. N'ayant institutionnellement pas la possibilité de s'endetter pour financer leurs dépenses de fonctionnement, elles ne le font que pour réaliser des investissements. Aussi leur dette financière n'a-t-elle pas de contrepartie autre que réelle. Selon leurs compétences, elles investissent dans des universités, des lycées, des hôpitaux, des infrastructures, des routes, la distribution de l'eau, l'incinération et le recyclage des ordures. Toutes choses éminemment concrètes et utiles, mais qui n'intéressent que très médiocrement les « marchés financiers »... Parce que la collectivité est surendettée, ainsi Levallois-Perret, la ville dont P. Balkany est le maire, est la ville la plus endettée de France par tête d'habitant, ou parce qu'elle a souscrit un emprunt « toxique », il peut certes y avoir problème, mais il n'y a pas ici de financiarisation possible. C'est pourquoi la dette des collectivités locales, comme d'ailleurs et pour les mêmes raisons, celle des hôpitaux, ne sera pas plus précisément analysée.

Pour les deux autres acteurs de la dette, l'État et les administrations de sécurité sociale, la situation est encore différente.

Pour l'État (ligne a), du fait du principe budgétaire de « l'universalité de caisse », on ne peut affecter des recettes aux dépenses. Son endettement concerne donc tout aussi bien son fonctionnement courant que ses investissements. La dette financière est ainsi partie totalement prenante et possiblement prégnante à son fonctionnement même. Elle l'est d'ailleurs d'autant plus que ses attributions monétaires ont été, comme on vient de le voir, rognées par Maastricht. Les États-membres de l'Union et plus spécifiquement ceux de la zone euro, vivent ainsi au péril des marchés financiers. Sans même parler de l'Islande, les peuples de la Grèce, de l'Espagne, du Portugal et de l'Italie en ont tout particulièrement éprouvé les effets. Mais tous les autres sont menacés, à un titre ou à un autre. C'est à cette aune, celle d'une menace, que nous serons amenés à en analyser, à partir du cas français, la possible effectivité. Ce sera l'objet de la troisième partie.

Avec les administrations de Sécurité sociale (ligne d), on se trouve face à un cas de figure original : leur dette maastrichtienne est significative, 232,4 Md€ au second trimestre 2017, mais, après défalcation de leurs liquidités (63,8 Md€) et de leur très conséquent portefeuille (137,4 Md€), leur dette « super nette » (31,2 Md€) se trouve singulièrement limitée. La financiarisation est sans aucun doute ici aussi une menace, mais manifestement, les institutions de sécurité sociale en sont parties prenantes. Elles apparaissent ainsi comme l'un de ses acteurs. Comment et pourquoi ? C'est ce que nous allons maintenant examiner dans la seconde partie.

PARTIE II : LA PROTECTION SOCIALE AU PÉRIL DE SA DETTE ?

Si la question de la dette sociale, celle contractée par nos institutions de protection sociale, qui, pour des raisons institutionnelles on va le voir, se réduit d'ailleurs à celle des administrations de sécurité sociale, se pose, c'est d'abord qu'elle est agitée. Comme une menace, bien entendu. Telle est, en un sens, la preuve de son existence : on l'agite, donc, elle est.

Notre système de protection sociale est-il vraiment, comme on nous le dit, menacé par l'endettement qu'il a contracté ? Tel est donc ce qui nous retiendra dans cette seconde partie. La protection sociale au péril de sa dette ?

Cette interrogation ne fait que préciser, ou plutôt matérialiser, dans un champ particulier les injonctions générales qui sont à l'œuvre dans les institutions de Maastricht. En suivre les linéaments concrets, de la source des déficits aux modes de financement de la dette, c'est ainsi, d'abord à la fois identifier des causes présumées, et donc par là même s'exposer à désigner des coupables. C'est aussi, cerner les moda-

lités de la financiarisation. On vient, en effet, de voir dans le chapitre précédent combien la dette sociale brute et maastrichtienne des administrations de sécurité sociale était réduite à peu par la détention d'actifs financiers conséquents, à quel point, donc, la dette « super nette » était singulièrement faible.

Cela implique que, peu ou prou, toutes, ou quelques-unes, les institutions qui composent le secteur que la comptabilité nationale nomme les « administrations de sécurité sociale » (Asso) ont une activité proprement financière, qui les fait ainsi activement participer du mouvement général de financiarisation.

C'est d'ailleurs pourquoi il est temps de préciser ce dont il va s'agir.

Dans son principe, la question de la dette "sociale" ne se limite pas à la seule dette des administrations de sécurité sociale. L'État et les collectivités locales interviennent, en effet, eux aussi dans le champ social au travers de dispositifs qu'ils financent. Ainsi, en 2014, l'État et les administrations centrales versaient 13 % des prestations de protection sociale (pensions civiles et militaires, supplément familial de traitement, mais aussi allocation aux adultes handicapés et désormais la quasi-totalité des allocations logement), tandis que les collectivités territoriales en assumaient environ 5 % (revenu de solidarité active, prestation de compensation du handicap...). Toutefois, comme l'a récemment souligné un rapport du Haut conseil du financement de la protection sociale (HCFIPS) : « Pour l'État, on ne peut isoler la contribution des dépenses d'intervention sociale à la formation de sa dette en l'absence de principe d'affectation des recettes aux dépenses.

Quant aux collectivités locales, elles n'ont pas la faculté de s'endetter pour financer des dépenses de fonctionnement, ce qui exclut l'essentiel leurs dépenses sociales du champ de l'endettement³⁶ ». Pour ces raisons institutionnelles, donc, il est impossible d'isoler et de quantifier une dette qui correspondrait au champ complet des dépenses sociales. On s'en tiendra donc au seul champ qui est quantifié par la comptabilité nationale, celui des Administrations de sécurité sociale (Asso) (cf. Encadré 6). Reprenant l'ensemble des régimes de base et complémentaire obligatoires, l'Unedic ainsi que les régimes spéciaux et leur adjoignant les différents fonds qui, en particulier, assurent le financement de la dette, il est suffisamment large pour que l'essentiel y soit retracé.

C'est donc par ce biais que nous allons maintenant cheminer, du déficit (chapitre 3) à l'endettement (chapitre 4). Parce qu'il est l'accusé principal, nous ferons dans cette partie un sort particulier au Régime général et aux divers fonds qui assurent par des détours parfois tortueux le financement de ses déficits. Cela n'ira pas sans quelques surprises...

36. « Rapport sur les perspectives de financement à moyen terme de la protection sociale », Haut conseil du financement de la protection sociale, juin 2017, p.90.

Encadré 6 : Les administrations de sécurité sociale (Asso)³⁷

Les comptes nationaux permettent de quantifier et analyser de manière globale l'activité et la répartition des revenus annuels dans chaque pays. Établis selon des définitions communes, ils permettent d'établir des comparaisons avec les autres pays de l'Union européenne et de l'OCDE.

En comptabilité nationale, les administrations de sécurité sociale (Asso) constituent un sous-secteur des administrations publiques. Celui-ci comprend les « régimes d'assurance sociale obligatoires » et les Organismes dépendant financièrement de ces régimes, les « Odass », principalement les hôpitaux.

Depuis le passage à la base 2005, la caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) et le fonds de réserve pour les retraites (FRR) sont également classés dans le secteur des administrations de sécurité sociale.

Les « régimes d'assurance sociale » est un intitulé qui regroupe les organismes qui ont pour activité le versement de prestations sociales, dont les ressources principales sont des cotisations sociales obligatoires. Figurent dans ce sous-secteur les caisses de sécurité sociale de base qui relèvent du code de la sécurité sociale ou du code rural et de la pêche maritime, mais aussi les régimes complémentaires de retraite dont le statut est largement conventionnel ainsi que l'Unedic (organisme paritaire privé en charge de la gestion

de l'assurance-chômage). En revanche, ce sous-secteur exclut les régimes privés de protection sociale, les régimes directs d'employeurs (y compris le régime des pensions civiles et militaires de l'État qui est rattaché aux administrations publiques centrales) ainsi que « l'assistance sociale » qui se distingue de l'assurance sociale par le fait que le versement de prestations ne suppose pas en principe le versement préalable de cotisations sociales.

Concrètement, les « régimes d'assurance sociale » des administrations de sécurité sociale comprennent ainsi :

- Le régime général de la sécurité sociale ;
- Le régime des salariés agricoles et les autres régimes de base des salariés (régimes spéciaux d'entreprises et d'établissements publics, marins, etc.) ;
- Les régimes des non-salariés (dont le régime des exploitants agricoles et le régime social des indépendants) ;
- Les caisses ou fonds, qui prennent en charge des prestations sociales au titre de la solidarité ou qui gèrent les actifs de réserve et la dette du système de protection sociale (FIVA, CNSA, FSV, Cades, FRR) ; les régimes complémentaires d'assurance vieillesse des salariés (Arrco, Agirc...) ; le régime d'indemnisation du chômage (Unedic).

37. D'après « Rapport de la Commission des Comptes de la sécurité sociale », juillet 2017, p.182.

Les organismes dépendant des assurances sociales (Odass) comprennent :

- Les hôpitaux publics et privés à but non lucratif et leurs groupements de coopérations sanitaires ;
- Pôle emploi ; L'Agence Technique de l'Information sur l'Hospitalisation ;
- Enfin, les activités liées aux œuvres sociales intégrées aux organismes de Sécurité sociale, qui sont reclassées en Odass et donc déduites du régime général.

De même, parce qu'elle représente pour le moment encore, avant sa réforme annoncée, un cas très particulier d'institution de droit privé agissant comme un régime de sécurité sociale et fait à ce titre partie intégrante des Asso, l'assurance-chômage, l'Unedic, fera aussi l'objet d'une attention spécifique. En effet, institution de droit privé, l'Unedic est une association loi de 1901, participant de la dette publique, elle doit faire valoir séparément ses propres arguments auprès des autorités bruxelloises afin de justifier la non-toxicité son endettement, qui est d'ailleurs conséquent. Cette argumentation servira ainsi d'introduction aux débats qui seront examinés dans la troisième partie.

Mais, surtout, nous verrons que bien loin que d'être pris sous la tenaille des déficits et de l'endettement, l'ensemble des organismes de Sécurité sociale apparaît, au contraire, devoir être, dans l'avenir, dans une « situation très excédentaire » et en mesure de rembourser la totalité de sa dette à échéance proche.

Aussi verra-t-on que, plutôt que de s'interroger sur les moyens qui permettraient de rétablir un équilibre financier, les Pouvoirs publics se posent dès aujourd'hui des questions qui sont tout l'inverse. À savoir : Comment siphonner une situation bientôt devenue « très excédentaire », et que faire des ressources non moins considérables qui seront dégagées par la fin programmée de l'endettement ? Telles sont les vraies interrogations. La sécurité sociale comme vache à lait, en somme...

Chapitre 3. Du déficit à une situation « très excédentaire »

3.1. « Ce pelé, ce galeux » : le régime général

Sous un intitulé dont on va voir qu'il est contourné : « la contribution du régime général au besoin de financement des Asso »³⁸ (cf. Tableau 4), la Commission des comptes de la Sécurité sociale présente un tableau synthétique commode pour notre propos. Il nous servira ici de fil directeur.

L'histoire qui y est racontée se veut simple : le régime général (RG) et le Fonds de solidarité vieillesse (FSV), ici confondus en un seul ensemble, connaissent un déficit chronique comme, mais à un bien moindre titre, les Odass (i.e., essentiellement, les hôpitaux). À l'inverse, pris dans leur ensemble, les autres régimes que le Régime général sont globalement et nettement excédentaires et dégagent une capacité de financement. Au total, même si le déficit du Régime général se réduit au fil du temps, le besoin de financement des Asso

38. Rapport de la commission des comptes de la sécurité sociale, juillet 2017, p. 182 et suivantes.

est toujours là et nécessite le recours à un endettement accru. Une cause essentielle donc à cela : le déficit du régime général, « ce pelé, ce galeux dont venait tout le mal ». Haro sur le baudet, donc.

Ce tableau confirme et conforte l'analyse de la Cour des comptes : « Le décalage annoncé d'un an, à 2020 désormais, de l'objectif du retour de la sécurité sociale à l'équilibre diffère une nouvelle fois cette échéance essentielle. L'accélérer est cependant aussi nécessaire que possible. L'équilibre est à portée à la condition d'un effort rapide et déterminé d'économies à hauteur de cet enjeu majeur. Des réformes structurelles sont à même de mieux maîtriser les dépenses, de dégager les marges d'efficience importantes que recèlent de nombreux domaines de la sécurité sociale et de créer les conditions d'un équilibre durable dans le cadre d'un pilotage financier rénové. »³⁹

En fait, pour comprendre ce qui se joue dans cette présentation, dans laquelle si rien n'est faux, tout est construit de manière à ce que les dés soient pipés, il faut savoir ce qui relève du Régime général et du FSV ; savoir que, derrière les « autres régimes », il y a tout le reste de ce qui solde le champ des Asso ; soit aussi bien l'Unedic, que la Cades et quelques autres fonds aux intitulés tout aussi énigmatiques et aux missions inconnues, dont on fait ainsi pièce unique. Encore faut-il pour cela aussi savoir ce que sont les organismes qui se cachent derrière ces sigles, quelle est leur situation financière et quel est exactement

39. « La sécurité sociale. Rapport sur l'exécution des lois de financement de Sécurité sociale », Cour des comptes, septembre 2017, p.14

le rôle de chacun. C'est ce qu'il va falloir maintenant tenter d'éclaircir.

La première remarque concerne le Fonds de solidarité vieillesse (FSV). Le FSV a été institué en 1956, pour financer le minimum vieillesse, nouvellement créé pour pallier les insuffisances d'un régime de retraites par répartition encore jeune et dont les pensions arrivant à liquidation ne pouvaient, par définition, pas encore porter sur des carrières complètes. La question des personnes âgées « économiquement faibles » était alors centrale, et c'est à ce manque que le minimum vieillesse devait suppléer. Aujourd'hui le FSV poursuit toujours cette mission et assure :

- la prise en charge des cotisations au titre de périodes validées gratuitement par les régimes de base d'assurance vieillesse (13.2 Md€, en 2017): essentiellement les périodes de chômage (11.4 Md€), mais aussi de service national, d'indemnités journalières et d'invalidité, ainsi que, depuis 2015, les périodes d'apprentissage et de formation professionnelle des chômeurs ;
- la prise en charge de prestations au titre du minimum vieillesse (3.1 Md€), des majorations de pensions pour conjoint à charge (jusqu'en 2016) et d'une partie du minimum contributif (2.5 Md€) à compter de 2011. Une prime exceptionnelle de 40€ a été versée aux retraités modestes en 2014. Cette dernière étant un dispositif de solidarité, il a paru justifié de la faire entrer dans le périmètre des missions du FSV.

Ces diverses charges, qui représentent un total 20 Md€ en 2017, sont toutes de solidarité nationale et leur financement, qui relève du seul impôt ne devrait pas être imputé aux régimes de sécurité sociale. Fonctionnellement, le FSV ne devrait donc pas être regroupé avec le Régime général ; ce que fait pourtant la présentation de la Commission des comptes de la Sécurité sociale. De surcroît, le FSV est structurellement en déficit, ce qui, s'agissant de dépenses de solidarité est anormal : l'État devrait assurer l'équilibre du FSV. En ne le faisant pas, il transfère indûment et subrepticement son propre déficit, et donc partie de son endettement, sur la sécurité sociale.

Enfin, l'assurance-chômage, l'Unedic, à laquelle nous consacrerons des développements immédiatement après, devrait, elle aussi, être l'objet d'un examen distinct et ne pas être noyée dans l'ensemble des régimes, ne serait-ce que du fait de son statut d'institution privée d'association.

C'est cet exercice que présente le tableau 4bis. Il utilise les mêmes sources et chiffres que le tableau 4 (p.64) et aboutit, *in fine*, aux mêmes résultats pour l'ensemble des Asso, mais, en organisant différemment les chiffres et en isolant l'Unedic et le FSV, il raconte cependant une tout autre histoire ...

Tableau 4 - Besoin (-) et capacité (+) de financement des Asso depuis 2013, dans la présentation de la Commission des comptes de la Sécurité sociale

En Md€	2013	2014	2015	2016
1. Besoin de financement du RG + FSV	-14.1	-11.5	-11.1	-8.4
2. Capacité de financement des autres régimes	+6.4	+5.8	+8.1	+7.8
3. Besoin de financement des Odass	-1.1	-2.0	-1.7	-2.3
4. = 1+2+3 Besoin de financement total des Asso	-8.8	-7.7	-4.7	-2.9

Source : Rapport sur les comptes de la sécurité sociale, juillet 2017

Tableau 4 bis - Besoin et capacité de financement des Asso depuis 2013, une autre présentation

En Md€	2013	2014	2015	2016
1. Besoin de financement du Régime général	-11.2	-8.0	-7.2	-4.8
2. Capacité de financement des Autres régimes (hors Unedic)	+10.0	+9.6	+12.3	+12.0
3= 1+2 Total régimes hors Unedic et FSV	-1.2	+1.6	+5.1	+7.2
4. Besoin de financement des Odass	-1.1	-2.0	-1.7	-2.3
5= 3+4 Besoin de financement de la Sécurité sociale	-2.3	-0.4	+3.4	+4.9
6. Besoin de financement de l'Unedic	-3.6	-3.8	-4.2	-4.2
7. Besoin de financement du FSV	-2.9	-3.5	-3.9	-3.6
8= 5+6+7 TOTAL Asso	-8.8	-7.7	-4.7	-2.9

Source : Commission des comptes de la sécurité sociale, juillet

Mêmes chiffres mais autre histoire, en effet. D'abord, en 2016 le Régime général est certes toujours en déficit, mais depuis 2013, celui-ci s'est réduit de moitié.

Mais surtout, et ceci est beaucoup plus notable par rapport à l'histoire qui se raconte communément : hors Unedic et FSV, l'ensemble des régimes (tableau 4 bis, p.64, ligne 3) est en excédent depuis 2014 ; de même, en incluant les hôpitaux⁴⁰ (ligne 5), l'ensemble de la Sécurité sociale a été cette année-là en quasi-équilibre et est en excédent depuis lors.

Ainsi, le déficit des administrations de sécurité sociale (Asso, ligne 8), qui d'un tableau à l'autre reste le même, est-il depuis 2014 tout entier imputable aux seuls FSV et Unedic.

En d'autres termes, si le projet du Conseil national de la résistance de construire « un plan complet de sécurité sociale » s'était réalisé et qu'ainsi l'ensemble des régimes n'en ait fait qu'un, alors cet ensemble serait en équilibre financier depuis déjà plusieurs années.

40. Au sein des Asso, figurent les Odass, dont les hôpitaux représentent l'essentiel. La dette des établissements publics de santé était évaluée à 29,3 Md€ à fin 2015. Il faut remarquer que « L'accumulation de cette dette est largement la contrepartie de l'effort d'investissement des hôpitaux, qui a été très soutenu sous l'impulsion des plans nationaux d'investissement (plans « Hôpital 2007 » et « Hôpital 2012 »). Ces plans d'investissement ont peu mobilisé le levier de l'autofinancement, mais se sont traduits par la constitution d'actifs importants en termes immobiliers ou d'équipements ». Rapport du HCFIPS précité, p. 106.

3.2. L'Unedic « vit au-dessus de ses moyens »

À la situation des régimes de sécurité sociale, et plus spécialement à celle du régime général et des autres régimes – qui vient d'être examinée –, il convient donc d'ajouter celle de l'Unedic, qui gère l'assurance-chômage et est un régime particulier. Association loi de 1901, gérée par les partenaires sociaux, et plus particulièrement encore par le Medef et la CFDT qui alternent à sa présidence, l'Unedic est supposée pouvoir vivre son existence sans l'appui des autorités publiques. La réalité est évidemment quelque peu différente. D'abord, parce que les conventions, passées régulièrement entre les partenaires sociaux qui gèrent l'association, ne sont pas indifférentes aux Pouvoirs publics. Ceux-ci doivent, en effet, les valider et ont seuls le pouvoir « d'étendre » leur application en leur donnant un agrément ; c'est-à-dire de les rendre d'application obligatoire – ainsi que les cotisations y afférentes –, dans l'ensemble des branches et des entreprises. À cette première raison structurelle s'ajoute désormais une seconde : la situation financière passablement dégradée de l'association a rendu nécessaire de l'adosser à la garantie de l'État, afin d'en rendre le financement moins onéreux sur les marchés financiers.

Si le Medef est en effet l'un des chantres de la rigueur et le parangon, sinon de toutes les vertus, du moins de la gestion rigoureuse, il s'en faut pourtant de beaucoup qu'il mette toujours ses préceptes pleinement en application. Pris entre deux feux : augmenter les cotisations pour faire face aux effets

destructeurs de la crise des subprimes sur l'emploi et respecter la discipline européenne sur les déficits, ou laisser filer les déficits, les gestionnaires de l'Unedic ont retenu le second terme de l'alternative que les circonstances leur dictaient. Entre deux maux, ils ont choisi celui qui leur semblait le moindre. Ils ont donc choisi le déficit et l'endettement.

Tableau 5. La situation financière de l'Unedic

En M€	2016	2017	2018	2019	2020
Recettes	35 146	35 935	37 044	37 909	38 845
Dépenses	39 503	39 581	39 996	39 782	39 607
Solde courant	-4 357	-3 646	-952	-1 874	-761
Dettes	29 985	33 561	36 460	38 289	39 050

Source : Les perspectives financières de l'assurance-chômage 2017-2020, Unedic, juin 2017, p. 32.

L'Unedic accumule ainsi des déficits conséquents depuis 2009, qui viennent d'ailleurs s'ajouter à ceux déjà enregistrés entre 2002 et 2005. À fin 2017, l'endettement de l'Unedic (*cf.* Tableau 5 ci-dessus) est de l'ordre de 35 Md€, soit quelque 85% de son activité et près de 11 mois de versement de ses prestations. Pas très maastrichtien ! Pour parler comme la Commission européenne : l'Unedic « vit au-dessus de ses moyens. »

3.2.1. La reconnaissance des vertus cachées du vice : le déficit conjoncturel

Étant largement hors des clous de la discipline européenne et partie prenante à la dette publique, l'Unedic est, comme chacune de nos institutions, contrainte de présenter chaque année à Bruxelles des « perspectives financières pluriannuelles ».

Celles-ci permettent à la Commission de fixer son diagnostic sur le « déficit excessif » des États-membres et l'éventuelle mise en œuvre des procédures contraignantes qui lui sont associées dans les traités.

Bien consciente qu'il lui faut se défendre et s'exonérer, sinon de toute responsabilité, du moins de toute véritable faute, l'Unedic a ainsi développé un argumentaire propre. Il est particulièrement intéressant et révélateur ; on aurait d'ailleurs pu espérer que nos gouvernements s'en saisissent eux-mêmes pour les institutions publiques qui sont sous leur responsabilité...

Sous l'intitulé : « De l'intérêt de décomposer le solde de l'assurance-chômage en parties structurelle et conjoncturelle »⁴¹, l'Unedic explique que « les dépenses d'assurance-chômage sont très sensibles à la conjoncture puisqu'elles dépendent de l'ampleur du chômage : 83 % des dépenses correspondent directement aux allocations versées et 9 % sont des cotisations versées aux caisses de retraites complémentaires pour les chômeurs indemnisés, versements proportionnels aux allocations versées. En période de crise, le chômage s'amplifiant, ces dépenses s'accroissent [...]. De manière analogue, les recettes de l'assurance-chômage sont liées aux fluctuations économiques : les recettes proviennent à hauteur de 97 % des contributions, qui correspondent à une proportion de la masse salariale ; or la masse salariale résulte elle-même des mouvements de l'emploi

41. « Les perspectives financières de l'assurance-chômage, 2017-2020 », Unedic, juin 2017, pp. 38-46.

et de l'évolution des salaires. En période de crise économique, l'emploi se contracte, la masse salariale aussi et les recettes sont impactées négativement. De ce fait, l'assurance-chômage constitue un puissant stabilisateur social et économique [...]. Un régime d'assurance-chômage équilibré est un régime où les années de déficit financier sont compensées par les années d'excédents. Isoler la partie conjoncturelle du solde amène à mieux comprendre dans quelle mesure la conjoncture impacte l'équilibre du régime d'assurance-chômage au cours du temps et permet ainsi de se fixer un objectif en termes de pilotage : l'important est d'obtenir un solde structurel à l'équilibre. »

Ainsi, le rôle conjoncturellement stabilisateur d'un régime de protection sociale est-il officiellement reconnu et – pour une fois – défendu. La place propre de l'assurance-chômage y est évidemment pour beaucoup : en période de crise, le chômage augmente et avec lui les indemnités, de leur côté, les cotisations se réduisent ou se tassent ; les finances du régime se trouvent ainsi prises dans un effet de ciseaux. Il serait pour le moins paradoxal – et politiquement intenable – qu'au motif européen de l'équilibre des comptes, les prestations chômage soient réduites en période de montée du chômage ! Sauf à remettre en cause le principe même de l'assurance-chômage, il faut donc se résigner à consentir une exception temporaire aux canons de la beauté européenne.

3.2.2. Face, je gagne, pile tu perds : le solde structurel

Le problème avec cette décomposition, c'est que, face au solde conjoncturel – s'il est négatif, il est néanmoins tolérable pour la Commission européenne car supposé temporaire –, il en existe un autre, le solde structurel, qui ne l'est pas : sa permanence contrevient ostensiblement aux exigences de la règle d'or de l'article 3 du TSCG. Or, isoler le premier, c'est, *ipso facto*, faire venir le second en pleine lumière.

Autant dire, au passage, que tout l'art des experts se déploie ici. Soit, s'ils sont du côté de la sadisation des peuples, pour faire apparaître le solde conjoncturel le plus faible et en rajouter dans le solde structurel ; soit, et c'est ici la fonction de ceux de l'Unedic, pour maximiser le rôle de la conjoncture dans l'apparition des déficits. Inutile de dire que la bataille entre économistes autour de la mesure de l'*output gap*, « l'écart de production », – écart entre un PIB potentiel, censé pleinement utiliser les facteurs de production et le PIB réel – est une bataille particulièrement vive et incertaine⁴². Au-delà des batailles d'universitaires, elle est surtout lourde d'enjeux !

42. S'agissant de concepts particulièrement volatiles, rien, en effet, ne permet ici d'avoir de véritable assurance sur le bien-fondé de telle ou telle méthode ni d'ailleurs des résultats. Les économistes de l'Unedic s'en expliquent assez clairement : « la mesure de l'écart de production dépend de nombreuses hypothèses et la décomposition du solde entre parties structurelle et conjoncturelle présente une marge d'incertitude importante. Et ce pour plusieurs raisons : la mesure du PIB potentiel : les principales organisations internationales et les exécutifs nationaux et européens réalisent des mesures de PIB potentiel. Ces mesures varient sensiblement selon les sources (Commission européenne, OCDE, FMI, etc.). Nous utilisons ici la mesure fournie

Force en tout cas a été pour les experts de l'Unedic de reconnaître leur échec : « Depuis 2010, les soldes conjoncturels et structurels sont négatifs. Le solde structurel hors charges d'intérêts est en moyenne de –1,5 Md€ entre 2010 et 2016. »⁴³ La science économique a donc fini par parler : l'Unedic présente non seulement un déficit conjoncturel, mais aussi un déficit structurel... Il est de l'ordre de la moitié du déficit constaté.

par la Commission européenne, mesure de référence. La réactivité des dépenses et des recettes d'assurance-chômage à la conjoncture (élasticité) : à PIB potentiel donné, le calcul du solde structurel est très sensible à l'élasticité des dépenses et des recettes d'assurance-chômage à l'*output gap*, c'est-à-dire à l'amplitude de variation des dépenses et des recettes lorsque l'*output gap* varie. Cette amplitude de variation n'est pas une grandeur aisément mesurable. Elle ne peut qu'être estimée par un modèle. Elle est donc elle aussi sujette à une certaine marge d'incertitude. Le calcul de l'indicateur d'*output gap* dépend non seulement du PIB potentiel, mais aussi de la mesure du PIB effectif (ou réel). Ainsi, aux difficultés de choix de la méthode, se rajoute l'incertitude liée aux révisions qui peuvent intervenir plus tard sur le PIB réel mesuré par l'Insee. Ce dernier est en effet régulièrement révisé sur les années les plus récentes. Ainsi, au mois d'avril, le PIB effectif mesuré par l'Insee a été révisé à la hausse sur les années 2014, 2015 et 2016, alors que la mesure d'*output gap* de la Commission européenne est antérieure. Le solde structurel est d'autant plus volatil qu'il est étudié sur des années récentes. On peut considérer que jusqu'en 2014 l'historique de la décomposition du solde est fiable et stabilisé ; les années plus récentes sont en revanche à considérer avec précaution. » De ces incertitudes majeures, la Cour des comptes s'est faite l'écho : « Une telle analyse est soumise aux incertitudes importantes qui entourent usuellement les évaluations de croissance potentielle, incertitudes encore accrues actuellement par la difficulté à distinguer, dans la faible croissance observée depuis 10 ans, ce qui traduit les séquelles de la crise financière de 2008-2009 de ce qui relève de tendances structurelles plus profondes. » (*Rapport sur la situation et les perspectives financières*, juin 2017, p. 9). C'est, je pense, assez dire la totale vacuité de ces débats. Malheureusement, vacuité, mais pas innocuité !!!

43. Unedic, *op. cit.*, p. 41.

Ce qu'il y a de bien avec la norme européenne – « ne pas vivre au-dessus de ses moyens » – c'est que le *deal* est *lose-lose*, perdant-perdant, pour les peuples. Si le solde structurel est positif, c'est que l'institution vit au-dessus de sa condition. Il y a excès de ressources, qu'il convient donc de supprimer, puisqu'elle n'en a pas besoin et que, en le faisant disparaître, on fait par là même avancer la « compétitivité fiscale ». Si, à l'inverse, il est négatif – comme ici –, c'est que l'institution vit au-dessus de ses moyens ; il faut raboter les prestations à due concurrence, afin de ramener le « solde structurel » à zéro. En somme, pour Bruxelles : face, je gagne, pile, tu perds !

Le choix a effectivement été celui-là et s'est matérialisé dans la convention 2017. Comme l'écrit l'Unedic : « Selon le chiffrage présenté dans l'analyse de l'impact de la convention 2017, la mise en œuvre des nouvelles règles d'assurance-chômage conduit à réduire le solde structurel de 930 M€ par an, ce qui correspond aux économies réalisées en régime de croisière. » L'application de cette nouvelle convention, combinée avec la réforme des règles entre États européens pour les travailleurs transfrontaliers décidée par Bruxelles, aboutit à ce que les « deux mesures cumulées permettraient de résorber presque totalement le solde structurel de l'assurance-chômage moyen ». Bref, ce que la convention de 2009 avait apporté, notamment avec la fin des filières et le raccourcissement de la durée d'affiliation pour l'ouverture d'un droit, celle de 2017 est venue financièrement le contrebalancer.

3.3. À la recherche du déficit perdu des administrations de Sécurité sociale

3.3.1. Le Régime général n'est plus en déficit

La situation actuelle et future des déficits de l'équilibre financier du Régime général est aujourd'hui parfaitement claire. Le tableau 6⁴⁴ en présente l'évolution, réalisée ou prévue, sur une pleine décennie. Tout d'abord, en 2016, après plus d'une décennie de déficits, la Caisse nationale d'assurance-vieillesse (Cnav) est redevenue excédentaire (+0,9 Md€) et le restera en 2017. Elle y serait d'ailleurs parvenue dès 2015, si cette année n'avait pas été marquée par l'intégration financière de la branche retraite du régime social des indépendants (le RSI) au régime général.

Pour la Commission des comptes de la sécurité sociale, cette situation nouvelle d'équilibre « s'explique par les effets du relèvement progressif de l'âge de départ en retraite sans décote de 60 à 62 ans, qui entraîne des reports de liquidation pour les générations concernées, et par le début du relèvement progressif de 65 à 67 ans de l'âge de départ à taux plein pour la première génération concernée, celle née au second semestre 1951. Enfin la faible inflation se traduit par des revalorisations

44. Le lecteur attentif aura sans doute remarqué que les données de ce tableau diffèrent de celles données aux tableaux 4 et 4bis. En effet, les chiffres qui figurent dans ce tableau sont issus de la comptabilité générale des caisses. Elles diffèrent légèrement de celles figurant aux tableaux 4 et 4bis, qui sont celles de la comptabilité nationale. Le lecteur intéressé trouvera dans le *Rapport de la Commission des comptes de la sécurité sociale* de juillet 2017, p. 183, les clés de passage de la comptabilité générale à la comptabilité nationale.

des prestations d'ampleur très limitée (+0,08% en moyenne annuelle en 2016, après +0,03% en 2015) »⁴⁵.

À ces raisons austéritaires, sur lesquelles je n'insisterai pas, mais qui mettent au premier plan l'ensemble des « réformes des retraites » qui se sont succédé, j'ajoute, pour ma part, le début de la fin de la bosse démographique due aux départs en retraite des enfants du *baby boom* de l'immédiat après-guerre. Quelles qu'en soient les causes, cet équilibre retrouvé apparaît ainsi désormais structurel.

Pour ce qui est des autres branches du Régime général, celle des accidents du travail et maladies professionnelles est en excédent (+2.4 Md€ en 2017), et la branche famille est quasiment à l'équilibre. Hors la branche maladie, toutes les autres branches du Régime général se présentent donc aujourd'hui en excédent. Au total, le déficit de l'ensemble RG+ FSV est ainsi dû actuellement pour moitié à la branche maladie et pour moitié au FSV (*cf.* tableau 6, p.85).

Par ailleurs, en l'état actuel des prévisions telles qu'elles ressortent de la dernière loi de financement de la Sécurité sociale au moment où ces lignes sont écrites, celle pour 2018, dont les projections vont jusqu'en 2021, le Régime général devrait désormais être en net, voire large, excédent.

Au total, actuellement le déficit d'ensemble des RG+FSV est imputable à la branche maladie et au FSV. Dans l'avenir proche, le Régime général devenant globalement excédentaire, le déficit subsistant en 2018 sera donc en totalité imputable au seul FSV.

45. *Commission des comptes de la Sécurité sociale, op. cit.*, p.21.

Tableau 6. Les déficits, ou excédents, réalisés et prévus, du régime général et du FSV, 2012-2021.

En Md€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Maladie	-5.9	-6.8	-6.5	-5.8	-4.8	-4.1				
Accidents du travail	-0.2	+0.6	+0.7	+0.7	+0.8	+0.9				
Retraites	-4.8	-3.1	-1.2	-0.3	+0.9	+1.0				
Famille	-2.5	-3.2	-2.7	-1.5	-1.0	+0.5				
Total RG	-13.3	-12.5	-9.7	-6.8	-4.1	-1.6	+1.2	+3.5	+6.6	+10.3
FSV	-4.2	-2.9	-3.5	-3.9	-3.6	-4.0	-3.4	-2.7	-1.4	-0.8
R.G. + FSV	-17.5	-15.4	-13.2	-10.8	-7.8	-5.5	-2.2	+0.8	+5.2	+9.5

Sources : Jusqu'en 2017 : Commission des comptes de la sécurité sociale, juillet 2017, p.11 ; de 2018 à 2021, PLFSS pour 2018, Annexe 9, p.32

3.3.2. Que faire des excédents ? La Sécurité sociale comme vache à lait

À tout cela s'ajoute le fait que les régimes de base autres que le Régime général, sont structurellement en léger excédent, d'autant plus facilement, d'ailleurs, que ceux en difficulté ont été progressivement intégrés à celui-ci.

Au total, en l'état actuel des prévisions, tous régimes confondus, pour l'ensemble des Asso, c'est désormais un excédent qui devrait être constaté, et ce dès 2017. Avec son retour, on y reviendra, la source de cette part de la dette sociale sera tarie. C'est ce qu'indique sans ambiguïté aucune le projet de loi de programmation des finances publiques 2018-2022 examiné au Parlement dans le courant de l'automne 2017. Dans son rapport annexe, ce texte, la « feuille de route » envoyée à Bruxelles pour examen de la conformité des finances publiques françaises aux exigences des traités, indique en effet, très officiellement :

« Le solde des administrations de sécurité sociale (Asso) se redresserait sur la période 2019-2022, du fait de la dynamique modérée des dépenses des branches vieillesse et famille et de la maîtrise des dépenses d'assurance maladie. Proche de l'équilibre dans le compte provisoire de 2016, le solde des Asso deviendrait positif dès 2017. Au-delà, sous le double impact de dépenses maîtrisées et de recettes favorables dans un contexte de croissance solide et de nette amélioration en termes d'emploi, le solde des Asso deviendrait très excédentaire. »

« Très excédentaire », c'est le moins qu'on en puisse dire, puisqu'il devrait être de l'ordre de plus de

20 Md€ par an (cf. tableau 7 ci-dessous). Reste naturellement à voir comment, et à quel prix, cet excédent est obtenu, ainsi qu'à quel profit il se récoltera.

Tableau 7 Évolution prévue des Asso, 2016-2023

En points de PIB	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dépenses	26,3	26,0	25,9	25,6	25,1	24,8	24,5
Recettes	26,1	26,2	26,5	26,4	25,9	25,7	25,3
Solde	-0,1	0,2	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Solde (Md€)	-2,9	4,3	12,9	20,4	20,8	21,5	22,3

Source : Rapport annexe au Projet de loi de programmation des finances publiques 2018-2022

À quel prix ? Le tableau 7 est parfaitement explicite, et ne saurait d'ailleurs surprendre, tant il s'inscrit dans la dynamique perdant-perdant déjà évoquée : une réduction de la part des recettes dans le PIB (-0,8 point de PIB, soit de l'ordre de 20 Md€), mais moindre que celle des dépenses (-1,8 point de PIB, de l'ordre d'un peu plus de 40 Md€). Un rééquilibrage qui s'inscrit donc dans le cadre de la « compétitivité fiscale » et s'obtient en conséquence par une constriction des dépenses plus forte que celle des recettes. Le lecteur intéressé par un examen détaillé de ce qui est annoncé branche par branche pourra utilement consulter ce texte de loi sur le site de l'Assemblée Nationale ! L'essentiel en est résumé par ce fait : l'évolution des dépenses des Asso et ici plus particulièrement celles du Régime général (cf. tableau 8 p.87) est systématiquement inférieure,

voire très inférieure, à celle de la richesse nationale. Voilà pour le comment.

Tableau 8 Charges nettes des régimes obligatoires de base de sécurité sociale

Évolution en %	2018	2019	2020
PIB en valeur	2,8%	2,95%	3,2%
Branche vieillesse	2,3%	2,5%	2,6%
Branche famille	0,1%	0,8%	0,8%
Ondam	2,3%	2,3%	2,3%

Source : Rapport annexe au projet de loi de programmation des finances publiques 2018-2022.

À quel profit ? Là encore, à défaut d'être précis, le texte du projet de loi est sans ambiguïté aucune et d'une tranquille brutalité :

« ...Dans cette trajectoire, il est fait l'hypothèse conventionnelle d'une contribution du secteur Asso à la réduction du déficit de l'État, sous forme de transfert, dès 2019. Ce transfert stabilise l'excédent Asso hors Cades et FRR sur toute la période à un niveau légèrement supérieur à l'équilibre. Ce choix, neutre sur l'ensemble des APU, reflète aussi le fait qu'une contribution des sous-secteurs revenus à l'équilibre reste nécessaire. »

L'excédent de la Sécurité sociale – soit, de 2019 à 2022, environ 80 Md€ –, ne sera donc pas mis au service des régimes pour améliorer les prestations ou les équipements, mais servira à financer des « transferts ». Reste à savoir lesquels. Si sur ce point le texte n'est pas véritablement explicite, il laisse néanmoins en pointer clairement la direction : la poursuite de l'érosion fiscale : « Les mesures nouvelles en prélè-

vements obligatoires visant à la simplification, la recomposition et la réorientation de nos recettes fiscales, pèseront sur l'ajustement structurel pour près de 1 point de PIB potentiel sur la période [En français de tous les jours : de l'ordre de 23 Md€ par an]. Cette stratégie permettra de libérer l'activité, le pouvoir d'achat, et de stimuler l'investissement productif, risqué et innovant. [...] La pression fiscale qui pèse sur les entreprises et les ménages français, entravant la demande et l'initiative privées, sera relâchée. La baisse des prélèvements obligatoires se poursuivra avec une baisse d'un point de PIB d'ici 2022, dont plus de 10 milliards d'euros de baisse d'ici à fin 2018, bénéficiant à la fois aux ménages et aux entreprises. Sur la période de programmation, le taux de prélèvements obligatoires sera ramené de 44,7 % en 2017 à 43,6 % en 2022. » Tel est donc le programme : libérons-nous des entraves, vive la liberté et l'initiative !!!

Les quelque 20 Md€ ainsi dégagés chaque année sur le dos de la Sécurité sociale serviront sans aucun doute à financer la bascule du Crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) : ce qui était crédit d'impôt, pesant ainsi sur le déficit de l'État, va, dès 2019, devenir allègement de cotisations sociales patronales, donc supporté par la Sécurité sociale sur ses ressources, alors que dans le même temps : « Afin de renforcer la compétitivité des entreprises, l'activité et l'attractivité de notre économie, la fiscalité des entreprises sera allégée et simplifiée. Le taux facial de l'impôt sur les sociétés sera réduit, par étapes, à 25 % d'ici 2022. Cette baisse permettra de converger vers la moyenne européenne... »

La Sécu comme vache à lait pour « financer la compétitivité des entreprises [...] et l'attractivité de

notre économie », voilà de bien nobles missions, que n'avaient sans doute pas en tête ses pères fondateurs en 1945 !

S'il s'était agi d'une fable, je l'aurais sans doute nommée : la vache à lait à qui l'on fait croire qu'elle est une cigale...

Chapitre 4 De l'endettement à sa disparition programmée

L'essentiel de la dette des organismes sociaux résulte des deux cycles de déficits du régime général. D'abord, de 1993 à 1996, années de très fort creux, période qui marque un important décrochage à la hausse dans le niveau des déficits par rapport aux quinze années antérieures (avec des déficits compris entre 8 et 10 Md€ entre 1993 et 1996). Ces déficits ont été temporairement résorbés au tournant des années 2000 sous l'effet, en particulier, d'une évolution exceptionnelle de l'emploi, dans laquelle la réduction du temps de travail a joué tout son rôle. Mais le retour, dès 2003, à des niveaux de déficit annuel oscillant autour de 10 Md€, leur très brutale augmentation suite à la crise économique de 2008-09, puis leur reflux par paliers expliquent l'augmentation importante de l'encours de la dette portée par la Cades et l'Accos jusqu'en 2015.

Les modalités de financement de la dette de la sécurité sociale sont passablement complexes ; elles ont, de surcroît, été modifiées à plusieurs reprises par les lois de financement de la sécurité sociale, ce qui n'en facilite certes pas la compréhension. Au demeu-

rant, la possibilité de recours à l'endettement des régimes de sécurité sociale est très réglementée (*cf.* Encadré 6), qu'il s'agisse de répondre à des besoins de trésorerie ponctuels en faisant appel à l'Accos (encadré 7, p.93), ou de couvrir des besoins de financement de nature plus permanente via la reprise de leur dette par la Cades (*cf.* Encadré 8, p.96). De ce fait, le financement des déficits et le recours à l'endettement de ces organismes est passablement alambiqué, puisque indirect et s'étant fait, de surcroît, selon des modalités mouvantes au fil du temps.

Pour s'en tenir pour l'instant à l'essentiel, on retiendra que les régimes transfèrent leurs déficits dans des conditions définies, soit auprès de l'Accos, – la “banque” de la Sécu –, soit auprès de la Cades. Ces organismes ont, eux, recours à l'emprunt auprès du système financier – à court terme pour l'Accos, à moyen long terme pour la Cades – et portent donc ainsi à eux deux la dette sociale. Enfin, mais pour le seul régime vieillesse, un refinancement partiel était possible auprès du Fonds de réserve des retraites (FRR) qui, ayant été doté de ressources propres, a acquis des valeurs financières. C'est ainsi qu'il a financé partiellement les retraites du régime général par la vente de ses actifs financiers et l'utilisation des revenus qu'il en tire. Toutefois, depuis la Loi de financement de la Sécurité sociale de 2011, ce rôle originel a totalement disparu (*cf.* Encadré 9).

Au total, on retiendra donc ceci, qui est l'essentiel : désormais, l'ensemble de la dette – autre que les besoins de trésorerie, dont l'Accos a la charge – est portée par la Cades. Le FRR, qui ne finance donc plus, en aucune façon, les retraites, apporte à la

Cades des ressources, en vendant partie de ses actifs, ou en utilisant les produits financiers qu'il en tire.

Encadré 7 : Les organismes de sécurité sociale et l'endettement

En application de l'article L.O. 111-3 du code de la sécurité sociale, la loi de financement de la sécurité sociale peut autoriser, de façon limitative, les organismes de sécurité sociale dont le fonds de roulement ne permet pas de couvrir les besoins de trésorerie au cours de l'année, à recourir à des « ressources non permanentes », dans la limite de montants déterminés chaque année. Les articles L. 139-3 à L.139-5 du code de la sécurité sociale précisent que les ressources non permanentes auxquelles peuvent recourir les régimes habilités par la loi de financement « ne peuvent consister qu'en des avances de trésorerie ou des emprunts contractés pour une durée inférieure ou égale à douze mois ». En cohérence avec ces principes, l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acos, *cf.* Encadré 9) n'est autorisée à émettre que des titres de créances négociables d'une durée d'au plus un an.

Seuls cinq organismes ont été autorisés à recourir à l'emprunt : l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acos) pour le régime général, mais aussi pour les organismes dont elle assure la couverture des besoins de trésorerie, la caisse centrale de la mutualité sociale agricole (CCMSA), la caisse autonome nationale de sécurité sociale dans les mines (CANSSM), la caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG) et la caisse de prévoyance et de retraite du personnel de la SNCF. Quant aux autres régimes, les uns sont financièrement intégrés au régime général, les autres n'ont

pas besoin d'une telle autorisation d'emprunt, leur profil de trésorerie actuel ne le justifiant pas.

Ces règles ont vocation à limiter le recours à l'emprunt à la stricte couverture de besoins de trésorerie, car l'essentiel de la dette de moyen long terme du régime général a été transféré à la caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades, cf. Encadré 7). Elles n'interdisent toutefois pas à l'Accos de porter une dette de nature plus permanente, à la condition que son financement ne mobilise que des instruments à maturité de moins d'un an – ce qui oblige à la refinancer régulièrement. Enfin, pour être complet, les conventions régissant les régimes de retraite complémentaire ne leur permettent pas le recours à l'emprunt.

4.1. Des infortunes de la vertu : les besoins de trésorerie et l'endettement à court terme

S'agissant des besoins de trésorerie et donc de la dette à court terme (moins de 12 mois), depuis 2016 et l'importante opération de reprise de déficits cumulés du régime général et du Fonds de solidarité vieillesse effectuée sur l'exercice par la Cades, l'Accos ne porte plus que des besoins de trésorerie. Sa dette n'est donc désormais que de court terme et elle est à cet égard la source quasi unique de financement pour les caisses dont elle centralise les trésoreries. Au 31 décembre 2016, son solde de trésorerie s'est établi à -17,3 Md€. Pour couvrir ce besoin, le législateur a autorisé l'Agence à recourir à l'emprunt, pour un encours maximum de 33 Md€ sur l'exercice 2017,

ce qui lui permet de gérer la trésorerie du régime général et de participer au financement des besoins de trésorerie d'autres régimes obligatoires de base (CCMSA, CANSSM, CNIÉG).

La situation qui prévaut sur les marchés financiers depuis quelques années a entraîné un bouleversement radical des modalités de refinancement de l'Accos. Alors qu'en 2010 encore, elle se refinançait à 72% par des avances de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) et à 12% par des billets de trésorerie publics, les appels au marché monétaire ne représentant alors que 16% du total emprunté. En 2017, la CDC n'intervient plus que pour 4% des financements de l'Accos et les billets de trésorerie publics pour 3%, alors que les marchés financiers en représentent, eux, 92%. Pour qui pouvait en douter, la financiarisation est bel et bien ici aussi en marche !

La décision de la Banque centrale européenne (BCE) de septembre 2014 d'abaisser ses taux directeurs – qui sera examinée dans son détail dans la Troisième partie – a, en effet, entraîné une baisse inédite des taux interbancaires, sur lesquels reposent la majorité des financements accordés sur les marchés monétaires. La baisse a été continue depuis cette date et, de ce fait, les taux d'intérêts de court terme ont été négatifs sur l'ensemble des années 2015, 2016 et 2017. Le taux de référence (l'Eonia)⁴⁶ auquel l'Agence emprunte sur le marché monétaire s'est ainsi établi à -0,320 % sur l'ensemble de l'année

46. European Over Night Interest Average : il correspond à la moyenne pondérée des taux sur le marché monétaire au jour le jour sur le marché européen. L'Eonia moyen sur les neuf premiers mois de l'année 2017 s'est établi à -0,35%.

2016, ce qui a permis à l'Accos de se financer à un taux moyen annuel de -0,458 %.

Encadré 8 : L'Accos et les besoins de trésorerie

La trésorerie des différentes branches du régime général est gérée par l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Accos). Elle est affectée non seulement par les opérations d'encaissements et de décaissements de ce régime (avec un suivi individualisé par branche en application de l'article L. 225-1 du code de la sécurité sociale), mais également par un certain nombre d'opérations pour compte de tiers dont le volume a fortement crû au cours de la dernière décennie : recouvrement de la CSG pour le compte du Fonds de solidarité vieillesse (FSV), des autres régimes d'assurance maladie et de la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA) ; recouvrement de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) pour le compte de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) ; recouvrement de la contribution de solidarité pour l'autonomie (CSA) pour le compte de la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA) ; recouvrement des cotisations d'assurance maladie et retraite des artisans et commerçants pour le compte du régime social des indépendants (RSI) dans le cadre de l'interlocuteur social unique (ISU) ; recouvrement des contributions d'assurance-chômage pour le compte de l'Unedic depuis 2011 ; recouvrement pour le compte des collectivités locales, hors du champ social, du versement transport (VT) ; versement de prestations pour le compte de l'État ou des départements (aide médicale d'État, allocation adulte handicapé, prime d'activité...). En 2018, l'Accos

sera chargée, à titre transitoire et dans l'attente des négociations sur l'avenir de l'assurance-chômage, de verser une compensation à l'Unedic en contrepartie de la baisse des contributions salariales d'assurance-chômage.

Cette gestion commune de trésorerie s'opère via un compte courant central de l'Accos ouvert auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). En dernier recours, il peut toutefois être nécessaire de couvrir un besoin de trésorerie par le recours à des financements bancaires ou de marché, qui ne peuvent que regrouper des prêts de moyen terme d'une durée inférieure à un an, des avances de trésorerie de court terme (de plusieurs jours à quelques semaines) ainsi que des découverts autorisés.

Le recours des caisses concernées aux instruments bancaires permet de constituer un socle de financement plus long que le dispositif actuel de mutualisation entre caisses, limité aux avances infra-mensuelles (à l'exception de la CCMSA et de la CANSSM, qui ne sont pas concernées par cette borne infra-mensuelle de financement auprès de l'Agence centrale, en application des dispositions de l'article L. 225-1-4). Toutefois, au regard des conditions potentiellement coûteuses de financement auprès des banques que supportent ces caisses, le principe est de n'y avoir recours qu'en complément des capacités de l'Accos, les avances de cette dernière devant constituer le socle de financement. Parmi les régimes habilités à emprunter, la CPRP SNCF demeure en 2017 la seule caisse couvrant exclusivement ses besoins de trésorerie via des financements bancaires.

Comme doivent le reconnaître les rédacteurs du projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2018 : « Cette situation a permis à l'Accos, davantage encore que l'année précédente, d'obtenir des marges négatives, ce qui conduit à constater des produits financiers sur les emprunts (115 M€) et des charges sur les placements et dépôts de marché (23 M€). [...] Grâce à cette situation exceptionnelle, de la même manière qu'en 2015, l'Accos a pu obtenir un résultat de trésorerie 2016 positif de 91,7 M€, réalisé à partir du financement des besoins de court terme des branches du régime général [...] il est ainsi envisagé un résultat de trésorerie prévisionnel positif à hauteur de 134 M€ sur l'exercice 2017. »⁴⁷ Autrement dit, depuis maintenant trois pleines années, emprunter à court terme – et donc s'endetter – rapporte... au débiteur et coûte au prêteur ! De la prospérité du vice et des infortunes de la vertu... Nous aurons l'occasion d'y revenir.

4.2. La possibilité d'une île : la fin programmée de l'endettement à long terme

En vingt ans, depuis sa création en 1996, la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) a vu plus que décupler la dette qu'elle est chargée de porter ; sur cette période, celle-ci est, en effet, passée de 23,2 Md€ à 260,5 Md€ (Tableau 9). Depuis 2016, la dette portée par la Cades est stabilisée à ce montant. Tout – et en particulier les perspectives financières qui viennent d'être évoquées – laisse aujourd'hui à penser que c'est là un montant qui va demeurer

47. Annexe 9 au PLFSS pour 2018, pp.11-12.

inchangé. Avec le retour des excédents financiers, il ne sera plus nécessaire de recourir à un endettement accru, ni de court, ni de moyen-long terme. De ce fait, le financement courant des régimes devrait désormais pouvoir être normalement assuré par l'Accos sans difficulté majeure.

Encadré 9 : La Cades

La caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades) a été créée par l'ordonnance du 24 janvier 1996, afin d'amortir, sur une durée limitée et grâce à des ressources dédiées, les dettes sociales qui lui sont transférées par la loi. De fait, la quasi-totalité des dettes qui lui ont été transmises sont celles du régime général. Il est à noter, toutefois, que l'intégration financière d'un nombre croissant de régimes au régime général aboutit à ce que le déficit transféré à la Cades comprend les déficits des régimes financièrement intégrés. En application de l'article 4 bis introduit en 2005 dans l'ordonnance du 24 janvier 1996, chaque nouveau transfert de dettes doit être accompagné d'un transfert de ressources suffisantes pour ne pas repousser l'horizon d'amortissement de la dette sociale, aujourd'hui estimé à 2024. En l'absence de nouvelle reprise de dette prévue en 2017, le montant global des reprises opérées par la Cades depuis sa création atteindra près de 260,5 Md€ au 31 décembre 2017. À cette date, la caisse aura amorti 139,5 Md€, soit près de 54% de la dette reprise et près de 6,1 points de PIB. Il lui restera alors 121 Md€ à rembourser, soit 5,3 points de PIB.

Le financement de la Cades est assuré par trois sources : le produit de la Contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS), la fraction de Coti-

sation sociale généralisée (CSG) qui lui est allouée, ainsi qu'une somme de 2,1 Md€ qui lui est forfaitairement versée chaque année par le Fonds de réserve des retraites (FRR, cf. ci-après). Elle bénéficie ainsi de ressources qui, au total, avoisinent les 15 Md€ par an. Les prévisions pluriannuelles tablent même sur 17,5 Md€ à l'horizon 2021. Telle est sa capacité d'amortissement, c'est-à-dire de remboursement annuel de la dette qu'elle porte.

Dans ces conditions, l'extinction de la dette de la Cades est une certitude programmée. Comme l'indique le projet de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS) pour 2018, « l'extinction de la dette de la Cades dépend essentiellement de trois paramètres : le rendement de la ressource, l'évolution des taux d'intérêt et le taux d'inflation. Ces paramètres sont utilisés par le modèle de gestion « actif-passif » de la Cades pour réaliser 8 000 simulations d'amortissement complet de la dette. Dans seulement 5 % des cas, la mission de la Cades ne serait pas terminée avant 8 ans (soit en 2025). Également dans 5 % des cas, l'amortissement serait achevé au plus tard au bout de 6 ans (soit en 2023). Dans le scénario médian [...], la Cades aura amorti l'intégralité de la dette qui lui a été transférée au bout de 7 ans [...]. Au vu de ces éléments prévisionnels, et toutes choses égales par ailleurs, la Cades aura amorti la totalité de la dette sociale qui lui a été transférée en 2024 ». ⁴⁸

48. Annexe 8 au PLFSS pour 2018, pp. 33-34.

Tableau 9. La situation de la dette sociale portée par la Cades

En Md€	1996	2015	2016	2017	2018
1. Dette portée	23.2	236.9	260.5	260.5	260.5
Résultat net d'exploitation = Amortissement annuel	2.2	13.5	14.4	14.8	15.2
2. Amortissement cumulé de la dette = remboursements déjà effectués	2.2	110.2	124.7	139.5	154.7
1-2= 3 Reste à amortir au 31/12/N	21.0	126.7	135.8	121.0	105.8

Source : Annexe 8 au PLFSS pour 2018

En l'état actuel de ces très officielles prévisions, le remboursement complet de la dette du Régime général devrait donc être effectif début 2024. À cette date, les ressources qui lui sont allouées : la CRDS (7,1 Md€ en 2017) et une fraction de la CSG (7,9 Md€) seront alors libre de toute affectation... Reste seulement à savoir si ces quelque 15 Md€ de ressources annuelles seront alors utilisées pour améliorer les remboursements maladie, les prestations familiales et les retraites. À moins, bien sûr, qu'elles ne le soient, comme on vient le voir pour les excédents des régimes, pour améliorer la « compétitivité fiscale », par exemple sous la forme d'une nouvelle fournie de réduction du « poids insupportable des charges sociales » !

4.3. De la prospérité du vice : les actifs du FRR

Contrairement à ce que son intitulé maintenu le laisse penser, le Fonds de réserve des retraites (FRR, *cf.* Encadré 10, p.103) est désormais tout sauf un fonds destiné aux retraites. Ne servant plus, depuis la réforme de 2011, qu'à abonder annuellement la Cades jusqu'en 2024, il est devenu un pur acteur financier, voire un spéculateur actif. Il n'a ainsi plus d'autre activité que de fournir 2,1 Md€ chaque année à la Cades, et de gérer au mieux le portefeuille de 35 Md€ dont il dispose.

De cette transformation témoigne le cadre nouveau de gestion qui lui a été défini lors de cette réforme. Celle-ci a, en effet, « conduit l'établissement à mettre en place un cadre de gestion de ses placements dont l'objectif est de maximiser le surplus (actif-passif) tout en couvrant ce passif. Cette gestion se traduit par une décomposition de l'actif en :

- une poche dite de « couverture » essentiellement obligataire, destinée à assurer de manière très sécurisée le paiement de la plus grande partie des engagements annuels du FRR [...];
- une poche dite de « performance » visant un rendement supplémentaire, grâce à des actifs dynamiques et diversifiés et représentant 51% de l'actif »⁴⁹.

La poche de couverture contient des instruments de taux à risque de crédit très limité : des

obligations de l'État français (OAT) et des obligations d'entreprises de qualité en euros ou en dollars. La poche de performance est actuellement composée d'actions des pays développés et émergents, d'obligations d'entreprises à haut rendement, d'obligations des pays émergents et d'actifs non cotés (capital investissement, dette privée, immobilier et infrastructures). Au 30 juin 2017, le portefeuille se décomposait de la façon suivante : 53,7% d'actifs de performance et 46,3% d'actifs obligataires et de trésorerie. Récemment le FRR a, de surcroît, obtenu l'autorisation d'investir dans des actifs non cotés français (capital investissement, dette privée, infrastructure, immobilier), afin de soutenir le développement de l'économie française ; il est ainsi amené à jouer un rôle assurément louable dans le développement de l'économie nationale, mais néanmoins bien éloigné de sa mission initiale...

Encadré 10 : Le FRR

Le fonds de réserve pour les retraites (FRR) a été créé par la loi de financement de la sécurité sociale (LFSS) pour 1999 afin de gérer les réserves financières destinées à soutenir les régimes de retraite à l'horizon 2020. Tel était son rôle originel. Depuis la loi de financement de la sécurité sociale pour 2005, le FRR a, de surcroît, pour mission de gérer pour le compte de la CNAV, jusqu'en 2020, 40% de la soultte versée au régime général par la caisse nationale des industries électriques et gazières (CNIEG), en contrepartie de l'adossement du régime spécial de retraite des IEG.

49. Annexe 8 au PLFSS pour 2018, p. 11.

Toutefois, la LFSS pour 2011, dans le cadre du transfert à la Cades des déficits de la CNAV et du FSV sur la période 2011-2018, a prévu la mobilisation anticipée des ressources du fonds. D'une part, le produit de 1,3 point du prélèvement social sur les revenus du capital dont bénéficiait le FRR a été réaffecté à la Cades à compter de 2011, le fonds ne dispose donc plus de recettes autres que ses produits financiers. D'autre part, le FRR effectue des versements annuels au profit de la Cades – depuis 2011 et jusqu'en 2024 – à hauteur de 2,1 Md€ au titre de la réalisation progressive de ses actifs. Pour répondre à ces nouveaux engagements vis-à-vis de la Cades, le fonds a mis en œuvre, depuis décembre 2010, une politique d'investissement fondée sur une nouvelle allocation stratégique de son portefeuille d'actifs. Il est désormais structuré en une poche dite « de couverture », composée d'actifs obligataires, et une poche dite « de performance » regroupant des actifs diversifiés visant un surcroît de rendement. Au 31 décembre 2016, le portefeuille d'actifs du FRR se composait, pour 51%, d'actifs de performance – dont 75% sont des actions – et pour 49% d'actifs obligataires de couverture, comprenant pour moitié des titres d'émetteurs souverains. À la même date, la valeur de marché des actifs du FRR s'établissait à 36,0 Md€, dont 4,8 Md€ correspondent à la soulte des industries électriques et gazières.

Pour l'année 2016, le rendement d'ensemble du FRR a été de 5,0 % et de 8,2% pour la seule poche de performance. Le premier semestre 2017 a vu une hausse sensible des rendements de l'ensemble des actifs de performance, et notamment des actions (+12,2% en zone euro, +10,4% dans les pays

émergents, +7,8% en Amérique du Nord, +5,5% au Japon...). Bref, nous sommes ici dans la pure spéculation financière, même si c'est, bien évidemment, pour la bonne cause de la Sécurité sociale...

Ainsi, au 30 juin 2017, la valeur de marché du portefeuille du FRR (y compris la soulte IEG) était de 35,4 Md€, après déduction du septième versement de 2,1 Md€ à la Cades, effectué le 25 avril 2017 (cf. Tableau 10). À cette même date, l'actif net du FRR – différence entre son actif (son portefeuille d'actions et d'obligations) et son passif (les versements à la Cades restant à faire et la soulte IEG) – s'établit, en hausse, à 15,7 Md€. Ceci amène deux remarques.

Tout d'abord, magie des marchés financiers : la valeur des actifs du fonds était de 36,0 Md€ à la fin 2016 et, en dépit du versement de 2,1 Md€ effectué entre temps à la Cades, le portefeuille détenu valait encore 35,4 Md€ fin juin 2017. Il s'ensuit donc, c'est de l'arithmétique de certificat d'études, que : $35,4 - (36,0 - 2,1) = + 1,5$. Le portefeuille boursier du FRR s'est valorisé de 1,5 Md€ en un semestre. La Sécurité sociale s'est enrichie en dormant !

Deuxième remarque, enfin : à fin juin 2017, l'actif net du FRR – différence entre son actif (son portefeuille d'actions et d'obligations) et son passif (les versements à la Cades restant à faire et la soulte IEG) – s'est établi, en hausse, à 15,7 Md€. Il faut bien comprendre l'importance et la double signification de ce chiffre. Il veut d'abord dire que si le FRR fermait aujourd'hui ses portes et payait par anticipation à la Cades l'ensemble des versements qui lui incombent et à la CNAV les 40% de la soulte IEG qu'il gère, il resterait encore 15,7 Md€ en caisse, absolument libres

de toute affectation. Quant à l'augmentation continue de cet actif net depuis 2014, elle signifie que les intérêts et dividendes perçus sur les valeurs en portefeuille et la valorisation boursière de ce même portefeuille sont, au total, supérieurs au versement annuel de 2,1 Md€ à la Cades. En l'absence de toute ressource affectée, ce résultat positif est donc entièrement dû à l'activité financière du fonds et au rendement de ses actifs. Merci la financiarisation !...

Tableau 10. Valeur de marché de l'actif et résultat financier du FRR

En Md€	2013	2014	2015	2016	2017
Actif au 31/12 (au 31/6 pour 2017)	36,3	37,2	36,3	36,0	35,4
Résultat financier net	1,9	1,5	1,6	0,8	1,9
Somme cumulée des versements à la Cades	6,3	8,4	10,5	12,6	14,7

Source : Annexe 8 au PLFSS pour 2018, p. 17.

Traduisons. En l'état actuel des choses, le FRR dispose aujourd'hui d'un actif de 35,4 Md€. À l'horizon 2024, date prévue du dernier versement à la Cades – qui aura elle-même normalement alors achevé sa mission, comme on vient de le voir –, en tenant compte de ressources tirées des seuls placements de l'ordre de 2 Md€ par an et d'une probable poursuite de la valorisation boursière de son portefeuille, le FRR devrait alors disposer d'un magot, que l'on peut raisonnablement estimer devoir être de 25 à 35 Md€. Absolument libre de toute affectation, servira-t-il alors à l'amélioration des retraites, comme

la mission initiale du Fonds le voulait ? La question est posée...

4.4. Des administrations de sécurité sociale désendettées, sauf l'Unedic...

Au total, au terme de cette analyse de la situation financière de la Sécurité sociale, sans être parfaitement certaines, les perspectives qui s'ouvrent sont, à en croire le discours officiel, plus que largement rassurantes.

On se trouve ainsi bien loin du bilan alarmé de la Cour des comptes : « À court terme, le rétablissement des comptes sociaux exige en tout état de cause des mesures immédiates de redressement pour enrayer la dégradation des perspectives financières et accélérer le retour à l'équilibre. Elles devront s'accompagner de la définition d'un schéma global d'amortissement de la dette à court terme accumulée à l'Accos à cet horizon, qui nécessite des choix rapides pour éviter d'en reporter une nouvelle fois le poids sur les générations montantes. »⁵⁰

D'abord, en l'état actuel des prévisions officielles s'agissant du Régime général :

- depuis la réforme de 2011, l'Accos est recentrée sur la gestion de la trésorerie et ne porte plus de dette de long terme. Le retour progressif à l'équilibre des branches et de leurs régimes lui permettra d'assurer cette mission sans tension particulière. Par rapport à son niveau actuel, la dette de court terme qu'elle porte sur le marché monétaire sera

50. Rapport sur l'application des lois de financement de la Sécurité sociale, Cour des comptes, septembre 2017, p. 16.

alors revenue à des valeurs largement inférieures à celles d'aujourd'hui.

- la dette de long terme de la Sécurité sociale portée par la Cades est déjà pour plus de moitié remboursée ; elle devrait être totalement éteinte au début 2024. À compter de ce moment, les ressources qui lui sont allouées (CRDS et fraction de CSG), soit 15 Md€ par an, seront libérées.
- De la même façon, le FRR, à la mission redéfinie (versement forfaitaire à la Cades) et devenu depuis un pur instrument de spéculation financière, sera à cette date devenu sans objet. Il libérera les actifs en sus qu'il détient. On peut avec quelque vraisemblance les estimer comme devant être alors de l'ordre de 25 à 35 Md€.

Ces sommes sont considérables. Elles sont aujourd'hui affectées au Régime général et, en quelque sorte, lui appartiennent. Demain, devenues sans objet et permettant d'améliorer les prestations des régimes, lui reviendront-elles ? C'est une question que l'on peut légitimement – qu'il faut – dès aujourd'hui se poser. Pas sûr qu'elle soit, un jour, mise au débat. La logique de Maastricht, en tout cas, c'est clair, ne l'autorise pas.

En l'état actuel des prévisions, le régime général aura donc achevé son désendettement de moyen et long termes en 2024. Très bien, nous voilà rassurés, mais qu'en est-il des administrations de sécurité sociale prises cette fois dans leur ensemble ?

En laissant subsister une dette de 4,7 points de Pib pour les Asso à l'horizon 2022, la dernière en date des lois de programmation des finances publiques

(cf. Tableau 11, ci-après) vient, de fait, confirmer l'analyse qui est ici proposée.

Tableau 11. Évolution prévue de la dette des administrations de sécurité sociale

En points de PIB	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dette des Asso	10,1	9,7	9,0	7,9	6,8	5,8	4,7	3,6	2,5

Source : Rapport annexe au projet de loi de programmation des finances publiques 2018-2022 ; pour 2023-2024, mon calcul.

En effet, au rythme qui y figure d'une réduction de l'endettement de l'ordre de -1,1 point de PIB par an, son simple prolongement sur 2023 et 2024 aboutit à la subsistance d'une dette très sensiblement inférieure à 3 points à cette dernière échéance.

Or, une partie de la dette des Asso est incompréhensible : celle, de court terme, nécessaire aux besoins de trésorerie du régime général et qui est portée par l'Accos. Elle varie au fil des mois et du temps, mais elle s'est établie à environ 17 Md€ en 2017 et l'Accos bénéficie actuellement d'un plafond autorisé de 33 Md€. Compte tenu de la bonne santé attendue du Régime général à cet horizon, le chiffre de 20 Md€ est raisonnable.

Reste néanmoins... le reste, soit un peu moins de 2 points de PIB. Le mystère s'éclaircit dès lors que l'on se souvient que l'Unedic prévoit que sa dette devrait être de 39 Md€ en 2020.

Au total, tout converge donc pour permettre d'affirmer qu'à l'horizon du début de la prochaine

décennie, la dette de la Sécurité sociale sera éteinte, à l'exception, certes notable, de l'Unedic.

Non, décidément, la Sécurité sociale n'est pas au péril de sa dette.

PARTIE III : DES SOUCIS POUR LA DETTE ?

Nous voici donc rassurés : la protection sociale n'a désormais guère à craindre de sa dette. Il faut derechef ajouter, de sa dette, du moins. Car, en effet, nous l'avons vu, d'autres périls, autrement plus assurés, la guettent : le *hold up* annoncé sur ses excédents, sa possible expropriation du patrimoine qui lui avait pourtant été dédié et, *last but not least*, l'érosion fiscale sans fin et donc la constriction plus grande encore de ses dépenses, c'est-à-dire – car il faut bien un jour sortir du ciel des nombres et revenir sur la terre des hommes et des choses – de nos prestations.

Il reste aussi – car, il faut bien le reconnaître, la protection sociale n'épuise pas à elle seule le champ de la dette – que même ainsi amoindrie, la question initiale demeure. La loi de programmation des finances publiques en précise même chaque année le contour attendu (*cf.* Tableau 12, p.112), dont figure ici le dernier état au moment de la rédaction de ce livre, celle pour 2018-2022, examinée en décembre 2017 par le Parlement. Inutile de préciser à quel point, traduisant les engagements pris auprès de la Commission européenne, elle se veut maastrichtio-compatible.

Grâce, on vient de le voir, aux efforts consentis – mais à quel prix – par les Asso, et tout aussi bien par les collectivités territoriales (ligne 2 du tableau 12, les « Apul », dans le langage de la comptabilité nationale), le spectre des 100% de dette serait écarté. Car, dans le même temps, la dette de l'État (les « Apuc »⁵¹, ligne 1) continue, elle, de s'accroître, avant de plafonner vers 2020 puis d'engager sa décrue. Sur la période à venir, si, au total, la dette publique (ligne 4) se stabilise puis décroît, c'est d'abord grâce à cela.

Tableau 12. La trajectoire de dette publique des administrations publiques, par sous-secteur

En % du PIB	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1.Administrations publiques centrales (Apuc)	77,3	78,5	79,5	81,4	82,0	82,0	81,3
2. Administrations publiques locales (Apul)	9,0	8,6	8,3	7,8	7,2	6,4	5,4
3.Administrations de sécurité sociale (Asso)	10,1	9,7	9,0	7,9	6,8	5,8	4,7
4=1+2+3 Ratio d'endettement au sens de Maastricht	96,3	96,8	96,8	97,1	96,1	94,2	91,4

Source : *Rapport annexe au projet de loi de programmation des finances publiques, 2018-2022*

51. Les Apuc, c'est-à-dire, pour reprendre les dénominations du tableau 1 : l'État et les Odac.

Il ne faut pas se leurrer sur ces prévisions et cela pour deux raisons. La première est évidente : bien sûr l'avenir n'est pas, n'est jamais, écrit d'avance ; des événements exogènes, au hasard : une crise financière, peuvent toujours survenir et mettre à mal cette belle histoire racontée à Bruxelles, qui voit la France revenir progressivement dans les clous de la discipline maastrichtienne. Mais cela n'est pas véritablement une objection, c'est la vie même.

La seconde, par contre, est plus sérieuse et tient au caractère normatif de ces prévisions : elles supposent que les acteurs concernés se plient sans résistance notable aux contraintes qui leur sont ainsi opposées. L'actualité du début décembre 2017 vient aimablement illustrer cette difficulté : ainsi, à l'issue de la Conférence des territoires, qui s'est tenue le 14 décembre à Cahors, le Premier ministre a-t-il annoncé⁵² que le gouvernement allait déposer des amendements au projet de loi de programmation des finances publiques. La « fronde des maires » a ainsi, en particulier, mis en échec le projet de « règle d'or », d'obligation d'équilibre financier, que comportait à leur égard l'article 24 du projet. Devenant simple indication et perdant son caractère normatif, il devrait donc n'emporter aucune sanction s'il venait à ne pas être respecté. Cette histoire-là n'a donc rien d'un destin écrit d'avance, elle est soumise aux aléas des rapports de force.

Quoi qu'il en soit de ces réserves, une chose est sûre : le péril de la dette n'est pas conjuré, ni les

52. « Édouard Philippe rassure les collectivités », *Le Monde*, 16 décembre 2017, p. 8.

doutes sur sa soutenabilité levés. C'est cela que nous allons examiner dans cette troisième partie.

Au premier rang des problèmes redoutés est celui du poids de la charge de la dette, celui des intérêts à verser.

On nous dit et redit à satiété combien cette charge est lourde et pèse – et d'ailleurs le terme même qui est en l'occurrence retenu, celui de « charge de la dette » le connote suffisamment à lui seul : second budget de l'État, après l'Éducation nationale et avant celui de la Défense. Combien, aussi, il risque de grever l'avenir :

« Une augmentation de 100 points de base de l'ensemble des taux d'intérêt à partir de 2018 conduirait à accroître de près de 0,2 point de PIB cette année-là la charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques, cet impact montant progressivement en charge pour atteindre près de 0,3 point de PIB en 2019, et se poursuivrait les années ultérieures jusqu'à ce que l'ensemble du stock de dette ait été renouvelé aux nouvelles conditions »⁵³.

Traduisons : un point d'intérêt en plus, c'est, à terme et aux dernières nouvelles⁵⁴, de l'ordre de 19 Md€ de charge annuelle supplémentaire. C'est pourquoi, donc, il importe de se désendetter au plus vite, et pour cela, bien sûr, de consentir aux efforts qui sont demandés par des Pouvoirs publics, visionnaires au long terme et, de surcroît, heureusement réformateurs. Ces efforts sont

53. « Les perspectives des finances publiques, audit », Cour des comptes, juin 2017, p.91.

54. À savoir, en page 22 du « bleu budgétaire » de la mission « engagements financiers de l'État », qui est annexé au projet de loi de finances pour 2018.

ostensiblement voulus et demandés pour sauver et moderniser, non pour accabler. S'ils accablent, c'est par effet collatéral et comme par inadvertance : un mal nécessaire donc pour de nobles fins. « L'insu de son plein gré », en quelque sorte ...

Nous verrons dans cette partie combien cette question est mal posée et ses justifications avancées boiteuses. Mal posée et pas qu'un peu, car elle l'est à de trop multiples titres pour ne pas être intéressée.

D'abord, parce que la mécanique des taux d'intérêts est passablement compliquée et engage des enjeux macroéconomiques : l'effet d'une hausse (comme d'une baisse) n'est pas à examiner pour elle-même, mais au regard d'autres variables, l'inflation et la croissance par exemple, ce qui conduit en tout cas à passablement en changer la signification alléguée. L'importance de la dette publique donc n'est pas en soi un critère suffisant pour mettre à mal une économie. S'il en allait véritablement ainsi, il y a belle lurette que le Japon ou les USA⁵⁵, nations toutes deux passablement, sinon extrêmement, endettées, auraient dû peu ou prou connaître le sort de la Grèce, ce qui, jusqu'à plus ample informé, n'est pas encore le cas. Cette menace ne vaut que pour des économies que l'on peut sans trop de dommages mettre sous tutelle : des économies structurellement faibles et jugées marginales. Pour les autres, il en va comme des banques : *too big to fail*. Cela en dit clairement

55. Sur le cas de ces deux pays, cf. l'analyse qui en est faite in Attac, *Le piège de la dette publique*, Les liens qui libèrent, pp. 109-138.

la difficulté d'être seulement envisagée pour la France.

Ensuite, parce que la conjoncture actuelle, celle de taux d'intérêt singulièrement bas, voire négatifs pour les maturités d'emprunt les plus courtes, produit des effets étonnants et permet d'accumuler d'abondantes et précieuses provisions pour un possible, voire probable, hiver. Au demeurant, la décision de la Banque centrale européenne d'engager une politique de *quantitative easing*, qui est à la source de cette situation inédite, illustre très exactement le point précédent : pour discrétionnaire qu'elle ait été – elle n'a été engagée qu'à contre cœur et sous la pression extrême du réel – le fait qu'elle soit communément désignée comme « non conventionnelle », ou « non orthodoxe » le montre bien. Successivement, le risque d'un collapse bancaire, d'abord, d'un effondrement de la zone euro du fait de la crise des « titres souverains », ensuite, étaient, en effet, alors redoutés. Qu'elle ait été amenée à produire des effets inattendus et positifs du côté de la dette n'en modifie pas la cause initiatrice : sauver le système bancaire et, plus largement, financier européen.

Que de telles menaces – en somme des histoires de Croquemitaine racontées à des enfants – apparaissent comme crédibles n'indique à dire vrai qu'une seule chose : elles sont le fait d'épiciers, là où il faudrait des économistes s'adressant à des citoyens.

Que l'on entende bien, il ne s'agit pas là de prévention à l'égard d'une profession parfaitement honorable et par ailleurs extrêmement utile, mais les épiciers – et je tiens à m'excuser de les

mettre ainsi en exergue auprès de mes lecteurs si par aventure aucuns d'entre eux en étaient – sont gens qui n'imaginent pas que leurs actes puissent modifier l'ordre des choses et, éventuellement, celui du monde. Les économistes, eux, ont, non sans raisons, cette prétention de croire que les concepts qu'ils agitent touchent à ces sujets : si l'un est modifié, c'est par l'effet d'une évolution ou d'une transformation générale de l'économie, et cette modification engage à son tour des effets qui tendent à modifier les conditions de fonctionnement de cette même économie.

C'est au fond cela et rien que cela qu'il s'agit d'examiner dans cette troisième partie. Ni les taux d'intérêt, ni le montant de la dette publique ne sont choses anodines, ce sont des éléments considérables, macro-économiques, qui touchent aux fondamentaux de l'économie, internationale pour les premiers, nationale mais aussi européenne pour la seconde. C'est à cette aune qu'elles doivent, en définitive, être analysées (chapitre 7). Encore faut-il pour cela comprendre les mécanismes parfois paradoxaux en apparence qu'engagent les mouvements des marchés financiers obligataires (chapitre 5), comme le contexte très spécifique, celui de taux d'intérêt nominaux négatifs, dans lequel la dette publique est actuellement gérée (chapitre 6).

Chapitre 5. Gérer la dette

5.1. Mécanique élémentaire du marché des obligations : Quand ça baisse, ça monte ; quand ça monte, ça baisse

S'agissant de dette publique, nous parlons de valeurs mobilières bien particulières : les obligations. Les États, en effet, préexistent et survivront à leurs créanciers. *L'affectio societatis*, la « collaboration volontaire, active, et intéressée » comme le dit la jurisprudence, qui les constitue et les lie ne se fait pas sous l'empire du droit de propriété ou d'un pacte d'actionnaires, mais par la présence sur un même sol et l'adhésion politique exprimée par le vote démocratique de leurs citoyens. N'étant, donc, en aucune manière assimilables à des entreprises, ils ne peuvent, par définition, émettre des actions et se constituer des fonds propres, et d'ailleurs encore moins procéder à des augmentations de capital lorsque le besoin se fait sentir. Nul ne peut en aucune façon être considéré comme propriétaire de l'État et, dans une République qui est de par sa constitution « une et indivisible », encore moins propriétaire de

l'une de ses fractions. C'est donc pour des raisons de fond que les États s'endettent très principalement sous la forme d'obligations, et pour le reste sous forme de prêts.

Une obligation est une valeur mobilière constitutive d'une créance sur son émetteur, État, collectivité locale ou société. Elle est donc représentative d'une dette financière à court, ou moyen, ou long terme, de cet émetteur. Cette dette est émise dans une devise donnée, pour un montant donné, son nominal ou principal – pour une durée définie avec sa maturité ou date de remboursement – et donne droit au paiement, en général annuel, d'un coupon ou intérêt, dont le montant est calculé en fonction du taux d'intérêt nominal déterminé au préalable par l'emprunteur. Le taux des obligations étant en règle générale fixe⁵⁶, les montants des coupons le sont aussi. Par exemple, une obligation de 10 000€ à dix ans du Trésor français émise à 1% le 30 juin 2017, rapportera 100€ chaque année. Ils seront versés à date anniversaire pendant cette durée. Arrivée à échéance, soit le 31 juillet 2027, le propriétaire de l'obligation percevra le remboursement du nominal initialement avancé. L'avantage des obligations, au contraire des actions, est l'assurance de percevoir des revenus fixes et réguliers.

56. Certaines toutefois sont indexées sur l'inflation, elles représentent un peu moins de 10% de l'encours de dette à moyen et long terme.

Tableau 13. Les taux d'intérêts nominaux, selon différentes maturités, au 18 décembre 2017

Taux d'intérêt en %	1 an	5 ans	10 ans	20 ans
Allemagne	-0.68	-0.29	+0.30	+0.86
France	-0.59	-0.22	+0.49	+1.20
Espagne	-0.23	+0.28	+1.62	+2.22
Italie	-0.21	+0.60	+1.76	+2.58
Portugal	-0.32	+0.47	+2.15	+2.77
Grèce**	+1.93	+9.27	+5.25	+5.90
Hors zone euro				
Japon	-0.14	-0.11	-0.01	+0.56
Grande Bretagne	+0.57	+0.76	+1.17	+1.64
USA	+1.91	2.18	+2.38	+2.72
**Du fait de sa situation, la Grèce n'a pas encore retrouvé d'accès direct aux marchés et les transactions sur ses obligations sur le second marché sont très limitées. Les taux figurant dans ce tableau sont de ce fait anecdotiques mais aussi symptomatiques.				

Comme les actions, les obligations sont notées en fonction du profil de risque présumé de leurs émetteurs par des agences de notation. Il y a donc de ce fait de bons États, aux taux minorés par rapport à ceux observés en moyenne sur le marché, et des États à jugés à risque, dont, du fait de ce risque supposé, les taux sont majorés. Bien que ces pays appartiennent à la même zone monétaire, ni l'Allemagne, ni la France n'empruntent aux mêmes taux que la Grèce, l'Espagne, le Portugal, ou encore l'Italie (cf. Tableau 13, ci-dessus).

De même, hors zone euro cette fois-ci, les taux d'intérêt varient tout aussi considérablement, par exemple entre le Japon et les USA, selon la situation économique interne à chacun des pays : niveaux de croissance et d'inflation, politique propre à chacune des banques centrales. Nous y reviendrons dans le dernier chapitre.

Enfin, contrairement à ce qui est communément pensé, marché boursier n'est pas synonyme de marché des actions : le volume des transactions sur les obligations, plusieurs milliers de milliards de dollars par jour, est, au contraire, beaucoup plus important. Ainsi, en 2014, le marché obligataire mondial représentait-il plus de 50 % du marché total des actifs financiers, et les 2/3 de celui de la dette. En comparaison le marché des actions n'est que de moitié environ du marché obligataire.

Comme toujours avec les marchés financiers, ce qui compte, c'est ce qu'on y gagne : le coupon, montant fixe et assuré. C'est pourquoi il constitue le pivot du fonctionnement, à bien des égards contre-intuitif, du marché des obligations : quand les taux d'intérêts baissent, la valeur du nominal augmente ; quand les taux augmentent, elle diminue (cf. Encadré 11, ci-dessous)...

Encadré 11 : Quand ça baisse, ça monte et inversement... : la mécanique élémentaire du marché des obligations

Pour tenter d'éclaircir ces choses passablement bizarres, il faut prendre un exemple. Reprenons celui déjà utilisé d'un titre de 10 000€ à 10 ans, portant intérêt à 1%, et émis le 30 juin 2017. Il ouvre donc droit à un coupon de 100€ Ayant acquis ce

titre au moment de son émission, je souhaite le revendre (s'agissant d'une revente, on parlera alors de « second marché »). Que vais-je pouvoir obtenir ? De trois choses, l'une.

Si les taux du marché sont toujours à 1%, pour l'essentiel, rien n'est changé. Hors la commission de la banque à laquelle je confierai la transaction, je percevrai le capital initialement versé.

Si les taux ont baissé, mettons qu'ils aient été divisés par deux et soient donc de +0,5%. Dans ce cas le coupon de 100€ qui est attendu correspondra au rendement d'un capital de $100\text{€}/0,005 = 20\ 000\text{€}$. C'est le prix auquel je peux vendre, car c'est ce que les acquéreurs devront payer aux taux du moment pour obtenir une telle somme en revenu. Mon capital aura ainsi doublé.

Si, à l'inverse, les taux ont augmenté, mettons qu'ils aient doublé et soient donc de +2%. En ce cas, le coupon de 100€ correspond au rendement de $100\text{€}/0,02 = 5\ 000\text{€}$. Alors qu'à ce taux, il est possible de gagner 200€ par an avec un capital de 10 000€, personne ne voudra m'acheter mon titre à sa valeur initiale. Je ne peux ainsi espérer obtenir que 5 000€, ce qui correspond au taux du marché. En ce cas, mon capital aura alors été divisé par deux.

Voilà pourquoi, quand les taux baissent, le principal des obligations monte et, quand ils augmentent, il baisse.

Dans la réalité, le fonctionnement des marchés est certes un peu plus complexe et mathématiquement sophistiqué qu'il n'est ici décrit. Les opérateurs sur

le marché doivent, en effet, prendre en compte au moins deux autres éléments que le taux d'intérêt : le temps et l'inflation. Le temps car si je vends mon obligation le 29 juin, à la veille du versement du coupon – dont bénéficiera alors le nouvel acquéreur – ce n'est pas la même chose que si je la vends deux jours plus tard – ce qui me permettrait dans ce cas de le toucher et en prive l'acquéreur qui doit attendre la prochaine date anniversaire de l'émission de l'emprunt pour pouvoir toucher un coupon. L'inflation, enfin, puisque la valeur de l'argent dans dix ans ne sera pas la même qu'aujourd'hui, amputée qu'elle sera entre temps de la hausse des prix. C'est pourquoi ils se livrent à des calculs complexes d'actualisation. L'actualisation consiste à rendre équivalent un prix de l'année $N+X$ à un prix de l'année N .

Ajoutons, enfin, que la prise en compte de ces deux nouveaux éléments, le temps et l'inflation, suppose aussi de formaliser les anticipations sur leur trajectoire, ce qui ne va pas de soi. Y aura-t-il bientôt, ou pas, une décision de la banque centrale de faire remonter les taux ; est-ce que l'inflation va augmenter, à quel rythme et selon quelle temporalité, etc.

5.2. Rouler, emprunter, rembourser : gérer la dette

Gérer la dette de l'État – c'est la mission de l'Agence France Trésor (AFT, cf. Encadré 12) – ne consiste pas à seulement emprunter pour financer le déficit. En effet, en fonction de leur maturité et de leur date d'émission, certains des emprunts pris dans le passé arrivent à échéance lors de l'exercice en cours ; si l'on veut honorer la signature de l'État,

il faut donc les rembourser. Si les moyens sont là, l'État ayant dégagé un excédent qui couvre partie des emprunts arrivés à échéance, cela aboutira *in fine* à une réduction de la dette à hauteur de l'excédent dégagé. S'ils ne le sont pas, l'État étant en déficit budgétaire ou en simple équilibre, il faudra alors emprunter à nouveau pour rembourser les emprunts arrivés à échéance. De nouveaux emprunts remplaçant les anciens – c'est ce que l'on appelle « rouler la dette » – la dette n'en sera pas changée ; seule la charge d'intérêt variera, et cette variation sera fonction de l'évolution des taux d'intérêts entre hier et aujourd'hui, nous y reviendrons longuement. Ainsi, au total, il faut à la fois emprunter pour rouler la dette et emprunter pour financer le déficit. Dans ce cas donc, la dette augmentera à due hauteur du déficit de l'année, intégralement financé par l'emprunt.

Ainsi, le besoin de financement de l'État (cf. Tableau 14, p.125) est, au total, l'addition de l'amortissement de la dette – la dette qui roule – ET du déficit à financer. C'est ce montant qu'il faut, aux variations de trésorerie près, aller chercher sur les marchés obligataires. Ces variations de trésorerie peuvent d'ailleurs être non négligeables et recouvrir – et parfois masquer – des opérations grosses de sens, sur lesquelles on aura l'occasion de revenir.

Tableau 14. Les modalités de financement de l'État

En Md€	2014	2015	2016	2017	2018***
1. Amortissement de la dette à long terme	103.8	116.4	124.9	115.2	120.1
2. Déficit à financer	73.6	70.5	69.1	76.5	82.9
3. Autres variations de trésorerie	1.7	2.2	2.6	-	0.3
4= 1+2+3 Besoin de financement	179.1	189.1	197.4	191.7	203.3
5. Endettement à long terme	172.0	187.0	187.0	185.0	195.0
6. Autres variations de trésorerie	7.1	2.1	10.4	6.7	8.3
7= 5+6 Ressources de financement	179.1	189.1	197.4	191.7	203.3

*** Pour 2018, il s'agit des montants affichés en projet de loi de finances pour 2018. Contrairement aux autres années pour lesquelles il s'agit de montants réalisés, pour 2018, il s'agit donc, au moment où ce livre est rédigé, de prévisions.

Source : Bleu budgétaire de la mission « Engagements financiers de l'État », Rapport annexe au projet de loi de finances, pour 2017 (années 2014-2015) et pour 2018 (années 2016 à 2018), p.15.

Comme on peut le voir, en 2017, le besoin de financement a été de 191,7 Md€, imputable pour 60% au roulement de la dette et 40% au déficit ; il a été couvert à hauteur de 185 Md€ par des emprunts sur le marché et, en apparence, très marginalement par des variations de trésorerie. Il en va à peu près de même pour 2018, puisque le besoin de financement prévisionnel est principalement constitué d'amortissements de titres à moyen/long terme, qui devraient atteindre 120,1 Md€, et d'un déficit à financer de

82,9 Md€. Ce besoin sera essentiellement couvert par l'appel au marché pour un volume d'émissions de dette à moyen/long terme de 195,0 Md€. C'est assez dire l'importance de l'activité d'émission : pour lever de tels montants dans l'année, l'Agence France Trésor doit lancer, selon les échéances, des adjudications hebdomadaires pour le court terme (moins de 12 mois), et à peu près toutes les deux semaines pour des montants d'environ 5 à 10 Md€ pour ce qui est des emprunts à moyen-long terme!

Encadré 12 : L'Agence France Trésor et l'année 2016⁵⁷

L'Agence France Trésor (AFT), qui a été créée par arrêté du 8 février 2001 est un service à compétence nationale rattaché à la Direction générale du Trésor et comprend une petite quarantaine d'agents. Elle a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État. Depuis 2006, l'AFT s'est également vu attribuer la mission de couvrir certains risques financiers pour le compte d'autres ministères ou d'autres services du ministère de l'Économie et des finances. Elle exécute donc, à titre accessoire de sa mission de gestionnaire de la dette et de la trésorerie de l'État, des transactions financières. Les opérations budgétaires liées à la gestion de l'AFT sont retracées dans ses propres comptes – qui sont publiés dans son rapport annuel d'activité – et dans deux comptes de commerce : le compte de commerce 903 « Gestion de la dette et de la trésorerie de l'État », ainsi que le compte de commerce 910 « Couverture des risques financiers de l'État ». L'ensemble des opérations effectuées par l'Agence

France Trésor fait ainsi l'objet d'une comptabilisation retracée dans le Compte général de l'État.

Sur l'année 2016, l'AFT a continué, comme en 2015, à bénéficier de conditions de financement particulièrement favorables. Elle a ainsi émis des titres à moyen et long terme – les Obligations Assimilables du Trésor (OAT) – à un taux d'intérêt de 0,37% en moyenne, contre 0,63 % en 2015 et 1,31 % en 2014. Quant au coût des émissions de court terme – les Bons du Trésor Français (BTF) – celui-ci est resté négatif tout au long de l'année 2016, s'établissant à -0,53% en moyenne, contre -0,19 % en 2015 et 0,07 % en 2014. La très forte demande de crédit a généré en fin d'année des effets de rareté permettant d'atteindre un record à l'émission de -0,75 % à 3 mois. L'AFT a profité de ce contexte particulièrement favorable pour réaliser des rachats de titres courts ; l'encours des BTF a ainsi diminué de 18,7 milliards d'euros, passant de 152,7 milliards d'euros fin 2015, à 134 milliards d'euros fin 2016. Cette baisse de l'encours des BTF réduit le risque de refinancement à court terme en cas de remontée des taux.

La durée de vie moyenne de la dette française s'établit à la fin de l'année 2016 à 7 ans et 195 jours, soit 7,53 années. Cette durée historiquement haute est la résultante de l'augmentation de la maturité moyenne à l'émission des OAT (11,5 ans en 2016), de la stratégie de rachat et de la réduction de l'encours des BTF. Cet allongement de la durée de vie moyenne de la dette, qui a pu être mis en œuvre en 2016 sans augmentation du coût de financement, rend la dette française plus résistante à une éventuelle remontée des taux.

57. D'après AFT, rapport d'activité 2016.

Pour réaliser des émissions d'emprunts, l'AFT procède régulièrement à des adjudications auprès de consortiums bancaires, ainsi celle-ci, qui date de début novembre 2017 :

Communiqué AFT : La France a emprunté 8,072 milliards d'euros à long terme jeudi sur les marchés, a annoncé l'Agence France Trésor. L'AFT, chargée de placer la dette française auprès des investisseurs, entendait emprunter entre 7,5 et 8,5 milliards d'euros. Dans le détail, la France a levé 4,341 milliards d'euros à échéance mai 2028 à un taux de 0,76%, contre 0,88% lors de la dernière opération similaire le 5 octobre 2017. Le Trésor a également emprunté 1,915 milliard d'euros à échéance mai 2031 à un taux de 1,01% contre 1,31% le 6 avril 2017. Il a enfin levé 1,816 milliard d'euros à échéance mai 2048 à un taux de 1,74% contre 1,82% le 5 octobre 2017.

Quelques exemples d'émissions en 2016, année de taux bas historiques.

15 Janvier 2016 : Création de l'OAT 0,00% 25 février 2019, nouveau titre à 2 ans. 29 Février 2016 : Création de l'OAT 0,50 %

25 mai 2026, nouveau titre à 10 ans. 10 Mars 2016 : Création de l'OATCi 0,10%

1er mars 2021, nouveau titre indexé sur l'inflation européenne 5 ans.

13 Avril 2016 : lancement de l'OAT 1,25 % 25 mai 2036 (20ans) et de l'OAT 1,75% 25 mai 2066 (50ans).

15 Avril 2016 : Création de l'OAT 0,00%

25 mai 2021, nouveau titre à 5 ans. 7 Juillet 2016 : l'OAT à 10 ans est adjudgée à un plus bas historique de 0,16%.

1^{er} Septembre 2016 : l'OAT à 30 ans est adjudgée à un plus bas historique de 1,01 %. 28 Septembre 2016 : l'AFT lance l'OATCi, indexée sur l'inflation, à 0,10 % 25 juillet 2047.

20 Octobre 2016 : l'OAT à 5 ans est adjudgée à un plus bas historique de -0,38 %.

07 Novembre 2016 : création de l'OAT 0,00% 25 mai 2022, nouveau titre 5 ans.

28 Novembre 2016 : le BTF à 3 mois est adjudgé à un plus bas historique de -0,736 %.

31 Décembre 2016 : La maturité moyenne des émissions de dette à moyen et long terme de 2016 atteint le record historique de 11,5 ans.

L'année 2016 a été une année historique qui n'aura cessé de voir des records à la baisse régulièrement battus. Ainsi l'AFT, c'est-à-dire l'État français, aura-t-il pu emprunter à -0.736% à trois mois, à -0.38% à 5 ans, à +0,16 % à 10 ans et +1,01% à 30 ans. Du jamais vu.

Sans être aussi favorable, l'année 2017 aura aussi été une année remarquable, d'autant que l'inflation s'y est redressée et a ainsi relancé la baisse des taux réels. Ce contexte actuel de taux nominaux bas, voire négatifs pour les maturités courtes, qui dure depuis la décision prise par la BCE de mener une

politique de *quantitative easing*, a des effets considérables quant à la gestion de la dette.

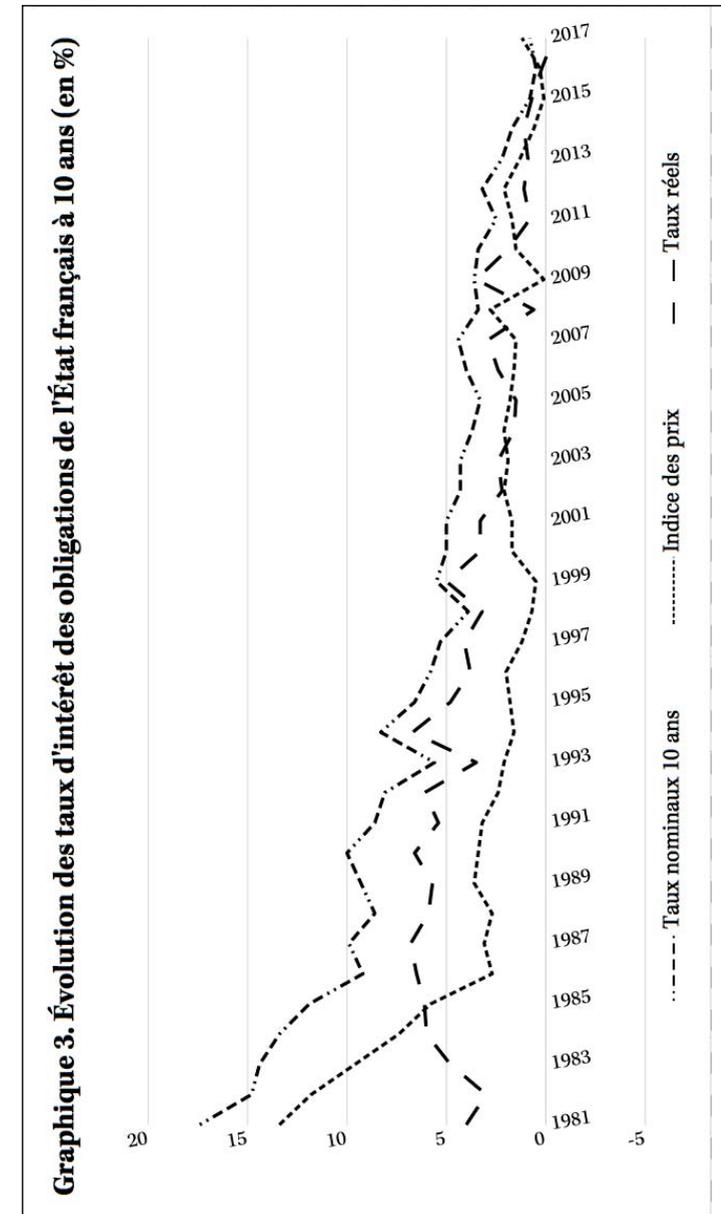
5.3. Variations sur un même thème, le taux d'intérêt : taux nominal, inflation et taux réel

Au cours des presque quatre dernières décennies (*cf.* Graphique 3, page suivante), les taux se sont parfois hissés à des niveaux impressionnants vus d'aujourd'hui ; ainsi, par exemple, au tout début des années 1980. Ils correspondaient toutefois à des niveaux d'inflation alors à deux chiffres. En termes réels, ils étaient donc bien inférieurs, de l'ordre de 4% (pour les emprunts obligataires français à dix ans, qui servent ici de fil directeur), sensiblement inférieurs aux taux meurtriers de la fin des années 1980 et du début des années 1990, qui étaient de l'ordre de 6% en termes réels et correspondaient à la politique de restriction monétaire de la FED, la *Federal Reserve Board*, la banque centrale des USA.

Il faut à cet égard rapidement rappeler quelques éléments d'histoire, qui permettent au demeurant de mieux percevoir le rôle crucial que peuvent jouer les banques centrales lorsqu'elles sont actives, le plus souvent pour le pire, rarement pour le meilleur.

Durant le mandat de Jimmy Carter, la FED avait gardé des taux faibles, ceci afin de maintenir un taux de change relativement bas du dollar, ce qui facilitait l'exportation de marchandises. Nommé à la tête de la FED en juillet 1979, P. Volcker, fait de la lutte contre l'inflation son cheval de bataille, il faut dire qu'elle avait été de 13% en 1980, au lendemain du second choc pétrolier, et décide d'inverser la politique monétaire américaine. De facilitatrice, elle

Graphique 3 - Évolution des taux d'intérêt des obligations de l'État français à 10 ans (en %)



Source : calculs de l'auteur

devient très restrictive. Pour cela, la FED relève brutalement ses taux directeurs, qui passent de 11% en 1979 à 20% en 1981, et édicte l'obligation pour les banques de constituer des réserves obligatoires auprès d'elle. Les effets s'en font rapidement sentir : ces taux d'intérêt élevés attirent les capitaux étrangers et entraînent une très forte appréciation du dollar. En interne : la hausse du dollar décime l'industrie américaine et décourage les touristes, mais l'inflation est vaincue et revient à un rythme de l'ordre de 3 % l'an dès 1983.

En externe, les effets ne sont pas moins brutaux. Dans les pays du Sud, d'abord, dont les dettes libellées en dollar, monnaie mondiale, subissent sa hausse brutale. Le premier touché est le Mexique, qui dès août 1982 se déclare en cessation de paiement. De nombreux autres pays suivront, au chevet desquels le FMI et sa « politique d'ajustement structurel » feront les ravages que l'on sait.

En Europe aussi, qui voit les capitaux se diriger massivement vers la zone dollar et doit de ce fait s'aligner sur les taux américains pour tenter de stopper l'hémorragie. Cela d'autant plus que par la suite, le coût de la réunification allemande, entérinée le 3 octobre 1990 après la chute du mur de Berlin en novembre de l'année précédente, provoquera des tensions inflationnistes fortes en Allemagne, contre lesquelles la Bundesbank luttera en relevant drastiquement ses taux. De 3,2 % en début 1988, ses taux courts passeront à 8,7%, début 1991. Ainsi contraints par l'économie dominante, les pays du Système monétaire européen (SME), la future zone euro, devront s'aligner.

De ce fait, les pays du Système monétaire européen (SME) subiront une prolongation de peine : la poursuite d'une situation de taux réels durablement élevés sera source de difficultés économiques sévères, dont la France et quelques autres nations auront à pâtir. Elles sont bien connues et on ne s'appesantira pas plus longuement ici sur elles.

Vu de France et du coût des OAT à dix ans, le sens de l'évolution sur cette période de près de quarante ans est globalement assez net : après la remontée des taux réels au milieu des années 1980, du fait de la politique de la FED, à des niveaux de l'ordre de 6%, et le maintien de ce niveau en Europe, pour cause de réunification allemande, jusqu'au milieu des années 1990, les taux nominaux n'ont depuis cessé de décroître régulièrement.

Cette baisse des taux nominaux engagée au mitan des années 1990 produit des effets spectaculaires et décalés sur ce qu'il est convenu d'appeler la charge de la dette, montant d'ensemble des intérêts versés au cours de l'année (*cf.* Tableau 15, p.134).

Ainsi, alors que de 2006 à 2018, la dette négociable de l'État double, la charge d'intérêt, elle, reste quasiment constante en termes nominaux, après avoir connu son maximum au lendemain de la crise de 2007 du fait du creusement subit du déficit budgétaire. Compte tenu de l'inflation, les 40,23 Md€ de charge attendus pour 2018 représentent en réalité approximativement 35,5 Md€ de 2006. En valeur réelle, la charge actuelle est donc moindre que celle de 2006 !

Ainsi, encore, ceci expliquant cela, le taux d'intérêt apparent, simple résultat arithmétique de la division de la charge de la dette par son encours,

qui passe de 4,47% en 2006 à une prévision de 2,29% en 2018, est lui aussi divisé par deux. Enfin, et c'est le plus important, la part de PIB que représente la charge se réduit elle aussi très sensiblement. Quelle que soit la façon de compter, il y a donc décorrélation entre la dette, qui monte, et la charge, qui est stable en termes nominaux et se réduit en termes économiques. Tel est l'effet de la politique monétaire qui a été menée par la BCE.

Tableau 15. Évolution de la dette négociable de l'État et de sa charge nette (en comptabilité budgétaire)⁵⁸

En Md€	2006	2008	2011	2013	2014	2015	2016	2018
Charge nette	39.18	43.80	45.50	43.78	42.19	41.09	40.30	40.23
Encours de dette	876.59	1016.64	1312.98	1457.22	1527.56	1576.37	1620.60	1752.80
Taux d'intérêt apparent	4.47%	4.31%	3.47%	3.00%	2.76%	2.61%	2.49%	2.29%
Charge/PIB	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%

Source : *Rapport d'activité AFT 2016 jusqu'en 2016 ; pour 2018 : Bleu budgétaire « engagements financiers de l'État », annexe au PLF pour 2018.*

En relation avec cette décroissance des taux nominaux, les taux réels, ont quant à eux suivi la même pente, accentuée cependant par la remontée de l'inflation aux alentours de 2% au début des années 2000, taux qui est précisément la cible de la BCE. Ils se sont alors *grosso modo* stabilisés autour

58. Cette précision, ici sibylline, trouvera à s'éclairer plus loin, où ce premier tableau sera à comparer au tableau 18, qui est, quant à lui, exprimé en « comptabilité en droits constatés » ...

de 2% à partir du début du nouveau millénaire ; ce qui, pour le moins, fait contraste avec les 6% qu'ils tutoyaient une décennie auparavant. Quant au taux nominal apparent de la dette, avec une inflation revenue à 1,2% fin 2017, il correspond désormais à un taux réel proche de 1% !

La morale de cette histoire, à maints égards désolante, est qu'il ne faut pas se laisser impressionner par les taux d'intérêts nominaux, ce sont des taux apparents, qu'il faut toujours mettre en regard de quelque chose d'autre pour pouvoir les comprendre. Soit en regard de l'évolution de l'économie et de sa croissance, afin d'apprécier la charge effective qui repose sur l'économie ; soit en regard de l'inflation, afin d'analyser les taux réels, qui, eux, en tiennent compte et représentent ainsi le coût financier effectif.

De ce point de vue, de trois choses l'une :

- Ou bien, le taux d'intérêt nominal est supérieur ou égal à l'inflation. En ce cas, l'inflation rabote la valeur des intérêts versés. Un exemple simple permet d'illustrer cette situation : en juin de l'année N, j'emprunte 100€ à 1 an à un taux nominal 2%. En juin de N+1, je devrai donc payer un coupon de 2€ et rembourser le principal qui m'a été prêté. Alors que l'emprunt s'est fait en euros de l'année N, le paiement se fera en euros de l'année N+1, dont la valeur réelle est moindre, puisque amputée à la hauteur de l'inflation. À supposer que celle-ci ait été de 1%, même si la somme versée sera bien conforme à l'engagement pris auprès du

prêteur : 102€, sa valeur réelle, exprimée en euros de l'année N, sera de $102/1.01 = 101€$.

- Ou bien, le taux d'intérêt nominal est inférieur à l'inflation et le taux d'intérêt réel est donc négatif. Si l'on reprend le cas de figure précédent, mais, avec une inflation de 3%, emprunter réduit et le coût des intérêts et le montant de la dette. En ce cas la somme nominale versée est toujours de 102€, mais sa valeur réelle en euro de l'année N est de $102/1.03 = 99$. Dans cette situation, l'inflation lamine les intérêts versés, jusqu'à entamer la valeur du principal emprunté. On verra que dans un passé pas si lointain, cela a pu produire des réductions considérables de la dette.
- À moins que, comme c'est le cas ces dernières années, le taux nominal soit négatif. Il est donc non seulement inférieur à l'inflation, mais de surcroît, il est passé de l'autre côté du miroir pour s'installer en territoire négatif. Que peut d'ailleurs bien vouloir dire cette expression à bien y réfléchir particulièrement bizarre : intérêt (nominal) négatif ? D'abord, bien sûr, que, comme dans le cas précédent, le taux réel est (fortement) négatif ; cela signifie donc que le coût des taux d'intérêts est annulé et que c'est le capital emprunté qui est lui-même à son tour rabaissé. Mais cela signifie aussi, au surplus, que le prêteur doit... payer pour prêter.

C'est là, on peut le dire, une apothéose pour les cigales et une déroute sans appel pour les fourmis, ainsi contraintes à devoir payer les cigales pour...

leur prêter. On conviendra que cette situation est assez peu banale ; c'est pourtant celle qui prévaut actuellement. On peut même la qualifier de hautement immorale, au regard du moins des valeurs maastrichtiennes. Elle contrevient, en effet, totalement à la discipline que l'on s'efforce d'imposer et pourrait bien de ce fait inciter les cigales à chanter encore un peu, bien que la bise soit venue... Encore faudrait-il pour cela qu'elles soient au courant. C'est pourquoi, il convient, on va le voir, de la masquer autant que faire se peut. Aussi, cette question, celle des primes d'émission, sera-t-elle l'objet principal des prochains développements.

Dans l'évolution d'ensemble qui vient d'être décrite, la dernière période, celle qui s'engage au lendemain de la crise des « subprimes » de 2007, détonne donc par ses taux réels extrêmement bas, voire négatifs. Ainsi, en cette fin d'année 2017, du fait d'une inflation remontée à 1,2%, la France peut-elle emprunter à des taux d'intérêts réels qui sont négatifs jusqu'à 20 ans (*cf.* Tableau 13, qui présente les taux nominaux du moment, dont, afin de calculer les taux réels pour la France, il convient donc de défalquer 1,2%) et nuls à cette maturité. Ils ne sont positifs, et ne représentent donc un coût, qu'au-delà, ce qui est pour le moins une opportunité !

Qu'il s'agisse de rouler la dette ancienne ou de s'endetter pour financer le déficit budgétaire actuel, cette situation, est donc une aubaine pour les emprunteurs. Il est temps d'y venir et de s'en expliquer.

Chapitre 6. Quand s'endetter rapporte: les taux d'intérêt négatifs

6.1. Quand nécessité fait tardivement loi : la BCE et le « quantitative easing »

Face à la crise financière et à la grande récession de 2008-2009, puis à celle de 2011-2012 déclenchée par les dettes publiques (la « crise souveraine » dans le jargon financier !) sur le marché des obligations d'État et au nouvel épisode de récession qui s'engageait en 2012, la BCE a répondu par des mesures d'assouplissement monétaire, *in fine*, véritablement considérables. Tous les instruments disponibles ont été successivement utilisés (*cf.* Encadré 13, p.143) : baisse des taux d'intérêt directeurs, dispositifs de refinancement à plus long terme et d'achats de titres, et notamment de « souverains ». Quoi qu'on en ait, il faut mettre au crédit de la BCE ces actions, qui ont sans aucun doute contribué à limiter l'ampleur de la récession, puis, lors de la crise souveraine⁵⁹, et, qu'on s'en réjouisse ou pas, à éviter l'éclatement

59. Sur ce point, *cf.* « Les mesures de politiques monétaires et leurs effets », *Bulletin de la Banque de France*, n° 205, mai-juin 2016, et « Rapport Annuel 2016 », BCE.

de la zone euro. Il faut dire qu'il y avait péril en la demeure pour que la BCE consente, contrainte et forcée, à sortir du strict rôle de contrôle de l'inflation qui lui est attribué et a ainsi s'évader de la mission qui, on l'a vu précédemment, lui est limitativement attribuée par les traités ! La BCE démontre ainsi, même si c'est à son corps défendant, qu'une politique différente est possible quand nécessité fait loi... Elle démontre aussi, *a contrario*, la totale incurie des institutions européennes auxquelles elle a de ce fait été amenée à se substituer.

6.1.1. Épisode 1 : 2008-2014, détendre le marché monétaire, sauver les banques.

Après la récession déclenchée par la « crise souveraine » de 2012, la zone euro a connu depuis une croissance économique chancelante, ici, défaillante, là, associée à une baisse inquiétante de l'inflation, qui a même frôlé la déflation. C'est dans ce contexte général que la BCE a entamé tardivement, à l'été 2014, une nouvelle étape de politique monétaire « accommodante », marquée notamment par des achats massifs de titres (le *quantitative easing*) et des taux directeurs négatifs.

Certes, auparavant, dès le déclenchement de la crise de 2008, la BCE s'était engagée dans quelques assouplissements, mais ceux-ci étaient tournés vers les banques, afin de limiter les tensions sur un marché interbancaire en grand risque de collapse : par crainte du risque, les banques, en effet, ne se prêtaient plus entre elles et les taux du marché monétaire s'étaient envolés. Face à la crise souveraine, la BCE a mis en place en mai 2010 un programme limité d'achat de titres publics (SMP), remplacé en

septembre 2012 par les opérations monétaires sur titre (OMT). Cependant, rien n'y faisait, et, en 2014, la stagnation économique et un nouvel épisode déflationniste faisaient alors peser un risque majeur sur les économies de la zone euro.

À cela deux raisons principales. D'abord, du fait de la reprise américaine, les taux d'intérêt ont amorcé une remontée au début de 2014. Enfin, une nouvelle inquiétude est apparue sur l'inflation : après un niveau haut à 3 % fin 2011, une tendance baissière de l'indice des prix s'est engagée et s'est poursuivie jusqu'au début de 2015. Cela, jusqu'à atteindre des valeurs négatives à la mi-2015, puis au début 2016 (-0,1 % en mars 2016), sous l'influence notamment de la baisse du prix du pétrole qui a chuté d'un niveau d'environ 110 dollars le baril au début de l'année 2014 (soit 81 euros), à moins de 50 dollars au début 2015 (soit 43 euros), puis 30 dollars au début 2016 (soit 28 euros). Bref, une inflation pour le moins bien inférieure au niveau de 2% qui est celui retenu comme cible par la BCE, soit, pour reprendre les termes habituels des communiqués de la BCE : « une inflation mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à, mais proche de 2 % à un horizon de moyen terme ».

Face à ces risques, la BCE s'est engagée dans un nouveau train de mesures, dont certaines de nature dite « non conventionnelle », c'est dire combien le péril paraissait alors grand. Les « mesures conventionnelles » consistent principalement à agir sur les taux d'intérêt directeurs pour influencer les taux de marché à différentes maturités. Les taux directeurs sont de trois ordres : le taux des opérations principales de refinancement (MRO), le taux de la

facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt. Ces deux derniers taux forment un corridor qui encadre le taux du marché interbancaire au jour le jour (Eonia). Le recours à des « mesures non conventionnelles », comme les achats d'actifs, s'est imposé lorsque les taux d'intérêt directeurs ont atteint des valeurs voisines de zéro, la marge de baisse supplémentaire des taux d'intérêt devenait alors très limitée. En juin, puis en septembre 2014, le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois abaissé les taux directeurs, afin d'endiguer le durcissement des conditions monétaires importé de l'extérieur. La BCE est ainsi la première banque centrale d'une grande zone monétaire à avoir mis en place des taux d'intérêt directeurs négatifs.

Mais rien décidément n'y faisait. Face à la baisse du volume de crédit octroyé par les banques, le Conseil des gouverneurs a, en juillet 2014, décidé de mettre en place un nouveau programme d'opérations de refinancement « ciblées » à long terme et à taux fixe (TLTRO, pour *Targeted Long Term Refinancing Operations*). L'objectif des TLTRO était d'inciter les banques à accroître leur offre de prêts aux sociétés non financières et aux ménages (à l'exception des prêts au logement). En octobre 2014, l'Eurosystème a lancé un premier dispositif d'assouplissement quantitatif, sous la forme d'un double programme d'achat de titres : d'abord, l'aBSPP (*Asset-backed securities purchase programme*), un programme d'achat de titres adossés à des actifs de l'économie réelle et reposant sur des prêts aux agents non financiers, tels que les prêts immobiliers, prêts automobile, prêts à la consommation, prêts aux entreprises; ensuite, le CBPP (*Covered bonds purchase*

programme), un programme d'achat d'obligations, ciblant un large portefeuille d'obligations libellées en euros et émises par des banques résidant dans la zone euro. Ce nouveau programme, bien que portant sur des obligations, ne concernait donc pas le secteur public. Ces deux programmes ont débuté à la mi-octobre 2014.

À partir du mois de septembre 2014, le président de la BCE, Mario Draghi, a évoqué puis précisé un objectif de taille du bilan de l'Eurosystème, indiquant que le Conseil des gouverneurs avait l'intention de retrouver les niveaux prévalant début 2012, soit un bilan de l'ordre de 3 000 milliards d'euros, contre 2 000 milliards d'euros environ en fin de troisième trimestre 2014. En clair, il annonçait un programme de 1000 Md€ d'achats. Précédemment, un discours du même M. Draghi à Jackson Hole en août 2014, avait renforcé la perception par les marchés de la détermination de l'Eurosystème à lutter contre « l'inflation basse » – en langage courant : le risque de déflation – en employant si nécessaire de nouveaux dispositifs... On allait voir ce qu'on allait voir.

6.1.2. Épisode 2 : depuis janvier 2015, sauver la zone euro

Effectivement, en janvier 2015, le Conseil des gouverneurs franchit le Rubicon et décide d'étendre les précédents programmes d'achats d'actifs pour y inclure des obligations du secteur public en mettant en place le *Public sector purchase programme* (PSPP). C'est là une rupture majeure dans la politique de l'Eurosystème. Celui-ci s'en était, en effet, jusqu'alors tenu à un soutien des seules banques et avait ainsi

essentiellement consacré son action à la détente des taux du marché monétaire, sans particulièrement se préoccuper de la situation des États. Ceux-ci étaient supposés revenir progressivement dans les clous de la discipline maastrichtienne et jusqu'alors cette doctrine intégriste paraissait suffisante. À ce moment, toutefois, il devenait clair que, conjuguée à un risque déflationniste patent, une politique restrictive – permettant donc de prendre le chemin de Maastricht – des dépenses publiques généralisée dans la zone euro conduisait tout droit à la catastrophe : l'éclatement de la zone euro du fait de la divergence de ses économies. Faute de l'existence d'un quelconque mécanisme de solidarité communautaire, faute de la moindre volonté politique de mettre en œuvre une action coordonnée de relance véritable, face donc à la totale carence des institutions de l'Union européenne, la BCE était seule et en première ligne. Il lui fallait agir, ou consentir à assister, impuissante, à l'éclatement de la zone qu'elle était censée organiser.

Encadré 13 : Les principales décisions de politique monétaire de la BCE depuis 2014

2014

5 juin : Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de dépôt sont abaissés respectivement à 0,15 % et -0,10 %. Mise en place d'une série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO).

4 septembre : Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la

facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont abaissés respectivement à 0,05 %, 0,30 % et -0,20 %.

2 Octobre : Nouveaux programmes d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP) et d'obligations sécurisées (CBPP3).

2015

22 janvier : Nouveau programme d'achat d'actifs étendu (APP) comprenant 1) des obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro (PSPP), 2) des titres adossés à des actifs et 3) des obligations sécurisées. Les achats d'actifs cumulés s'élèveront à 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre.

3 décembre : Extension du programme d'achats jusqu'à fin mars 2017. Réinvestissement des remboursements au titre du principal sur les titres acquis en vertu du programma APP à leur échéance. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé à -0,30%

2016

10 mars 2016 : Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont abaissés respectivement à 0 %, 0,25 % et -0,40 %. Les achats mensuels au titre du programme d'achats d'actifs sont portés à 80 milliards d'euros jusqu'en mars 2017. Nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), toutes d'une durée de quatre ans, à un taux compris entre -0,40 % et 0 %. Obligations des

sociétés non financières intégrées dans l'ensemble des titres achetables.

2017

7 septembre 2017 : Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée. Les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectuent en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

6 Octobre 2017 : Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés. Les achats au titre du programme d'achats d'actifs (APP) se poursuivront au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusque fin décembre 2017. À partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient continuer à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusque fin septembre 2018.

14 décembre 2017 : Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. À partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (APP), se poursuivront à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'aPP. L'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'aPP pendant une période prolongée après la fin de ses achats nets d'actifs.

La décision de janvier 2015 est donc historique : au grand dam de certains, l'Allemagne en tête⁶⁰, les achats mensuels de titres des secteurs public et privé dans le cadre de ce programme étendu (APP)

60. Rappelons à cet égard que ces décisions se sont constamment heurtées aux positions de la Bundesbank. Dès septembre 2011, Jürgen Stark, membre allemand du directoire de la BCE et son économiste en chef préférèrent démissionner plutôt que d'assumer ces décisions. De même, Jens Weidmann, gouverneur de la Bundesbank, s'est constamment opposé à des choix contraires à l'orthodoxie monétaire qu'il défend.

sont alors calibrés à hauteur de 60 milliards d'euros et il est prévu qu'ils soient effectués au moins jusqu'à septembre 2016, et en tout cas au moins jusqu'à « un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de moyen terme de 2 %. »

Les évolutions macroéconomiques toujours défavorables de l'année 2015 ont ensuite et une nouvelle fois amené la BCE à recalibrer ces mesures en décembre 2015, tant elles apparaissaient insuffisantes à pallier une situation économique qui ne redécollait toujours pas. Une nouvelle fois, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé, à -0,30 %, et le programme d'achats de titres prolongé au moins jusqu'en mars 2017. Par ailleurs, il a été décidé de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres acquis dans le cadre de ce programme arrivant à échéance, et d'inclure dans le périmètre de l'aPP les titres émis par les autorités locales.

Le 10 mars 2016, la BCE a encore annoncé une nouvelle extension du programme. Le nouvel ensemble de mesures comprend évidemment un nouveau train de baisse des taux directeurs mais, surtout, le montant mensuel des achats dans le programme d'achat a été augmenté et porté de 60 à 80 milliards d'euros. En outre, le président de la BCE a précisé que les taux d'intérêt directeurs resteraient au niveau d'avril 2016, ou à des niveaux plus bas, bien au-delà de l'horizon des achats d'actifs (mars 2017).

Ces quelques rappels montrent combien la BCE a tardé à réagir face à une situation pourtant évidente : ce n'est qu'en 2015, avec le PSPP, qu'elle

s'est résignée à inclure les obligations souveraines dans le programme de rachat de titres ; ce n'est qu'en fin 2015 qu'elle y a inclus les titres des collectivités territoriales. Pendant tout ce temps, elle n'a avancé qu'à reculons et en prenant à chaque fois, sans doute effrayée par sa propre témérité, des mesures notablement insuffisantes et surtout à l'intention des seules valeurs du secteur privé. Ce n'est qu'en 2016, *annus horribilis*, qu'elle a fini par véritablement prendre la mesure des événements.

Dans le rapport d'activité 2016 de la BCE, son gouverneur, M. Draghi a ainsi commenté son action : « L'année 2016 a débuté sur fond de craintes d'un nouveau ralentissement économique mondial, illustrées par la forte volatilité des marchés financiers. Le retour de l'inflation vers un niveau conforme à notre objectif menaçait d'être encore retardé et les risques de déflation étaient importants étant donné le niveau déjà très bas de l'inflation. Comme en 2015, le Conseil des gouverneurs est resté déterminé à utiliser tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif. »

« Volatilité des marchés financiers », « retour de l'inflation à un niveau conforme à notre objectif »... nulle mention de la croissance, ni de l'emploi ! Officiellement, la BCE serait donc bien restée dans la mission qui lui est assignée par les traités. La face de la BCE et de ses monétaristes intégristes est sauvée... Pourtant, dans la vie réelle, c'est bien de cela qu'il était, en fait, question, mais surtout n'en parlons pas...

Le programme PSPP de rachat de titres souverains, que l'on passe très généralement sous silence, pour cause sans doute de distance trop flagrante

prise avec la mission fixée à la BCE par les traités, a été très important pour la gestion de la dette publique. En effet, pendant la période où les achats mensuels de titres étaient de 80 Md€, la BCE rachetait 65 Md€ de titres souverains, ces achats étant eux-mêmes répartis entre les pays au prorata de leur participation au capital de la BCE. Pour la France, qui détient 20,1% de ce capital, les achats mensuels ont alors été de l'ordre de 11 Md€ et de 130Md€ dans l'année ; soit la moitié du programme de financement 2016 de la dette française (État, collectivités locales et Fonds sécu) et une fois et demie le montant de l'appel net au marché. En 2015, la BCE a acheté 92 Md€ de titres publics français, soit 120% de l'appel net au marché de cette année...

En se résignant à ouvrir sa mission à des rachats de titres et notamment de titres souverains, la BCE a fini par admettre la nécessité d'une politique d'*open market*, de rachats sur le second marché. Elle a été amenée à jouer le rôle de prêteur en dernière instance des États qu'elle s'était jusqu'alors refusé à assumer. Elle a ainsi montré qu'il était possible de le faire sans avoir à changer les traités. Ceux-ci lui refusent d'être prêteur direct, mais ne lui interdisent pas explicitement de l'être indirectement en rachetant de la dette souveraine sur le marché. Il lui faut désormais admettre que ce rôle qu'elle a été amenée à jouer sous la contrainte d'une situation exceptionnelle est une mission qu'elle se doit de jouer en tout temps. Il lui faut en pérenniser et en banaliser l'usage. Ce n'est qu'ainsi qu'elle pourra pleinement jouer son rôle de banque centrale.

6.2. Quand emprunter rapporte : les provisions pour l'hiver de l'Agence France Trésor

L'émission de dette à des taux négatifs, signifie, on l'a vu, que s'endetter rapporte. Reste évidemment à voir comment, par quels canaux, cet étrange revenu, dont personne ne parle, se perçoit. Comment et, bien sûr, combien il représente. Pour cela, comprendre le comment et mesurer le combien, il faut mener une véritable enquête et faire un petit détour... par les annexes au projet de loi de finances, puis par les comptes de l'AFT et le compte général de l'État. Bref, d'accepter de se laisser griser par les délices de la comptabilité de caisse et de celle en droits constatés

6.2.1. Primes d'émission et produits constatés d'avance : des provisions pour l'hiver :

Pour être tenu, ce qui ressort des annexes aux lois de finances (*cf.* Encadré 14) n'en est pas moins parfaitement clair : les taux d'intérêts négatifs permettent à l'État d'empocher depuis plusieurs années, depuis 2009 et plus encore à partir de 2015, d'importantes primes d'émission. Elles se chiffrent en milliards d'euros.

Plusieurs milliards donc, ce n'est pas rien ; mais, au fait, qu'est-ce qu'une prime d'émission ?

Même si la suite sera un peu plus compliquée, la réponse à cette question est, nous est-il dit, relativement banale et ne porte pas spécifiquement sur une situation de taux d'intérêts négatifs : « L'État, en effet, réémet régulièrement des titres sur des souches

anciennes. Lorsque le taux d'intérêt demandé par le marché au moment de l'émission est inférieur au taux du coupon qui sera servi par ce titre, l'État enregistre une prime à l'émission (il encaisse en trésorerie une somme supérieure à celle qui sera remboursée à échéance) »⁶¹. Cette explication donnée dans l'annexe au PLF n'est, à vrai dire, que très partielle et jette ainsi un voile pudique sur l'essentiel : la réalité actuelle de taux négatifs.

En fait, « les émissions de titres donnent lieu à l'encaissement de primes ou de décotes à l'émission lorsqu'il existe une différence entre le taux du coupon et le taux demandé par le marché »⁶². Résultant d'un différentiel de taux entre l'émission et le marché et du mécanisme « quand ça baisse, ça monte » propre au marché obligataire (*cf.* Encadré 11), les primes d'émission (ou, en sens inverse, les décotes) peuvent ainsi être le résultat de trois situations distinctes ; les deux premières sont courantes, la troisième, qui nous concerne plus particulièrement ici, l'est nettement moins.

Encadré 14 : À la recherche des primes d'émission

Le premier indice, l'un des rares qui soit aisément accessible, est cette indication cursive dans une annexe au Projet de loi de finances pour 2017 qui vend un petit bout de la mèche :

« Comme en 2015, les taux d'intérêts de plus en plus bas ont induit l'enregistrement d'importantes

61. Projet de loi de finances pour 2017, Annexes, Bleu budgétaire « Engagements financiers de l'État », note de bas de page 15.

62. AFT, *Rapport d'activité 2016*, p. 70.

primes à l'émission. Cette ressource de trésorerie permet, comme en 2015, de diminuer l'encours de BTF en 2016 [...]. Dans un contexte de taux encore très bas, négatifs jusqu'aux maturités inférieures à 9 ans en septembre 2016, il est fait l'hypothèse que les émissions de dette à moyen/long terme génèreraient 4,0 Md€ de primes nettes des décotes. Cette prévision est susceptible de variations en fonction de l'évolution des taux et des titres qui seront effectivement émis.⁶³ »

Un an plus tard, la même annexe, mais au PLF pour 2018, cette fois, explique :

« Pour 2017 [...], l'augmentation du besoin de financement résultant de la hausse du déficit par rapport à la LFI est compensée par un surcroît de ressources lié à un niveau de primes à l'émission un peu plus élevé qu'anticipé et par un surcroît d'émissions de BTF. Pour 2018, le besoin de financement est principalement constitué d'un déficit à financer de 82,9 Md€ et d'amortissements de titres à moyen/long terme qui devraient atteindre 120,1 Md€ [...]. Ce besoin sera essentiellement couvert par un volume d'émissions de dette à moyen/long terme de 195,0 Md€ ». Cet « essentiellement » est du meilleur effet, mais il permet surtout d'utilement éviter de mentionner que, dans le tableau dont ce passage est le commentaire, figure un poste pudiquement intitulé « autres ressources de trésorerie », dont le montant est de 3,5 Md€.

Bref, l'apport des primes d'émission est constant depuis 2015 et représente à tout le moins plusieurs milliards pour chacune de ces années.

Outre, en effet, la réémission de souches anciennes à des taux différents, ce que l'on appelle « l'assimilation », une autre situation de différentiel de taux entre l'émission et le marché est courante et cela pour une raison simple : les marchés sont cotés au millième de %, les émissions se font au 1/10 et au 1/20 de %. Il y a donc, en temps normal, quasiment toujours prime ou décote, mais pour des montants faibles et qui globalement se compensent. Voilà pour les situations banales.

Mais aujourd'hui la situation est tout autre, car si les taux de marché sont négatifs pour les maturités les moins longues, l'émission, elle, ne se fait jamais qu'à des taux positifs ou nuls. Il y a donc de ce seul fait systématiquement perception de primes d'émission par l'État.

Reste, évidemment, à savoir combien L'analyse des documents comptables figurant au rapport d'activité de l'AFT permet (cf. Encadré 15, ci-après), moyennant il est vrai une certaine persévérance, d'établir les montants des primes d'émission.

Encadré 15 : Évaluer les primes d'émission

Si l'on se contente de lire les seuls documents comptables d'ensemble publiés dans le rapport annuel 2016 de l'AFT, le compte de résultat indique : « charges d'amortissements des décotes sur émission de titre : 1 473,50 M€ ; produits d'amortissement des primes sur émission de titres : 7 657,65 M€. À s'en tenir là, l'affaire serait donc entendue : grâce aux taux d'intérêt négatifs, l'AFT

63. Projet de loi de finances pour 2017, Annexes, Bleu budgétaire « Engagements financiers de l'État, p.15.

aurait ainsi dégagé, en net, 6 184,15 M€ en 2016. Cette évaluation correspond, d'ailleurs, à celle qui figure dans les documents budgétaires.

Pourtant l'intitulé de ce poste du compte de résultat : « charges (produits) d'amortissement des décotes (primes) sur émission de titres » attire l'attention : en comptabilité, les intitulés doivent toujours être pris très au sérieux !

Il faut alors se reporter aux « principes et méthodes comptables » du rapport financier, pour s'apercevoir que : « Les nouvelles émissions sont rattachées à des emprunts [...] la différence entre une valeur d'émission et la valeur nominale du titre constitue une prime ou une décote [...] la prime est comptabilisée en produit constaté d'avance au passif du bilan et la décote est comptabilisée en charge constatée d'avance au sein de l'actif [...] les primes et décotes sont reprises au compte de résultat selon la méthode actuarielle sur la durée de vie de l'emprunt... » (Rapport AFT 2016, p. 37)

Traduit en langage de tous les jours, cela signifie que, comme dans le cas, par exemple, des abonnements à un journal, les primes d'émission ne sont pas imputées sur l'exercice de leur collecte effective, mais étalées sur la durée de vie des emprunts auxquels elles se rapportent. Ainsi, les valeurs imputées au compte de résultat de l'exercice ne fournissent qu'une fraction du total de ce qui a été récupéré. Pour connaître la valeur exacte du tas de provisions mis de côté pour l'hiver, il faut aller encore un peu plus loin, et rechercher les données, soit dans les éléments du bilan, soit dans les « notes » du rapport financier (p. 40) de l'AFT, soit, enfin, dans le Compte général de l'État. Le tableau 16, p.156, qui

repré- prend les données de l'AFT, en donne la valeur exacte.

Comme le montre le tableau 16, la réalité est, au total, bien différente des quelque 4 à 6 Md€ qui figurent dans le compte de résultat de l'AFT et sont publiés dans les documents budgétaires, qui ne font que reprendre ces mêmes chiffres. Ainsi, à fin 2016 : 73,2 Md€⁶⁴ ont été récoltés sous forme de primes d'émission, dont 52,3 Md€ ont été mis de côté et seront imputés sur les années à venir. C'est considérable. De surcroît, même si ces données figurent par ailleurs au compte général de l'État⁶⁵, cela échappe largement à la connaissance du Parlement et, semble-t-il, à la vigilance de quelques autres... Voilà donc un bien joli tas de provisions, soigneusement mis de côté pour l'hiver par les fourmis, à l'abri d'une éventuelle tentation des cigales, qui n'en soupçonnent d'ailleurs pas même l'existence.

Si les primes et les décotes se sont pendant un temps compensées et pour des montants relativement réduits, ce n'est plus vraiment le cas de manière presque continue depuis 2009 (5,3 Md€, 7,7 Md€ en 2010, 8,9 en 2012, 5,7 en 2013

64. Addition des colonnes 1 et 2 de la première ligne du tableau 16, soit $52,0 + 21,2 = 73,2$ Md€.

65. cf. Compte général de l'État 2016, p. 84. Mention aussi en est aussi très cursivement faite, et comme à regret, par la Cour des comptes qui en minimise la portée dans l'audit des finances publiques qu'elle a réalisé en juin 2017 : « Les primes à l'émission nettes des décotes ont atteint 20,8 Md€ en 2016 après 22,7 Md€ en 2015, soit près d'un point de PIB. Le gain en trésorerie qui en résulte pour l'État vient limiter temporairement la progression de la dette. Ce moindre endettement en 2015 et en 2016 n'est que temporaire et sera progressivement effacé par un surcroît d'émissions dans les années à venir. »

et 8,0 en 2014) ; ça ne l'est plus du tout en 2015 (22,4 Md€) et bien sûr en 2016. Comme l'indique le Compte général de l'État de 2016 : « Cet accroissement est la conséquence de l'augmentation des primes encaissées lors des émissions de titres sur les années précédentes : le volume total de primes encaissées a triplé entre 2014 et 2015 (24 200 M€ en 2015, *versus* 8 042 M€ en 2014). En 2016, le volume des primes encaissées diminue mais reste élevé (21 247 M€ soit une baisse de 2 952 M€). De plus, la poursuite de la baisse des taux à moyen et long terme (le taux d'intérêt moyen pondéré sur les émissions de titres correspondant est passé de 1,31% en 2014 à 0,63% en 2015 et à 0,37% en 2016) renchérit mécaniquement le prix des titres antérieurement émis et donc les primes encaissées lors des ré-abondements de "lignes" préexistantes⁶⁶. »

Tableau 16. Produits (ou charges) constatés d'avance au bilan 2016 de l'AFT

En M€	1. Montants au 31/12/15	2. Primes (ou décotes) 2016	3. Dont Imputés à 2016	4= 1+2-3 Produits (ou charges) constatés d'avance au 31/12/16
1 Primes	52 003.75	21 247.47	7 657.65	65 593.57
2 Décotes	10 300.17	472.16	1 473.50	9 298.84
3= 1-2 Total net	41 703.58	20 775.31	6 154.15	52 294.73

Source : *Rapport d'activité 2016 de l'AFT*

Au moment où ces lignes sont écrites, il est encore difficile de donner une évaluation précise

pour 2017, mais il est probable qu'elle soit du même ordre de grandeur que les deux années précédentes, et, *a fortiori*, de conjecturer ce que sera 2018.

6.2.2. De l'usage des provisions pour l'hiver : comptabilité budgétaire et comptabilité générale de l'État.

Ces sommes considérables ont été encaissées par l'État et ont, bien sûr, été utilisées ; reste à savoir à quoi. Et là, les choses se compliquent passablement. Les euros détenus par l'État se comportent, en effet, – un peu comme les objets de la mécanique quantique : à la fois ondes et particules –, selon leur mode de description dans les pas moins de deux méthodes comptables distinctes auxquelles s'astreint l'État : en comptabilité budgétaire – en « encaissement/décaissement » – ou en comptabilité générale de l'État – en « droits constatés (modifiés) » – (*cf.* Encadré 16, p.158).

En comptabilité budgétaire, les primes d'émission constituent des ressources de trésorerie ; en comptabilité générale de l'État, elles représentent des produits constatés d'avance, qui figurent au passif du bilan. Ces deux items n'ont pas le même usage et pourtant ce sont bien, à proprement parler, les deux faces d'un même euro ! Deux faces, qui renvoient, en réalité, à la nature même de la monnaie. Comme l'indique D. Graeber dans son monumental ouvrage sur la dette, il y a « débat entre ceux qui perçoivent la monnaie comme une marchandise et ceux qui voient en elle une reconnaissance de dette [...] Est-elle l'une ou l'autre ? La réponse devrait être

66. Compte général de l'État 2016, p.145

évidente : elle est les deux à la fois »⁶⁷. La duplicité même des méthodes comptables utilisées, ne fait qu'illustrer, et ici matérialiser, l'évidence de cette double nature⁶⁸.

Encadré 16 : Comptabilité budgétaire de caisse, comptabilité générale en « droits constatés », la difficile coexistence de deux comptabilités de l'État

Depuis la promulgation de la loi organique du 1er août 2001 relative aux lois de finances (LOLF), l'État publie des états financiers issus de la comptabilité en droits constatés, qu'il doit tenir en vertu de son article 27. L'établissement de cette comptabilité publique, très fortement inspirée de la comptabilité générale des entreprises, visait à répondre aux critiques récurrentes adressées à la comptabilité de l'État, telle que régie par l'ordonnance organique du 2 janvier 1959 et par le décret du 29 décembre 1962 portant règlement général sur la comptabilité publique, qui est une comptabilité en encaissements/décaissements. Aussi, la proposition de loi organique initiale prévoyait-elle que le projet de loi de finances arrête l'équilibre budgétaire et financier, ainsi que l'équilibre comptable prévisionnel, sur la base des règles de rattachement de la comptabilité générale, donc en droits constatés. Elle introduisait en outre, en loi de règlement, la constatation du résultat comptable de l'exercice et son approbation. Il était ainsi prévu que la comptabilité en droits constatés remplace complètement celle en encaissements/décaissements qui lui préexistait.

67. D. Graeber, *Dettes, 5 000 ans d'histoire*, Babel, 2016, p.91.

68. On pourrait, rajouter ici, avec P. Bruno, que, puisque « la scission est une prothèse orthopédique qui fait écran à la division du sujet » (in Pierre Bruno, *Lacan, passeur de Marx*, Érès, p.78), cette duplicité des méthodes est le symptôme manifeste d'un ratage...

Pour de multiples raisons, le législateur a choisi de... ne pas choisir ! Il a distingué en développant leur logique respective, la comptabilité budgétaire, support et traduction de l'autorisation parlementaire, décrivant des flux de caisse, et la comptabilité générale, décrivant, *ex post*, les opérations et fondée, elle, sur la constatation des droits et obligations. Depuis la LOLF coexistent donc ainsi deux comptabilités distinctes décrivant les finances de l'État, l'une, budgétaire, en caisse et l'autre, générale, en droits constatés, dont seule la première permet de comparer le solde budgétaire prévu et le solde réalisé.

Depuis la LOLF, les documents budgétaires du projet de loi de finances présentés au Parlement continuent donc à être élaborés en encaissements/décaissements, alors que la contribution de la comptabilité en droits constatés est limitée à la description *ex post* des opérations financières de l'État dans le Compte général de l'État. Celui-ci est présenté au moment de la « loi de règlement », qui retrace l'exécution budgétaire de l'année N-1. De ce document, la Cour des comptes pourra dire dans un constat attristé que « le Parlement s'est encore peu approprié ce nouvel instrument, dont il fait un usage très restreint » et que « tous les élus ne sont pas nécessairement informés de la tenue de la comptabilité générale de l'État et ceux qui en connaissent l'existence n'en mesurent pas toujours les potentialités pour leur activité.⁶⁹ ». C'est assez dire !

69. « La comptabilité générale de l'État 10 ans après », Rapport public thématique, Cour des comptes, février 2016, pp. 60-61.

Comptabilité budgétaire : comptabilité qui retrace l'ouverture et la consommation des autorisations d'engager et de payer, ainsi que l'enregistrement des recettes autorisées (article 58 du décret du 7 novembre 2012 relatif à la gestion budgétaire et comptable publique). Les encaissements et les décaissements sont constatés dans les comptes de l'exercice au cours duquel ils se produisent. La simplicité, et donc la lisibilité, de cette méthode en font un outil apprécié, notamment des parlementaires. Son principal inconvénient étant que, par définition, elle ne retrace pas les événements qui excèdent l'exercice courant. Il n'y a ainsi aucun décompte patrimonial, ni aucun bilan possible. Les droits acquis comme les engagements et les risques financiers pris qui ont à être retracés, doivent l'être par ailleurs. C'est le mode historique de comptabilité utilisé par les États ; beaucoup continuent à n'utiliser qu'elle, l'Allemagne, par exemple.

Comptabilité en droits constatés : directement transposée de la comptabilité privée en vigueur dans les entreprises, « les transactions et événements économiques y sont constatés dans les comptes de l'exercice au cours duquel se produisent leurs faits générateurs, indépendamment du moment où ont effectivement lieu les opérations de trésorerie qui les traduisent. » S'agissant de l'État, elle s'applique de façon nécessairement modifiée, car certaines catégories d'actifs ou de passifs ne sont pas comptabilisées. Comment, en effet, pour prendre un exemple parlant, évaluer « à la valeur de marché », comme il est requis, le Louvre et ses trésors ? Ce parc immobilier dit « spécifique », qui n'a pas de valeur vénale identifiable « fait l'objet d'une évalua-

tion initiale à l'euro symbolique ou la valeur forfaitaire non révisable ».

Cette méthode, directement inspirée de la comptabilité privée s'est notablement développée au cours de la dernière décennie et a été pour la première fois appliquée en Nouvelle-Zélande au début des années 1990. Elle s'est depuis lors diffusée, en particulier au Royaume-Uni et en Australie. Comme la France, les USA utilisent simultanément, non sans quelques difficultés, les deux méthodes.

A) La comptabilité budgétaire : de l'usage discrétionnaire d'une trésorerie inattendue

S'agissant tout d'abord de comptabilité budgétaire, celle en encaissements/décaissements, même s'il faut pour cela les regarder de très près, les documents disponibles ne laissent guère place au doute : les ressources de trésorerie, inattendues et inespérées, que représentent les primes d'émission ont été utilisées. Sous-estimées par prudence au moment de l'examen du projet de loi de finances, elles se sont avérées plus importantes que prévu et ont été utilisées au cours de l'exercice. Les parlementaires n'en ont donc été informés qu'*a posteriori* par les annexes au projet de loi de finance de... l'année suivante.

Mais utilisées à quoi ? De ce point de vue, le rapport d'activité de l'AFT⁷⁰ et le bleu budgétaire annexe au projet de loi de finances⁷¹ se recourent très exactement. S'agissant de 2015 et 2016, der-

70. Rapport d'activité AFT 2016, p.50

71. Bleu budgétaire de la mission « engagements financiers de l'État », annexe au PLF 2018, p.27

niers exercices clos au moment de la rédaction de ce livre, les « autres ressources de trésorerie », dont l'AFT a l'amabilité de nous indiquer qu'elles sont constituées « essentiellement de primes d'émission, nettes des décotes », ont dans leur quasi-intégralité servi à réduire l'encours de dette à court terme⁷² d'un montant pratiquement identique (cf. Tableau 17 ci-après).

Tableau 17. Extrait du tableau des ressources de financement de la dette

En MD€	2015	2016
Autres ressources de trésorerie	+22.4	+19.7
Variations de l'encours de la dette à court terme	-22.6	-18.7

Source : *bleu budgétaire de la mission « engagements financiers de l'État », annexe au PLF 2018, p.27*

Ainsi, la lecture du rapport d'activité de l'AFT permet-elle d'établir que, de 2009, année du maximum de l'endettement à court-terme (214,12 Md€), à fin 2016 (133,92 Md€), la dette à court terme a été réduite de pas moins de 80,2 Md€, dont 41,36 Md€ au cours des deux seuls derniers exercices clos, 2015 et 2016. Réduction intégralement financée par les ressources de trésorerie, les primes d'émission, donc, inattendues qui ont été dégagées !

C'est d'ailleurs ce que confirme sans la moindre ambiguïté le Compte général de l'État : « En 2016, le solde des bons du Trésor français (BTF) affiche un montant négatif de 18 748 M€ en raison d'émissions inférieures aux remboursements. Comme en 2015,

72. Composée de Bons du Trésor Français (BTF), il s'agit de la partie de la dette qui est d'une maturité inférieure ou égale à 12 mois.

cette diminution de l'endettement à court terme a été permise par les ressources en trésorerie générées par les primes d'émission sur les titres à moyen long terme⁷³. »

Que cette réduction puisse apparaître de bonne gestion n'est pas ici en question : alors que la part des BTF n'était que de l'ordre de 7 à 8% de l'ensemble de la dette avant le déclenchement de la crise, celle-ci était montée à 18,7% en 2009. Cela constituait indéniablement une fragilité qu'il pouvait apparaître légitime de résorber. La question n'est donc pas ici « technique ». Mais enfin, d'autres options pouvaient tout aussi légitimement être mises sur la table. Plutôt que de réduire subrepticement et à bas bruit la dette à court terme en utilisant la trésorerie excédentaire pour émettre moins de BTF qu'il n'en était amorti, celle-ci pouvait tout aussi bien, par exemple, être mise au pot commun et venir compenser partiellement le déficit budgétaire et donc l'appel à l'emprunt. Le résultat aurait été au total le même, mais l'opération par sa visibilité aurait, bien sûr, immédiatement signifié aux cigales qu'il n'était peut-être pas aussi indispensable qu'il ne leur était dit qu'elles consentent aux efforts demandés... Bref, il n'y eut pas de table sur laquelle mettre les termes du débat et en discuter ; pas de débat, donc, c'était plus simple ainsi.

Depuis 2009, l'utilisation d'au total près de quatre points de PIB n'a donc relevé que de la seule décision du gouvernement, et plus particulièrement du ministre de l'Économie et des finances. Depuis 2014, ce sont ainsi chaque année un peu

73. Compte général de l'État, p. 162.

plus 20 Md€, soit les budgets réunis des ministères du Travail, de la Justice, de la Culture, de la Santé et de la Jeunesse et des sports, dont l'usage a échappé à toute discussion préalable du Parlement... Pas franchement démocratique ! C'est là le prix du maintien de la discipline maastrichtienne.

B) Comptabilité générale de l'État : la réduction non dite de la charge d'intérêts

Si l'on passe maintenant à la comptabilité générale de l'État, celle en droits constatés, la vision est toute différente. Les primes d'émission y sont, on l'a vu (*cf.* Encadré 15), comptabilisées en produits constatés d'avance au passif du bilan (en sens inverse, les décotes sont comptabilisées en charges constatées d'avance au sein de l'actif). De ce fait, les primes et décotes sont « reprises chaque année au compte de résultat selon la méthode actuarielle sur la durée de vie de l'emprunt... ». Soit encore : dans cette présentation comptable, chaque année une partie des primes d'émission est versée au compte de résultat de l'AFT, sous le délicat intitulé de « amortissement des primes et décotes » en ressources⁷⁴, et vient ainsi en déduction des charges d'intérêt.

Tableau 18. Évolution de la charge nette de la dette négociable de l'État (en droits constatés)

En Md€	2006	2008	2011	2013	2014	2015	2016
1. Charge brute	37 933	43 215	46 306	42 230	41 522	40 678	40 549
2. Amortissement des décotes	+1 057	+1 417	+1 372	+1 400	+1 530	+1 621	+1 474
3. Amortissement des primes	-1 269	-1 109	-3 149	-4 423	-4 747	-6 173	-7 658
4 = 1+2-3 Charge nette	37 721	43 523	44 529	39 207	38 305	36 126	34 365
Charge nette/ PIB	2,0%	2,2%	2,2%	1,9%	1,8%	1,6%	1,5%

Source : Rapport d'activité 2016 AFT, p.53

Qu'est-ce cela change par rapport à ce qui a été examiné au chapitre précédent (*cf.* Tableau 15) ? À vrai dire, pas grand-chose jusqu'aux débuts de cette décennie. Jusque-là, en effet, aux différences de périmètre près entre comptabilité budgétaire et droits constatés, la charge de la dette (*cf.* Tableau 18) est à peu près similaire dans les deux présentations comptables et pèse d'un poids quasiment identique dans le PIB : de 2006 à 2011, elle s'accroît et passe de 2% à 2,2% du PIB. Pas d'étonnement à cela : pendant cette période, les primes et les décotes continuent de se compenser, bon an, mal an.

Avec l'arrivée des taux négatifs et l'envol des primes d'émission, les choses se modifient : la charge nette se réduit bien évidemment beaucoup plus fortement en droits constatés qu'en comptabilité budgétaire ; elle pèse ainsi d'un poids sensiblement moindre dans le PIB.

74. Techniquement parlant, ce sont des charges négatives !

Au total, on retiendra ce fait essentiel : avec la baisse des taux d'intérêts de la dernière période, dans la présentation en droits constatés, la charge nominale, nette des primes et décotes, de la dette est moins importante aujourd'hui qu'en 2006, cela alors qu'entre temps, comme on l'a vu, la dette a doublé. La présentation en droits constatés dit ce que la comptabilité budgétaire tait !!

Mais au-delà de ces querelles de chiffres et de chiffonniers, trois enseignements sont, en définitive, à retenir :

Tout d'abord, s'agissant de la dette maastrichtienne, la présentation en droits constatés est la seule qui soit légitime. En effet, comme l'indique la Cour des comptes : « Les charges financières, les primes et les décotes à l'émission des obligations du Trésor, les intérêts courus non échus et les passifs financiers hors dette financière facilitent le suivi de l'agrégat de la dette maastrichtienne. »⁷⁵ Comptabilité maastrichtienne est, en effet, synonyme de droits constatés⁷⁶. La présentation en comptabilité budgétaire est certes une facilité, notamment en ce qu'elle permet, comme on l'a vu, d'oblitérer l'existence des

75. *La comptabilité générale de l'État, 10 ans après, op. cit.*, p.46

76. Comme l'indique cette remarque incidente du « bleu budgétaire » précité (p.22) : « Cette évaluation est établie en comptabilité maastrichtienne, équivalente à la comptabilité générale de l'État. Elle tient compte de l'ensemble des flux de paiements associés aux émissions de dette, en répartissant uniformément la dépense d'intérêt sur la durée de vie d'un titre. Elle agrège ainsi les intérêts courus et l'étalement des primes et décotes à l'émission. Cette présentation rend mieux compte des effets complets d'un choc de taux que la comptabilité budgétaire, qui ne tient compte que des coupons effectivement décaissés. »

primes d'émission, mais elle est méthodologiquement... coupable !

Ensuite, cette présentation permet d'illustrer au mieux la thèse développée ici : il y a déconnexion entre dette et charge de la dette, du fait de l'autonomie relative de la politique monétaire de la Banque centrale. Celle-ci n'est donc pas un acteur anodin réduit à l'impuissance par les traités : elle peut ainsi venir largement favoriser les évolutions en allégeant le coût de l'endettement, comme rendre plus pesant la charge de la dette, la transformant ainsi en fardeau. Le cas de la France l'illustre à l'envi : la charge maastrichtienne de la dette était de 37,72 Md€ en 2006 ; exprimée en euros constants (aux prix de 2006) elle est de 29,9 Md€ en 2016. En l'espace de 10 ans, la baisse des taux a permis de réduire la charge réelle de la dette de 20%, pour une dette pourtant entre-temps doublée.

Enfin, le bénéfice de cette situation est amené à durer dans le temps. Quoi qu'en ait dit la Cour des comptes et quoi qu'il puisse arriver demain sur les marchés financiers, les provisions accumulées, les 65,6 Md€ de primes d'émission accumulées en produits constatés d'avance (*cf.* Tableau 16), continueront de se déverser année après année et viendront ainsi alléger continûment la facture de la dette.

Chapitre 7. Sortir de l'endettement ?

Jusqu'à présent, donc, tout va (presque) bien. Reste que cette situation de taux nominaux très bas, voire négatifs, est, à bien des titres historique, et n'est pas destinée à durer éternellement. Dans le capitalisme financiarisé qui est le nôtre, une telle ostensible « euthanasie des rentiers »⁷⁷ n'est certes pas destinée à être perpétuée. « Celui qui épargne de façon honnête et convenable pour ses vieux jours est maintenant stupide », a pu ainsi se désoler Sigmar Gabriel, membre du SPD (!!!) et alors ministre allemand de l'Économie, en ciblant la politique « non conventionnelle » de la BCE. Elle aura donc une fin. Cette éventualité est trop évidente pour ne

77. Dans son ouvrage devenu un classique : *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, J.M. Keynes parle de l'« euthanasie du rentier ». Ce passage est traditionnellement interprété comme évoquant l'effet d'effacement des dettes de l'inflation dont nous avons longuement parlé aux deux chapitres précédents et dont nous aurons encore à reparler. Il reste que les considérations de Keynes excèdent de beaucoup ce seul objet. Le passage de la *Théorie générale* où il est question de cette euthanasie, est le chapitre final (les : « Notes finales sur la philosophie sociale à laquelle la théorie générale peut conduire »). Il s'ouvre par la phrase qui sert d'exergue à ce livre.

pas être agitée avec insistance par tous ceux qui font de la discipline maastrichtienne le fil directeur de la politique économique...

7.1. Faut-il redouter la perspective d'un « choc de taux » ?

Dans ses différentes publications, la Cour des comptes fait avec constance rappel aux bienséances maastrichtiennes⁷⁸. Ainsi, dans le rapport qu'elle a remis en juin 2017 sur la situation des finances publiques et qui a servi d'audit au nouveau pouvoir issu des élections du printemps 2017 :

« Dans un contexte de remontée générale des taux d'intérêt et d'un possible arrêt des achats par la Banque centrale européenne de titres de dette publique, l'accentuation de l'écart entre la dette publique française et la dette publique allemande rapportées au PIB pourrait entraîner un creusement de la prime de risque avec l'Allemagne. Il en résulterait alors une augmentation plus forte des taux d'intérêt français que celle justifiée par la seule remontée générale de l'inflation et le retour à une conjoncture normale en zone euro.

À titre d'illustration, une augmentation de 100 points de base de l'ensemble des taux d'intérêt à partir de 2018 conduirait à accroître de près de 0,2 point de PIB cette année-là la charge de la dette de l'ensemble des administrations publiques, cet impact montant progressivement en charge pour atteindre près de 0,3 point de PIB en 2019, et se

78. Elle ne fait ainsi que rappeler, sans il est vrai les relativiser, les effets de dispositions législatives, ou organiques, votées par le Parlement, qui ont donc vocation à s'appliquer.

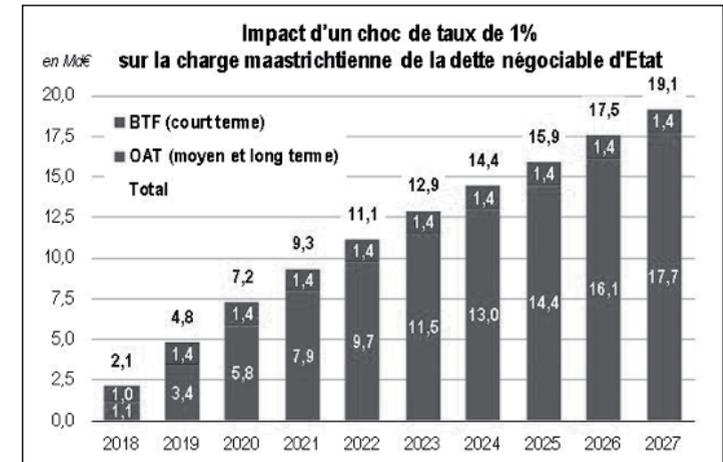
poursuivrait les années ultérieures jusqu'à ce que l'ensemble du stock de dette ait été renouvelé aux nouvelles conditions. »⁷⁹

On laissera – provisoirement – la comparaison récurrente avec l'Allemagne, parangon notable de toutes les vertus financières et base de tout *benchmarking* (comparaison) digne d'être considéré pour les tenants de l'orthodoxie européenne, pour ne considérer que ce qui est dit des effets d'une possible remontée des taux.

La Cour ne fait ici que reprendre les estimations de l'AFT, qui figurent dans les documents budgétaires qui nous ont abondamment servis. Afin de quantifier cette aggravation, celle-ci a effectué la simulation d'un choc de +1 % (« +100 points de base ») (cf. Graphique 4, p.170), qui interviendrait dès fin 2017 et concernerait l'ensemble des taux (de court, de moyen et de long terme). Le choc est sévère, mais cette simulation n'a pas vocation à prédire une réalité, d'ailleurs évidemment démentie par les faits en ce début 2018, elle n'a d'ambition que pédagogique, c'est-à-dire effrayer le citoyen de base.

79. « La situation et les perspectives des finances publiques », Cour des comptes, juin 2017, p.91.

Graphique 4



Source : *Projet annuel de performance, annexe au PLF 2018, p.34*

Force, en effet, est ainsi de constater qu'un relèvement de +1% finit, à terme de dix ans, par coûter 19,1 Md€.

On rappellera à cet égard que la charge de la dette est aujourd'hui inférieure à celle de 2006. Un rapide calcul de coin de table reprenant les hypothèses gouvernementales sur la croissance et les prix⁸⁰, montre qu'à l'échéance de 2027, un tel « choc » ramènerait la charge de la dette un peu en dessous du niveau réel qui était le sien en 2006 : soit 2% du PIB. Même si l'on s'en passe volontiers, il n'y a donc rien ici qui doive particulièrement effrayer. Bref, rien d'insurmontable, même s'il faut convenir que cela diffère le problème mais ne le règle pas.

80. Les hypothèses de la loi de programmation des finances publiques pour les années 2018 à 2022, soit : 1,7 % de croissance en volume et 1,75% pour les prix.

L'essentiel pour l'instant n'est pas là. L'important dans ce qui nous est ainsi dit est... ce qui y est oublié et figure pourtant dans les documents budgétaires :

« ... une remontée des taux liée à une augmentation de la croissance et/ou de l'inflation serait, toute chose égale par ailleurs, accompagnée parallèlement d'un accroissement des recettes publiques. En période d'effort structurel, incluant notamment une modération de la dépense, l'effet de ce choc conjoncturel devrait au total être positif sur le solde public, malgré l'alourdissement de la charge de la dette »⁸¹.

Ces remarques viennent, ainsi, utilement rappeler à ceux qui auraient pu, sans doute par mégarde, l'oublier que les taux n'existent pas et ne bougent pas par eux-mêmes. S'ils le font, c'est sous l'empire des choix des banques centrales, qui elles-mêmes agissent en fonction de la situation économique et de l'analyse qu'elles en font. Il n'y a pas de « choc de taux » « sec ». Nous avons suffisamment vu dans le chapitre précédent, la BCE et l'Eurosystème agir, même si cela a été à reculons et contre l'avis de certains, notamment les Allemands, devant la dégradation de la situation en zone euro pour ne pas l'avoir déjà oublié. Les faits sont têtus et finissent toujours par s'imposer, même si ce peut être avec retard. Si la BCE ouvre désormais la perspective d'un resserrement de sa politique monétaire, c'est qu'une nette reprise économique se fait d'ores et déjà sentir et que l'infla-

81. Projet annuel de performance, mission Engagements financiers de l'État, annexe au PLF 2018, p. 35.

tion connaît un franc et net rebond qui est susceptible de durer. C'est d'ailleurs, on l'aura remarqué, ce que souligne à sa manière la Cour des comptes, en parlant d'une hausse de taux « justifiée par la seule remontée générale de l'inflation et le retour à une conjoncture normale en zone euro ».

Dès lors, si dans un tel cadre un relèvement des taux est effectivement devenu probable, il n'est cependant guère à redouter, puisque :

Ce relèvement des taux sera progressif et ne procèdera pas d'un choc brutal et instantané de 1%, comme celui qui vient de servir d'exemple.

Qu'en conséquence, son effet sur la charge d'intérêt sera encore plus dilué dans le temps ;

Que si, comme elle le dit, la BCE demeure fidèle à la mission qui est la sienne, elle s'efforcera de se guider sur son objectif central : une inflation proche de 2%.

Enfin, qu'en apportant, au total, plus de ressources publiques qu'il n'en coûte en charge d'intérêt, ce cadre macroéconomique qui l'autoriserait est quant à lui « globalement positif ».

La croissance réduit les déficits et diminue mécaniquement le critère maastrichtien de la dette⁸², l'inflation rabote les taux d'intérêts et participe à l'euthanasie des rentiers. C'est la façon de sortir par le haut de l'absurdité de la discipline maastrichtienne. Il en est toutefois d'autres ...

82. Ainsi de 1997 à 2001, la reprise économique liée, entre autres, à une politique très active de l'emploi et de soutien du pouvoir d'achat a fait diminuer le ratio maastrichtien de dette, en dépit d'un déficit budgétaire maintenu. Ainsi, même si la dette s'est accrue, la croissance de l'économie ayant été plus rapide que celle de la dette, le ratio maastrichtien s'est mécaniquement réduit.

7.2. Un hiver sans fin (1) : l'impasse d'un retour à Maastricht

Dans un très intéressant travail, digne d'un sort meilleur que celui qui lui a été réservé : la poubelle, l'agence France Stratégie⁸³ s'est efforcée de tirer imperturbablement les conséquences d'un retour à Maastricht dans les strictes formes disciplinaires requises par le TSCG dans son article 4, partie intégrante de ce que l'on a appelé le « pacte budgétaire » :

« Lorsque le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut d'une partie contractante est supérieur à la valeur de référence de 60% [...] ladite partie contractante le réduit à un rythme moyen d'un vingtième par an, à titre de référence... ».

Ceux qui ont consenti à de telles dispositions, et à de tels abandons de souveraineté, ont-ils jamais mesuré ce à quoi ils nous engageaient ? Leur (ir)responsabilité est évidemment immense...

Cet exercice de fiction économique⁸⁴ débouche pour l'essentiel sur deux constats : le premier sur la durée, le second sur l'ampleur des « efforts » :

83. L'ambition planificatrice n'étant évidemment plus de mise dans le capitalisme mondialisé et financiarisé qui est le nôtre, France Stratégie est le nom ridicule dont est aujourd'hui affublé l'ancien Commissariat Général du Plan. Son service économique a depuis quelque temps entrepris un travail sur les finances publiques. Il a donné lieu à deux publications : *Dépenses publiques : quelles orientations*, juillet 2016, et *Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro*, octobre 2017.

84. Ces projections de France Stratégie « décrivent l'évolution du ratio de dette et du solde budgétaire structurel jusqu'en 2040 des pays de la zone euro dont le ratio de dette dépasse les 80 % du PIB, sous des hypothèses simples communes à tous les pays. Elles supposent le strict respect des règles européennes en matière d'ajuste-

Sur la durée : Cette purge, le processus de retour à Maastricht, durera 20 ans, c'est ce qui est gravé dans le marbre des traités, auxquels s'ajoute la période initiale, dite « d'ajustement structurel », qui fait passer du déficit actuel à un excédent. Pour la France, cela durerait donc, aimable perspective, de maintenant (2018) jusqu'en 2040.

Sur l'ampleur : Compte tenu du niveau de dette actuel et donc de son écart à la norme disciplinaire de 60%, cela signifie qu'il faudrait pendant vingt ans dégager un excédent budgétaire net de $(96,4 - 60)/20 = 1,8$ % du PIB, auquel il faut ajouter le financement des charges d'intérêt de la dette. L'exercice de France Stratégie montre que pour la France, il faudrait en moyenne, au-delà de la période initiale de purge austéritaire qui ferait passer du déficit à l'excédent, dégager un « solde primaire », solde budgétaire avant la prise en compte des charges d'intérêt, de l'ordre de 2 à 2,5 % du PIB, soit de 45 Md€ à 65 Md€. Ce serait donc, en moyenne, un peu plus que le budget de l'Éducation nationale (50 Md€ en 2018) qui chaque année disparaîtrait purement et simplement dans la trappe maastrichtienne... Voilà pour les perspectives !

ment budgétaire dans un contexte où chaque pays ferait face à l'inflation et aux taux d'intérêt qu'il a connu en moyenne du début des années 2000 jusqu'à la crise de 2008. Chaque pays est supposé suivre le sentier de croissance potentielle anticipée par la Commission. [...] ces résultats supposent, en particulier, que les pays procèdent à un ajustement budgétaire structurel d'au moins 0,5 point de PIB par an jusqu'à atteindre l'objectif minimal de 0,5 point de PIB de déficit structurel, soit le seuil fixé par le Traité pour la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance signé en 2012. Cet ajustement dure jusqu'à la fin de la prochaine décennie pour la majorité des pays, en raison de l'augmentation progressive de la charge de la dette. »

Ajoutons, pour faire bonne mesure, que, parmi les États-membres de la zone euro, la situation de la France est, en gros, partagée par l'Espagne, l'Autriche et Chypre. Que celles du Portugal et de la Belgique sont plus difficiles encore, mais que, sans même parler de la Grèce qui est hors champ de l'étude compte tenu de sa situation, la palme d'or de l'austérité promise revient sans conteste à l'Italie qui, avec une dette de 133,1% du PIB, devrait dégager entre 3,5 et plus de 4% de son PIB chaque année sur l'ensemble de la période. De la pure folie !

Aussi, avec un sens achevé de la litote, les auteurs de la note concluent-ils en faisant mine de s'interroger : « Ces *scénarii* sont-ils réalistes, ou suffisants ? Cette question est une affaire de jugement. Ils supposent cependant que les pays européens concernés dégagent des excédents primaires (i.e. hors charge d'intérêts sur la dette) très élevés, supérieurs à 2 voire 3 points de PIB pendant de nombreuses années. L'effort n'est pas totalement inédit, mais il a peu de précédents historiques. »

Encore convient-il, avec eux, de souligner que « ces projections ne tiennent pas compte de l'impact de l'ajustement budgétaire à réaliser sur la croissance attendue. C'est pourquoi elles peuvent être considérées comme optimistes ». Optimistes ? C'est bien le moins qu'on en puisse dire !

Une récente étude de l'OFCE⁸⁵ rappelle, en effet, à qui l'aurait oublié que : « La dépense publique contribue largement à la réduction des inégalités

85. Office français de la conjoncture économique, centre d'études et de recherches économiques rattaché à la Fondation nationale des sciences politiques.

et constitue un stabilisateur puissant de l'activité économique. Réduire massivement le poids de la dépense publique ne peut donc se faire sans modifier le niveau de vie des ménages et la répartition des revenus. L'impact serait par ailleurs négatif à court-moyen terme pour l'activité économique. Selon le modèle de l'OFCE, [une réduction] non ciblée de la dépense publique de 1 point de PIB, en même temps qu'une baisse des prélèvements obligatoires du même montant, est récessive à court-moyen terme (-0,4 point de PIB au bout de 2 ans et -84 000 emplois) et s'atténue à 5 ans (-0,1 point de PIB). La baisse des dépenses publiques, sans baisse des prélèvements obligatoires, diminue le PIB de 0,9% au bout de 2-3 ans (et détruit 240 000 emplois) et 0,6% à 5 ans (et détruit 180 000 emplois).⁸⁶ » Or, puisqu'il s'agit de dégager de substantiels excédents afin de rembourser la dette, nous sommes bien ici dans le second cas de figure : une baisse des dépenses non accompagnée d'une réduction corrélative des prélèvements. De surcroît, nous ne sommes pas dans celui d'une mesure ponctuelle ne concernant qu'une seule année, mais dans celui d'un « choc entretenu » pendant plus de deux décennies. L'effet récessif de la politique d'austérité prolongée annihilera pour de longues années toute possibilité de croissance. Bref, ce qui nous est promis, c'est la Grèce⁸⁷, en pire, s'il est possible !

86. B. Ducoudré, M. Plane et R. Sampognaro, « Dépenses publiques, quels enjeux pour le prochain quinquennat ? », *OFCE, Policy brief*, 17, 19 avril 2017.

87. Pour mémoire, pour qui n'aurait pas les chiffres en tête : la purge austéritaire subie par la Grèce a entraîné une chute de 30% du PIB entre 2008 et 2017. Aussi, l'endettement de ce pays qui était de 103,1%

Telle est donc l'impasse européenne sur les finances publiques : pris au pied de leur lettre, Maastricht et le TSCG réunis condamnent les peuples à un hiver sans fin !

7.3. Un hiver sans fin (2) : la remise en cause du modèle social français

Dans cette remise en cause radicale, la France est en première ligne. À cela deux raisons, qui n'en font d'ailleurs qu'une. D'une part, du fait de sa position de nation dont la part des dépenses publiques dans le PIB est la plus importante, les maigres marges de manœuvre qu'autorise Maastricht y sont les plus restrictives ; d'autre part, du fait même de cette position, le modèle social que cet indicateur strictement numérique désigne y est le plus menacé.

En 2016, les dépenses publiques représentaient, en effet, en France 56,4% du PIB ; c'est le niveau le plus élevé des pays de l'OCDE et, bien sûr, de la zone euro. Avec elle, seules, la Finlande (55,8%), la Belgique (53,2%) et l'Autriche (50,7%) font partie du club réduit des pays dont plus de la moitié du PIB est consacré à des dépenses publiques. L'Allemagne (44,2%) est loin derrière avec plus de 12 points de PIB de décalage, comme les Pays-Bas (43,4%). Tout au bout, les pays baltes consacrent, dans leur ensemble, de l'ordre du 1/3 de leur PIB aux dépenses publiques. Enfin, tout au bout du bout, l'Irlande, paradis fiscal tant apprécié des grandes entreprises, ferme la marche, en y consacrant seulement 27,1% de son

■ du PIB en 2007 et de 172,1% en 2011, est passé à 180,8% en 2016. Il est actuellement (second trimestre 2017) de 175%. Plus d'endettement après la purge qu'avant ; beau résultat, en effet !!!

PIB. Pour avoir une idée du degré de libéralisme qui se cache derrière ces chiffres, il suffit de les comparer avec ceux de pays comme les USA (37,6%) et la Suisse (33,5%). Bref, l'Irlande est bonne dernière dans le classement OCDE, derrière même la Corée. Quant aux pays baltes, ils se situent quelque part entre la Suisse et les USA. C'est assez dire l'extrême hétérogénéité qui est celle de la zone euro en termes de modèle social et de choix politiques.

Car derrière les chiffres, c'est bien de modèle social qu'il s'agit ; deux récentes publications nous le rappellent⁸⁸. Pour aller à l'essentiel, la France se singularise principalement par les effets du dynamisme de sa démographie⁸⁹, et donc le coût des dépenses socialisées liées à l'enfance : éducation, service public de la petite enfance, prestations sociales liées à la maternité..., des dépenses de défense plus importantes que tous les autres États-membres de l'Union européenne (Grande Bretagne exceptée) et surtout par une prise en charge socialisée de la protection sociale. Sur ce

■ 88. La note de France Stratégie dans sa version de 2016, et l'étude de l'OFCE qui vient d'être mentionnée.

89. Rappelons que, en dépit de la baisse engagée ces dernières années, la France est avec l'Irlande, et de très loin, le seul pays de l'Union à avoir un taux de fécondité encore proche de celui assurant le renouvellement des générations. En dépit de la progression continue de l'espérance de vie, l'Allemagne devrait ainsi, selon les dernières projections de la Commission européenne, connaître un déclin marqué de sa population, qui passerait de 81 millions actuellement à moins 78 millions à l'horizon 2080, soit alors moins que la France ! Pour ne prendre qu'un autre exemple, celui de l'Italie, sa population passerait de 61 millions aujourd'hui à moins de 54 millions en 2080. Que dire des USA où pour la deuxième année consécutive l'espérance de vie a diminué ? Que dire, enfin, du Japon dont la population était de 126 millions en 2015 et dont on estime qu'elle devrait être de ... 88 millions en 2065 !

point essentiel, « la France est le pays de l'OCDE dont les financements privés pour les systèmes de retraite et de santé est le plus faible (2,7 points de PIB), ce qui contraste très largement avec le Japon (5 points) ou les Pays-Bas (7,2 points) et encore plus avec le Royaume-Uni (8,2 points,) et les États-Unis (13,8 points) »⁹⁰. Les services offerts étant significativement plus importants, on conçoit dès lors aisément que le niveau des prélèvements publics qui les financent le soit aussi.

S'agit-il pour autant d'une charge ? On se contentera ici de souligner avec l'OFCE que : « Dans les autres pays, si la production du service ou la distribution de la prestation peut être confiée à un organisme relevant du secteur privé, la dépense totale mobilisée pour faire face à un risque donné peut être tout aussi importante. Dès lors, si l'on doit se comparer aux autres pays, il est primordial de raisonner à périmètre et service équivalents. À titre d'exemple, les dépenses publiques de retraite et santé sont aux États-Unis 8 points de PIB inférieures à celles de la France, mais les dépenses totales de retraite et santé, incluant les dépenses privées, sont 2 points de PIB supérieures à celles de la France »⁹¹.

En France, l'accès aux services de santé et aux retraites se fait plus qu'ailleurs par des dépenses socialisées assurant à travers des services publics une prise en charge solidaire et égalitaire, en fonction des besoins, non des moyens. Dans tous les autres pays, du fait de la moindre part des ser-

vices publics, l'accès à ces services se fait par des dépenses individuelles plus importantes et parfois beaucoup plus : cotisations à des fonds de pension, ou à des assurances maladie privées. Il est alors strictement dépendant du pouvoir d'achat individuel. Les moins fortunés s'en trouvent ainsi exclus, sauf à passer par un endettement qu'ils ne peuvent ensuite assumer. C'est d'ailleurs bien un mécanisme de cette nature qui fut à l'origine de la crise de 2007, la *subprime mortgage crisis* pour les anglosaxons. Les « subprimes » sont, en effet, un produit financier dérivé des prêts hypothécaires à risque sur le logement des ménages. C'est à la suite d'un relèvement des taux d'intérêt aux USA à partir de 2005, qu'un défaut collectif des ménages surendettés, qui ne purent faire face aux engagements qu'ils avaient pris, en 2007, déclencha la crise. Elle gagna par la suite le système bancaire US, puis, par ce biais « systémique », le monde entier.

C'est donc ce modèle social français qui est tout particulièrement en cause. Il l'est d'autant plus que, indifférentes aux différences, pour reprendre ici le mot de P. Bourdieu, les règles maastrichtiennes sont, stupidement mais efficacement, initiatrices d'un nivellement par le bas, d'une libéralisation donc. Que veut bien dire, par exemple, respecter le critère des « pas plus de 3% du PIB de déficit » qui déclenche les foudres de la procédure dite de « déficit excessif ». Pour reprendre les deux bouts de l'échelle européenne (et de l'OCDE) de la socialisation des dépenses :

En Irlande : 3% du PIB représentent (3%/27,1%), soit 11,1% de ses dépenses publiques ;

90. Article OFCE précité, p.6

91. *Ibid.*, p.1

En France : 3% du PIB représentent (3%/56,4%), soit 5,3% de ses dépenses publiques,

D'un côté, un dixième ; de l'autre, un vingtième, les marges de manœuvre budgétaires sont par construction inégales, deux fois plus fortes en Irlande qu'en France, tel est l'effet de ces règles. Il n'est, bien sûr, que le résultat d'une pure arithmétique, pure raison pratique dans laquelle ne figure pas l'ombre de la moindre once apparente d'idéologie ! Par leur construction même, les dispositions maastrichtiennes contraignent à la libéralisation des économies et donc à la désocialisation de celles qui, la France en tête, avaient pu s'imaginer que l'État social représentait un progrès. Telle est la conséquence de cette « gouvernance par les nombres », de cette violence silencieuse des chiffres, dès lors qu'elle est appliquée aux finances publiques.

Si donc Maastricht et le TSCG sont par eux-mêmes des agents efficaces de la libéralisation, comment parvenir à en contrecarrer les effets par une politique active de soutien à cette croissance et à cette inflation qui, retrouvées, assureraient l'euthanasie des rentiers et l'allègement de la dette ? Par quels moyens, en effet, alors que leur support historique, le keynésianisme, semble hors jeu par perte complète de son efficace ?

7.4. Les trois morts de Keynes (1 et 2) : soutenir la croissance en économie ouverte

Quelques deux années après que les accords de Bretton Woods dont il était le négociateur principal pour la Grande-Bretagne, ont été signés, J.M. Keynes

mourait le 21 avril 1946. Sa disparition physique, fut sa première mort.

La pensée de l'économiste sans doute le plus marquant du XX^e siècle, l'auteur du *Traité sur la monnaie* (1930) et de la *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936), est demeurée particulièrement vivante. Keynes a, en effet, été l'inspirateur de la plupart des politiques économiques conduites au cours des décennies qui ont immédiatement suivi la seconde guerre mondiale. Son influence toutefois s'est peu à peu effacée, supplantée qu'elle a été par la nouvelle doxa libérale. La politique de régulation et de relance par la demande à laquelle son nom est attaché – le keynésianisme –, n'a plus guère bonne presse. Désormais, c'est la politique libérale de l'offre qui fait loi.

Pour autant qu'on puisse en fixer le premier moment, cette nouvelle mort, intellectuelle cette fois, de Keynes, la seconde donc, est intervenue au tournant des années 1980. Mais cette venue d'une hégémonie intellectuelle néolibérale⁹² a suivi la perte d'efficacité des politiques keynésiennes. À vrai dire, cette défaite est fille directe de la mondialisation. Pour être efficaces, les politiques keynésiennes de relance par la demande supposent, en effet, des économies relativement fermées, où leurs effets positifs en termes de pouvoir d'achat ne fuient pas, ou relativement peu, vers d'autres

92. Dont l'arrogance et la volonté éradicatrice viennent de se manifester sous la forme d'un pamphlet au titre révélateur : P. Cahuc, A. Zylberberg, *Le négationnisme économique et comment s'en débarrasser*, 2016. On lira avec profit la réponse des Économistes Atterrés : Collectif, *Misère du scientisme, retour sur l'affaire Cahuc et Zylberberg*, Éditions du Croquant, 2017.

économies. Il faut pour cela que les effets internes prédominent largement sur les effets externes et qu'ainsi la politique de relance bénéficie quasi exclusivement à l'économie nationale concernée. Dans des économies mondialisées comme les nôtres, et donc très largement ouvertes⁹³, la logique s'est modifiée et même inversée : l'effet de relance de la demande profite fortement aux pays producteurs de biens de consommation et l'effet de coût contribue à défavoriser les producteurs nationaux, le tout s'additionnant pour déséquilibrer la balance extérieure. Hier, un éventuel déséquilibre pouvait, *in fine*, être contrecarré par une dévaluation de la monnaie nationale. En ayant perdu leur souveraineté monétaire, les pays membres de la zone euro n'ont plus à leur disposition cette facilité. Désormais, l'ajustement y passe par ce que les économistes euphémisent sous le terme de « dévaluation interne », par une baisse des salaires réels.

En s'y heurtant, la France de 1981 a eu l'occasion d'éprouver avec une toute particulière acuité cette inversion des logiques. Quand, au lendemain du premier choc pétrolier et alors que la stagflation qui s'en est suivie, forte inflation « à deux chiffres » et croissance zéro, affectait toute l'Europe, la gauche arrivée au pouvoir met en œuvre

93. Keynes avait d'ailleurs parfaitement conscience de cette difficulté et ne l'a pas occultée. Ainsi, lorsqu'il examine les différents effets d'une réduction des salaires nominaux : « si on a affaire à un système ouvert et si la réduction des salaires nominaux est une réduction par rapport aux salaires nominaux à l'étranger, la variation est évidemment favorable à l'investissement puisqu'elle tend à améliorer la balance commerciale », *Théorie générale ...*, *op. cit.*, p.266.

le programme du président élu et procède à la « relance Mauroy », du nom du Premier ministre de l'époque, elle intervient seule et à contre-courant. En Grande Bretagne, M. Thatcher, aux USA, R., Reagan, mettent alors en œuvre le tout nouveau programme néolibéral. En Europe, l'Allemagne lutte d'abord contre l'inflation, plutôt que pour la croissance et l'emploi. Aussi, inévitablement, le déficit extérieur français se creuse. Après trois dévaluations consécutives du franc, en mars 1983, le gouvernement fait le choix du « tournant de la rigueur » et du maintien au sein du SME, le système monétaire européen, ancêtre de l'euro. La politique keynésienne de relance, qui a surtout profité aux principaux partenaires commerciaux de la France d'alors, l'Allemagne et le Japon, s'est fracassée sur la « contrainte extérieure ». Le monde a changé et les préconisations de Keynes, faites pour des économies fermées, sont devenues inefficaces. Renouer avec la croissance, ce serait donc d'abord se serrer la ceinture comme le veut la théorie néolibérale ... Telle est la seconde mort de Keynes.

À cette résignation-là face au néolibéralisme, il faut opposer un keynésianisme rénové, un néo keynésianisme. Cette situation, nouvelle au regard de celle que rencontrait Keynes, requiert, certes, de nouvelles précautions, elle n'emporte néanmoins aucune impossibilité. À cela deux raisons.

La première tient au fait que les politiques nationales de relance et de soutien à la croissance sont parfaitement soutenables, dès lors du moins qu'elles se soucient de particulièrement tenir compte de l'effet de fuite vers l'extérieur. Cela

signifie, pour ne donner que ces deux exemples, des mesures axées sur le développement des énergies durables – qui permettent de limiter et l'émission de gaz à effet de serre et... la facture énergétique et donc de contribuer au rééquilibrage du solde extérieur –, ou la mise en place de nouvelles infrastructures collectives, ainsi de celles de transport, qui permettent d'améliorer les conditions de vie et de réduire les émissions de CO₂. Un tel programme est éminemment possible et souhaitable. Avec d'autres, au lendemain des élections législatives de 2012 j'en ai donné les principaux linéaments⁹⁴.

La seconde tient au fait qu'il demeure possible de mettre en œuvre un keynésianisme « classique », dès lors qu'il s'exerce dans des espaces économiques qui demeurent relativement fermés. C'est le cas, cela demeure le cas, des grands ensembles économiques qui, en dépit de leur insertion dans la mondialisation, demeurent, du seul fait de leur taille, relativement autonomes. C'est typiquement le cas des USA, comme c'est, aussi, celui de l'Union européenne (cf. Tableau 19).

Depuis maintenant des lustres, l'Allemagne est, et de très loin, le principal fournisseur et le premier client de la France. Si la Chine est devenue notre second fournisseur, elle est talonnée par l'Italie et la Belgique. De même, Espagne et Italie demeurent respectivement nos second et troisième clients. Au total, près de 70% des importations de la France et près de 60% de ses exportations sont, respectivement, en provenance, ou à destination d'autres

pays de l'Union européenne. Ainsi, bien qu'un petit quart de sa production soit consacré à son commerce extérieur, la France n'est en fait ouverte qu'à environ 8% sur le monde hors U.E⁹⁵. De même pour l'Union européenne : apparemment ouverte à un peu moins du tiers de sa production, elle ne l'est en fait, une fois ses échanges internes consolidés, qu'à un peu plus de 10%.

Tableau 19 Le commerce extérieur et l'Union européenne, en 2016

En Md€	Importations			Exportations		
	Valeur	Répartition	%PIB	Valeur	Répartition	%PIB
1.Commerce extra U.E.						
U.E. à 28	1712.6	36.0%	11.5	1744.6	35.9%	11.7
France	159.7	30.9%	7.2	183.8	40.5%	8.2
2.Commerce intra U.E.						
U.E.	3040.5	64.0%	40.5	3115.7	64.1%	20.9
France	357.3	69.1%	16.0	269.5	59.5%	12.1
3= 1+2 Total						
U.E. 28	4753.1	100.0%	31.9	4860.3	100.0%	32.6
France	517.0	100.0%	23.2	453.3	100.0%	20.3
PIB						
U.E. 28	14907.9		100.0			100.0
France	2228.6		100.0			100.0

Source : Banque de données Eurostat

Ainsi, l'Union européenne est un espace keynésien naturel où les politiques « traditionnelles »

95. On notera, au passage que si le commerce extérieur français est globalement déficitaire, c'est que l'excédent dégagé avec le reste du monde ne parvient pas à couvrir le déficit enregistré au sein de l'Union ...

94. J.M. Harribey, P. Khalfa..., *op. cit.*

de relance ou de soutien à une croissance durable trouveraient à se déployer sans difficulté. Entre le possible et, en l'occurrence, le souhaitable et l'effectivité, il y a toutefois l'Europe telle qu'elle est : impotente. Car l'Union européenne est sans budget suffisant⁹⁶ pour initier la moindre action de soutien conséquent de la croissance et de l'emploi, ni, à défaut, sans capacité non plus de s'endetter pour cela⁹⁷, mais surtout sans la moindre volonté politique de s'engager sur un tel chemin. *A minima*, des politiques de relance concertées entre les pays membres pourraient être envisagées, qui permettraient d'éviter que, telle la France en 1981, l'on s'engage dans une désastreuse relance solitaire et à contre-courant des politiques menées dans les autres pays membres. Cela non plus n'est pas, n'a pas même été à l'ordre du jour, car on ne peut tenir pour sérieux le « plan Juncker » annoncé en 2012 qui a servi de cache-sexe à l'approbation par la France du TSCG⁹⁸.

96. Le budget de l'Union est soumis à un plafond maximum de 1,2% de son revenu national brut. Ainsi le budget 2017 a-t-il été de 134,5 Md€. À titre de comparaison le budget français de 2017 a été de 248 Md€.

97. Article 311 (ex-article 269 TCE) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne : « L'Union se dote des moyens nécessaires pour atteindre ses objectifs et pour mener à bien ses politiques. Le budget est, sans préjudice des autres recettes, intégralement financé par des ressources propres. »

98. L'accord passé dans la nuit du 28 au 29 juin 2012 à Munich entre F. Hollande, M. Rajoy, M. Monti et A. Merkel a scellé l'acceptation du TSCG par la France, au motif qu'un pacte de croissance, le « plan Juncker », avait été adopté. Ce plan, officiellement de 315 Md€ pour les trois années 2015-2017, est financé à hauteur de 5 Md€ par la Banque Européenne d'Investissement, de 16 Md€ par recyclage de crédits du budget européens inutilisés et de 42 Md€... d'emprunts réalisés par le machin institutionnel créé pour l'occasion : le Fonds

7.5. Les trois morts de Keynes (3) : effacer la dette après Bretton Woods

Quasi simultanément à cette remise en cause des politiques de soutien de la croissance qu'il mettait en avant, le keynésianisme a aussi été contesté sur un autre terrain, celui de la politique monétaire et de l'euthanasie des rentiers qu'il prônait.

En annonçant le 15 août 1971 la fin de la convertibilité du dollar en or, le président R. Nixon a, *de facto*, mis fin au modèle qui avait assuré la stabilité du système monétaire international depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale et permis la reconstruction en Europe : celui issu des accords de Bretton Woods, dont Keynes avait justement été l'un des principaux négociateurs. En 1944, ces accords, en effet, établissent le *Gold Exchange Standard*, qui succède au *Gold Standard*, l'étalon-or. Traduction monétaire de l'hégémonie économique des USA, le dollar américain est ainsi au cœur du système monétaire international, sa convertibilité en or au taux de 35 dollars l'once en étant le pivot. À ce moment, en grande partie du fait des dépenses considérables occasionnées par la guerre du Vietnam, la masse de dollars dans le monde atteint 53 milliards de dollars, soit plus de cinq fois les stocks d'or du Trésor américain et pour la première fois, mais non la dernière, la balance commerciale des USA est en déficit. Le système est alors bloqué, la quantité de dollars détenus dans le monde ne peut augmenter que si la convertibilité

Européen pour les Investissements Stratégiques (FEIS). Pour le reste, soit 273 Md€ et 87% du programme (!!!!), c'est à la grâce de Dieu et des supposés « effets de levier »...

est abolie et le dollar dévalué. Il l'est une première fois de 7,9% en décembre ; il doit l'être une seconde fois de 10% en février 1973. En mars de cette année, les taux de change fixes sont abandonnés. Le *Gold Exchange Standard* mourra définitivement en janvier 1976 avec les accords de la Jamaïque, qui acteront officiellement l'abandon des taux de change fixes mais ajustables et de l'or comme référence. L'ultime étape de la désagrégation du système monétaire international sera franchie dans les années 1980 avec la libéralisation progressive des mouvements de capitaux dans l'ensemble des économies. Depuis lors, rien ne sera venu l'organiser : ce sont les marchés qui fixent la donne. La financiarisation peut s'installer en maîtresse, mais le système monétaire international n'a plus de stabilité⁹⁹. Keynes est ainsi mort une troisième fois. Cette défaite-ci est fille directe de la financiarisation.

Tel est le cadre général dans lequel se place la question des taux d'intérêt et donc celle de la dette. À cet égard, si l'existence de taux nominaux négatifs, tels ceux que l'on constate actuellement, est sans doute une première historique, il s'en faut pourtant de beaucoup pour que l'existence de taux réels négatifs en soit une. En effet, des situations de taux nominaux positifs mais inférieurs à l'inflation ont été extrêmement fréquentes dans l'histoire, en particulier contemporaine, et ont été, avec la restructuration de la dette et le défaut, et outre la croissance,

99. Sur ce sujet, le lecteur intéressé pourra consulter avec profit le livre de mémoires de Jacques de Larosière, *50 ans de crises financières*, Odile Jacob, 2016.

l'un des principaux moyens de règlement de la question de la dette.

Même si d'aucuns font mine de l'oublier, à moins bien sûr qu'ils ne l'aient jamais su, au cours des années Bretton Woods, de 1945 donc à la libéralisation des flux de capitaux de la fin des années 1970, les taux réels négatifs, mélange de taux nominaux limités combinés à une inflation soutenue, ont été le principal facteur d'allègement de la dette publique dans les pays de capitalisme avancé. C'est ce que montre sans la moindre ambiguïté une passionnante étude¹⁰⁰. De fait, ses conclusions sont doubles.

Tout d'abord, le rôle majeur des taux réels négatifs sous Bretton Woods : « Dans les économies avancées de notre échantillon¹⁰¹, le taux d'intérêt réel a été, en gros, négatif la moitié du temps au cours de la période 1945-1980. Pour les USA et le Royaume-Uni, notre estimation de liquidation de la dette par les taux d'intérêts négatifs se chiffre en moyenne entre 3 et 4 pour cent du PIB par an. Pour l'Australie et l'Italie, qui ont enregistré une inflation plus importante, cet effet de liquidation a été plus important encore (de l'ordre de 5 pour cent du PIB par an) ». Chacun pourra calculer ce qu'une telle érosion, maintenue sur une petite quarantaine d'années a pu signifier en termes de liquidation de la dette. Faute de cela, les pics de dette enregistrés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale n'auraient jamais pu être surmontés.

100. C. M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, « The Liquidation of Government Debt », *NBER Working Paper*, n° 16893, mars 2011.

101. Argentine, Australie, Belgique, Inde, Irlande, Italie, Afrique du Sud, Suède, Royaume-Uni, USA.

Enfin, la rupture qu'a pu représenter Bretton Woods, tant au moment de son inauguration, par rapport aux années d'entre les deux guerres, qu'à celui de sa mise en terre, à la suite de la financiarisation : « Nous avons montré que les taux d'intérêts réels ont été significativement plus bas durant la période 1945-1980 que pendant celles de liberté des capitaux, tant celle d'avant la Seconde Guerre mondiale que celle d'après la libéralisation financière ». De fait, dans l'échantillon de pays de capitalisme avancé qui ont été analysés¹⁰², le taux d'intérêt réel des bons du Trésor a été en moyenne de -1,6% entre 1945 et 1980 ; il a été de + 2,8% sur la période 1981-2009.

Si question de la dette il peut aujourd'hui y avoir, c'est que la fin de Bretton Woods – le règne sans partage de la financiarisation, soit, en d'autres termes : la fin de l'euthanasie des rentiers – l'ont mise sur la table.

On comprend mieux que nombreux soient ceux, et pas des plus radicaux, qui désormais se posent la question d'une restauration partielle, et plus ou moins subreptice, des conditions permises par Bretton Woods. D'abord, en rappelant que dans des conditions « normales », le niveau maximal de dette publique pour les pays développés pouvait être supérieur à 200 % du PIB¹⁰³, ce qui nous porte tout de même assez loin de Maastricht et ses 60% !!

102. Soient : Allemagne, Australie, Belgique, Canada, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle-Zélande, Suède, Royaume-Uni, USA.

103. J.D. Ostry, A.R. Ghosh et R. Espinoza R., "When Should Public Debt Be Reduced?", FMI, Staff Discussion Note, 2015.

Ensuite, en proposant des issues à ce qui apparaît à bien des égards comme une impasse due à des positions idéologiques intégristes et parfaitement déraisonnables dans la situation actuelle. Par exemple, que, afin de réduire le ratio dette/PIB de manière moins rude que par des purges austéritaires, la BCE autorise une inflation plus élevée que les maigres 2% qu'elle s'est fixés. Ainsi, certains économistes, dont Olivier Blanchard, ancien chef économiste du FMI, ont avancé l'idée d'une cible de 4 % d'inflation, d'autres que les taux soient « capés », c'est-à-dire plafonnés ; d'autres encore préconisent l'émission d'obligations au rendement indexé sur la croissance¹⁰⁴... Il est d'ailleurs intéressant de voir combien le FMI s'active sur ce terrain ; il n'est pas le seul. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle France Stratégie a engagé le travail qui a conduit aux deux notes évoquées précédemment ; c'est aussi la raison pour laquelle, devant l'impasse absolue qui se profile, ses chercheurs ont été amenés à proposer l'instauration d'un impôt exceptionnel sur l'immobilier résidentiel qui permettrait de financer le remboursement de la dette de manière moins douloureuse. C'est d'ailleurs ce qui leur a valu les foudres de l'autorité de tutelle dont ce service de l'État dépend : le Premier ministre.

L'inquiétude est plus que grande¹⁰⁵, elle est extrême ; aussi la foire aux idées est-elle ouverte...

104. Par exemple, O. Blanchard, P. Mauro et J. Acalin., "The Case for Growth-Indexed Bonds in Advanced Economies Today", Peterson Institute for International Economics, 2016, *Policy Brief* 16-2.

105. Par exemple, cf. *Revolution required*, l'ouvrage, non traduit en français de Hervé Hannoun, ancien directeur de cabinet de Pierre

On comprend ainsi mieux l'importance de ce qui se joue dans la position que va désormais prendre la BCE. Selon que les faucons, emmenés par les Allemands, imposeront une ligne dure de retour rapide à l'orthodoxie monétariste et à des politiques « conventionnelles », ou que subsistera, au nom de l'objectif officiel de 2% d'inflation, toujours pas atteint, une large dose de la politique « non conventionnelle » menée depuis 2015, ce sont les formes et les conditions du retour à Maastricht et, *in fine*, l'avenir de la zone euro qui vont être très directement en cause.

Les expériences passées d'une Union européenne sergent fourrier du néolibéralisme n'autorisent guère à l'optimisme ; même si elle fut tardive, la réaction de la BCE en 2015 permet toutefois de ne pas encore complètement désespérer...

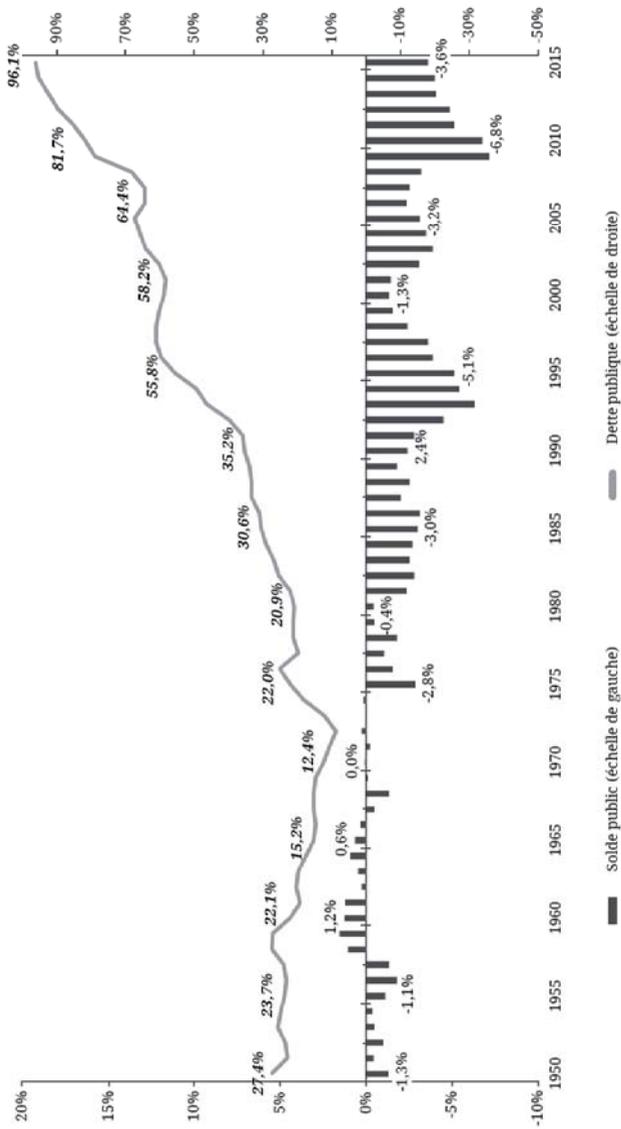
■ Bérégovoy à Bercy et à Matignon, et ancien directeur général adjoint de la Banque des règlements internationaux, la banque des banques centrales, et de Peter Dittus qui en a, lui, été le secrétaire général.

Conclusion

Contrairement à ce que peuvent penser des comptables par trop paresseux, il y en a, la dette n'est pas le simple résultat de l'accumulation des déficits passés. S'il en était allé ainsi, alors la dette aurait crû de façon relativement régulière, linéaire et continue, tout au long des quatre dernières décennies. Ce n'est nullement le cas (*cf.* Graphique 5, page suivante).

Trois épisodes majeurs, qui constituent autant de ruptures brutales, rythment, en effet, cette histoire de la dette depuis 1945. Marquée par une lente décreue au cours des « Trente glorieuses », c'est d'abord le premier choc pétrolier de 1973 qui vient l'interrompre brutalement, la dette passe alors de 12% à 22% du PIB. C'est, ensuite, seconde rupture, l'invasion du Koweït par l'Irak en 1990 suivie de la première guerre du Golfe en 1991, qui voit la dette passer de 35 à 56%. Enfin, dernière en date des franches ruptures, la crise actuelle, qui a vu la dette bondir de plus de 30 points. On peut, enfin, leur rajouter les 15 points d'accroissement continu de la dette enregistrés sur la décennie 1980-1990, résultat

Graphique 5 Solde budgétaire et dette publique



SOURCE: France Stratégie, d'après Insee, complété par les données Reinhart et Rogoff (2011) pour la dette publique avant 1995.

Source : France Stratégie, « Dette, déficit et dépenses publiques, quelles orientations ? », juillet 2016, p.2.

combiné du second choc pétrolier de 1978-1981, des effets de la relance à contre-courant de 1981 puis de taux d'intérêt trop importants. Ces trois épisodes plus un recouvrement à eux seuls un accroissement de l'ordre de $10+20+30+15 = 75$ points de PIB ! Il rend compte de la totalité du différentiel de dette d'avec le niveau moyen (de l'ordre de 20% du PIB) des années Bretton Woods !

Pendant celles-ci, l'Histoire n'a pourtant pas manqué de soubresauts aux conséquences économiques majeures : guerre de Corée, d'Indochine et d'Algérie, décolonisation, fin de la Quatrième République... Contrairement à la période suivante, ils ne se sont pourtant en rien traduits par des hausses de la dette, bien au contraire. Et ce n'est pas un suréquilibre budgétaire manifeste – pendant cette période, les excédents viennent, en effet, globalement compenser les déficits –, qui pourrait expliquer la baisse régulière du ratio de dette de cette période. Croissance soutenue et le triptyque inflation/taux d'intérêt réels négatifs/euthanasie des rentiers, sont, on l'a vu, les raisons directes de cette réduction continue de la dette. Toutes choses qui font défaut depuis lors.

Ainsi, depuis le premier choc pétrolier, lui-même, d'ailleurs, comme on sait, très directement issu de la décision de suppression de la convertibilité du dollar, la dette n'a cessé de progresser dans un enchaînement mortifère. Dans un contexte général de fin de la croissance forte, les crises qui se succèdent engendrent des stagnations répétées, quand ce ne sont pas des récessions. Faute de politiques de relance, et du fait de l'érosion fiscale continue qu'exige la financiarisation, les déficits se creusent de façon passive et font monter l'endet-

tement public. Les tentatives de rééquilibrage des finances publiques par l'austérité, seule issue possible dans ce cadre, ne font qu'aggraver et prolonger cette situation. Faute d'inflation et d'une impossible politique monétaire accommodante, les rentiers prospèrent et se perpétuent, plutôt que d'être euthanasiés comme auparavant. Dès lors, de crise passée en crise à venir, l'endettement ne connaît ni érosion, ni effacement. Il subit, en somme, un « effet de cliquet » : il monte, éventuellement se stabilise, mais ne baisse jamais. Là est la rupture d'avec le monde de Bretton Woods. Là est la marque de la financiarisation.

Dans ce monde nouveau, la France est, *a priori*, particulièrement exposée. Du fait de son modèle social, les dépenses socialisées y sont plus importantes qu'ailleurs ; toute crise économique s'y traduit de ce fait par un déséquilibre des finances publiques plus marqué. Le rééquilibrage y est donc plus difficile. Il se trouve, c'est un fait, que contrairement à ce qu'il devrait normalement être : plus important que partout ailleurs, l'endettement français ne l'est pas. Alors que, au regard du PIB, les dépenses publiques y sont, on l'a vu, les plus importantes de l'OCDE et de la zone euro, son endettement ne l'est pas, signe d'une gestion qui, financièrement parlant, aura été plutôt efficiente. Ainsi le ratio dette/dépenses publiques, indicateur à mes yeux bien plus pertinent que le ratio dette/PIB aveugle de Maastricht, est-il moins élevé en France que dans l'ensemble de l'Union ou de la zone euro ; très sensiblement moins élevé, par exemple, que dans la pourtant très libérale et *business friendly* Irlande... Il faut donc d'abord contester le jugement porté à partir du regard maas-

trichtien. Le discours qu'il conduit à tenir est, en effet, un discours inéquitable, pré-orienté : un discours néolibéral, qui prétend s'autoriser de la vertu de neutralité rationnelle des chiffres. C'est à vrai dire un faux-semblant, car ce n'est nullement de chiffres qu'il s'agit ici, mais d'indicateurs chiffrés. Ce n'est certes pas la même chose : eux ont été construits et l'ont été à dessein.

Il faut ensuite remettre en cause le cadre même dans lequel s'exerce la discipline maastrichtienne : il est d'abord celui de l'érosion fiscale et donc de l'impossible soutien à une croissance durable, synonyme de chômage massif et persistant dans la plupart des pays membres, d'une montée de la précarité et des inégalités dans tous. Un monde où la « réforme structurelle du marché du travail » est le maître-mot et la « dévaluation interne » le moyen d'action privilégié ; où donc la croissance effective est à la poursuite du mythe de la « croissance potentielle »¹⁰⁶, jamais atteinte, faute précisément d'un plein emploi « d'emplois décents »¹⁰⁷, pour reprendre le vocabulaire de l'OIT.

Pour cela, il faut ressusciter le Keynes qui était, justement, à la recherche du plein emploi¹⁰⁸. On a

106. Rappelons que la croissance potentielle se définit comme le taux de croissance du PIB lorsque les facteurs de production (le travail et le capital) sont pleinement utilisés et le sont de manière optimale. Elle suppose donc le plein emploi ; reste évidemment à le définir en quantité, certes, mais en qualité, aussi ce qui, bien sûr, passe à la trappe!

107. Ainsi, en Allemagne, le taux de chômage est de 4,1%, ce qui peut faire figure de plein emploi, mais plus du quart des emplois sont temporaires. Ou encore aux Pays-Bas, où le taux de chômage est de 4,9%, mais où la moitié des emplois sont à temps partiel.

108. Dans le chapitre final de la *Théorie générale*... Keynes explique,

vu précédemment, qu'il était tout à fait possible de mettre en place au niveau national des politiques de soutien et de relance d'une croissance qu'on ne peut désormais plus imaginer que durable¹⁰⁹. En économie ouverte, l'ampleur de ces actions, et donc celle de leurs résultats, rencontre nécessairement des limites ; aussi, les conforter par une action coordonnée entre les États-membres, et, mieux encore, initiée par l'Union européenne serait indispensable. On objectera que les traités y font obstacle, ce qui n'est pas faux ; mais pas totalement vrai non plus, car il est toujours possible les interpréter de façon plus ou moins extensive. L'exemple du « Plan Juncker » en est la meilleure illustration. Quelles qu'en soient les insuffisances, il n'en demeure pas moins que le « machin » institutionnel monté pour l'occurrence, le Fonds Européen d'Investissements Stratégiques (FEIS), logé auprès de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), a été doté d'une capacité d'emprunt, ce qui est explicitement interdit par les Traités aux institutions de l'Union proprement dites ! Quand la nécessité se fait sentir, quand la volonté politique, même à contrecœur, mais ce n'est pas le sujet, est là, il est possible de trouver une voie de sortie... qui ne soit pas par *exit* !

■ dans le passage qui sert d'exergue à ce livre, que : « Les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont, le premier, que le plein emploi n'y est pas assuré [...] Le rapport entre la théorie qui précède et le premier de ces vices est évident ... »

109. Sur ces points, je renvoie aux ouvrages déjà cités : F. Chesnais, *Les dettes illégitimes*, Raisons d'agir, 2011 ; ATTAC, *Le piège de la dette publique, comment s'en sortir*, Les liens qui libèrent, 2011 ; Fondation Copernic, *Changer vraiment, quelles politiques économiques de gauche ?*, Éditions Syllepse, 2012 ;

On ne peut de ce fait que s'inquiéter de celle adoptée par les actuelles autorités gouvernementales françaises. La loi de programmation des finances publiques, qui dessine le chemin qui nous est promis, est claire, on l'a vu. Le Président de la République ne l'a pas été moins, le 22 janvier 2018, dans son discours devant la Cour des comptes. Son projet ? Réduire la dette de cinq points de PIB d'ici à la fin de son quinquennat, par une baisse annuelle des recettes publiques d'un point et au prix d'une réduction de trois points de la dépense. En clair, poursuivre l'érosion fiscale et donc devoir réduire drastiquement la dépense¹¹⁰, afin de se mettre sur la trajectoire maastrichtienne ramenant la dette à 60% du PIB en l'espace de deux décennies : la voie donc d'un hiver sans fin...

Alors, puisque le projet est clair, soyons-le aussi dans sa critique : on ne peut préserver le modèle social français, et *a fortiori* prétendre le « consolider », et, en même temps, réduire drastiquement la dépense publique. Le penser est une erreur, le faire croire, une escroquerie¹¹¹.

Après dix ans de « crisesansprécédentdepuislacrisede1929 », le retour actuel à une situation que l'on veut croire normalisée : croissance

■ 110. Trois points de PIB, c'est de l'ordre de 70 Md€, soit, comme on l'a vu, les budgets cumulés de l'Éducation nationale (50 Md€), ainsi que des ministères du Travail, de la Justice, de la Culture, de la Santé et de la Jeunesse et des sports (20 Md€ à eux cinq). C'est donc l'équivalent de tout cela qui disparaîtrait !

111. L'article L 313-1 du Code pénal définit l'escroquerie comme « ... le fait [...] soit par l'abus d'une qualité vraie, soit par l'emploi de manœuvres frauduleuses, de tromper une personne physique ou morale et de la déterminer ainsi, à son préjudice ou au préjudice d'un tiers [...] à consentir un acte opérant obligation ou décharge. »

limitée mais réelle, reprise d'une inflation minimale, éloigne le spectre de la déflation qui avait contraint la BCE à sortir de sa léthargie laisser-fairiste. Aussi, ouvre-t-il la perspective d'un retour de la politique monétaire à sa normale. La fin de la politique non conventionnelle et la hausse des taux d'intérêts sont ainsi désormais en vue. Après une brève résurrection, le Keynes de l'euthanasie des rentiers pourrait bien être renvoyé à son tombeau.

Ne resterait ainsi plus qu'à savoir quand, et dans quelles conditions, un tel retour se ferait. Une récente chronique met toutefois très fermement en garde : « En 2018, la BCE devra faire preuve de vigilance sur deux fronts : ne pas surestimer l'ampleur de la reprise et résister à la pression de plus en plus forte exercée par l'Allemagne en faveur d'une normalisation plus agressive. »¹¹² Tout ici est dit. Car les problèmes ont persisté, aussi le retour à une politique monétaire conventionnelle produira-t-il les effets que celle non conventionnelle aura entre temps permis d'occulter. Si la politique accommodante de la BCE a permis d'emprunter à bon compte, elle n'a pas pour autant permis d'avancer sur le règlement de la question de la dette. Dès lors, tel la Cour des comptes, d'aucuns s'inquiètent, de ce que « dans un contexte de remontée générale des taux d'intérêt et d'un possible arrêt des achats par la Banque centrale européenne de titres de dette publique, l'accentuation de l'écart entre

112. C. Reinhart, « Les vraies raisons de la normalisation de la politique de la BCE », *Le Monde Idées*, 24 janvier 2018. C. Reinhart est l'auteur de l'étude du NBER qui a été commentée au chapitre 7.

la dette publique française et la dette publique allemande rapportées au PIB pourrait entraîner un creusement de la prime de risque avec l'Allemagne... »¹¹³. Ainsi la principale inquiétude d'un retour à une politique monétaire conventionnelle porterait sur l'importance du *spread* – l'écart – de taux entre les deux premières économies de l'Union européenne. Il me semble qu'à ainsi trop regarder son propre nombril, on en oublie ce qui serait alors l'essentiel : le retour quasi certain du risque d'éclatement de la zone euro et cela pour deux raisons.

La première est financière. Avant que la politique non conventionnelle ne soit mise en place, les différentiels de taux au sein de la zone euro étaient considérables. Ainsi, alors qu'en début 2014 les taux souverains allemands à 10 ans étaient de l'ordre de 1,6% et les taux français de 2,2%, à ce même moment, ceux de l'Italie de l'Espagne et du Portugal étaient nettement supérieurs à 3,5%. La politique de la BCE a non seulement permis une baisse des taux mais a aussi autorisé leur convergence. Mettre fin aux mesures non conventionnelles serait refaire le chemin mais en sens inverse. À coup sûr, les écarts de taux alors se creuseraient à nouveau, mettant ainsi en péril les pays les plus fragiles, l'Italie au premier rang, compte tenu de sa dette et de l'état présumé de son système bancaire. Dans cette situation, la préoccupation majeure ne serait certes pas le niveau relatif des taux français par rapport à ceux de l'Allemagne... D'autant

113. Cour des comptes, *Rapport sur les finances publiques*, juin 2017, p.91.

moins d'ailleurs que, compte tenu de « l'aversion pour le risque » des marchés financiers, l'éventuelle mise en péril de la troisième économie de la zone euro déclencherait à tout le moins un *flight to security*, une demande accrue des obligations réputées les moins risquées, dont celles de la France, et donc des taux plus bas pour celles-ci. Plutôt que de s'enfermer dans le tête-à-tête du « couple franco-allemand » et de se parangonner obsessionnellement avec notre si vertueuse voisine, pour laquelle d'aucuns ont manifestement les yeux de Chimène, mieux vaudrait se préoccuper un tant soit peu de l'avenir de la zone euro. Il est incertain.

La seconde raison est d'ordre politique. Une éventuelle mise en difficulté de la France, outre qu'elle impliquerait aussi et d'abord, on vient de le voir, les pays les plus fragiles, laisserait l'Allemagne seule. Il n'y aurait tout simplement plus d'euro, ne resterait que le mark. Le roi mark alors serait nu. Que des forces puissent y pousser, que la Bundesbank et les faucons intégristes qui la gouvernent le souhaitent, sans doute. Mais, que le gouvernement allemand l'assume est nettement moins assuré. Ainsi, en 2015, il a soutenu la politique non conventionnelle de la BCE contre la Bundesbank. Que l'Allemagne s'efforce de préserver son empire sur l'Union est une chose, qu'elle ait la volonté de faire des autres États-membres ses dominions en est une tout autre. Mais pour cela encore faudra-t-il la convaincre de s'y limiter. Nul doute, il y aura alors confrontation politique. Et il faudra l'assumer.

Laisser l'Allemagne seule... cette perspective en effraie tellement certains qu'ils veulent que la France en mime en tout le comportement : pour ne pas

laisser l'Allemagne seule, soyons nous-mêmes allemands. L'Allemagne est donc le modèle à imiter, et, puisque l'idéologie du pseudo pragmatisme gestionnaire ambiant veut qu'il faille adopter les *best practices* sans même raisonner, le parangon de toutes les vertus. De Munich 1938¹¹⁴ à Munich 2012, il y a ainsi comme la répétition d'un « lâche soulagement »¹¹⁵. On connaît le mot prêté à ce propos à Churchill : « Ils devaient choisir entre le déshonneur et la guerre. Ils ont choisi le déshonneur, et ils auront la guerre »... Pour garder mesure au regard de l'Histoire et de sa gravité, de ceux-là on se contentera ici de dire qu'ils avaient le choix entre un abandon de souveraineté et la confrontation avec la puissance du mark. En important chez eux, via les traités européens, les règles financières propres aux institutions allemandes, ils ont consenti à l'abandon. Quant à la confrontation, ils n'ont jamais fait que la différer. D'abandon en nouvel abandon, on peut certes encore en repousser le terme et il est vrai que les Daladier n'ont jusqu'à présent jamais manqué. Ce sera au prix de la régression sociale, de la stagnation économique et de la désaffection des peuples...

Que restera-t-il alors de l'idée européenne ? L'Union européenne, celle de la discipline finan-

114. Les accords de Munich furent signés le 30 septembre 1938 entre l'Allemagne, l'Italie, la France et le Royaume-Uni, dont les représentants étaient, respectivement, Hitler, Mussolini, Daladier et Chamberlain. Afin, croyaient-ils d'éviter la guerre, ils scellèrent l'abandon de la Tchécoslovaquie. On se souvient qu'en 2012, le 29 juin, Munich fut le cadre de l'acquiescement au TSCG de la part de la France, de l'Espagne et de l'Italie et bien sûr de l'Allemagne qui en était la marraine.

115. À propos des accords de Munich, L. Blum parlait de « lâche soulagement de la honte ».

cière de Maastricht complétée du pacte budgétaire, et celle, politique, de la désaffection des peuples et de la montée des populismes. Les inconséquents, ils sont légion, voudraient avoir l'une tout en déplorant l'autre. Mais il est vrai que l'Europe telle qu'elle se construit est aujourd'hui celle de J. Cl. Juncker, ex-ministre des Finances du Luxembourg et l'homme des rescrits fiscaux, et que R. Schuman est mort depuis longtemps.

Entre la lecture compréhensive des traités, dont les faits ont montré qu'elle était possible, et le respect intransigeant de leur lettre, exigé par les uns et accepté de manière obséquieuse par leurs séides et leurs sportulaires, il faudra donc choisir. Soit la volonté d'affirmer la singularité des modèles sociaux nationaux et donc la nécessité d'un effacement des dettes, quel qu'en soit le moyen, quitte pour cela à s'affronter avec l'Allemagne et les quelques autres qui la suivent ; soit la poursuite du même chemin de réduction purgative de la dette, la dette comme arme de dissuasion sociale massive, au prix d'un possible éclatement économique et politique de la zone euro et de l'Union. Telle est l'alternative.

« Qu'est-ce qu'une dette, en fin de compte ? Une dette est la perversion d'une promesse [...] comme nul n'a le droit de nous dire ce que nous valons, nul n'a le droit de nous dire ce que nous devons »¹¹⁶. Par cet aphorisme Graeber nous rappelle au fond deux choses.

La première, ce que vaut la dette pour les puissants : nul n'a le droit de leur dire ce qu'ils doivent. Des templiers, que Philippe le Bel fit brûler afin,

116. « Dette : 5000 ans 'histoire », D. Graeber, Babel, p. 478.

entre autres, de ne pas leur rembourser sa dette, aux emprunts russes que le nouveau pouvoir bolchevique refusa d'honorer dès janvier 1918, la dette est, pour le moins, un chiffon de papier. Parfois elle se croit une arme, mais elle se retourne alors inéluctablement contre le créancier qui pense pouvoir se faire pressant. Les puissants ne s'endettent pas, ils empruntent, et c'est pour eux consentir une faveur ; il va de soi qu'elle peut donc être reprise à tout moment.

La seconde, ce que la dette vaut pour les faibles : le droit leur dit qu'ils doivent, pas ce qu'ils doivent. Esclavage pour dette pour soi ou les membres de la famille, prison pour dette, mise en « péonage »¹¹⁷ et aujourd'hui saisie des biens... Depuis la plus haute Antiquité, cette question n'a cessé de rythmer les remous de l'Histoire. Pour les faibles, s'endetter, c'est s'exposer à ne pas pouvoir rembourser, la certitude donc d'une culpabilité ; c'est, en somme, un péché, c'est pourquoi leur salut ne peut venir que de sa rémission.

L'Histoire se poursuit, mais elle est désormais celle de la financiarisation du monde. Parce que les puissants ont laissé la main aux créanciers, il est aujourd'hui question d'une mise en asservissement des peuples européens. C'est à cela qu'il faut s'opposer. Nous n'y ferons, c'est le cas de le dire, pas défaut.

117. Le péonage est le rapport social de production spécifique des grandes propriétés agricoles latifundiaires d'Amérique latine : le péon est un débiteur qui doit travailler pour son prêteur jusqu'à ce que sa dette soit apurée ; ce à quoi, bien sûr, il ne peut jamais parvenir.

LA DETTE, ARME DE DISSUASION SOCIALE MASSIVE

La dette publique est, avec le taux de chômage, l'une des données dont l'évolution est suivie avec le plus d'attention. À cela une raison : le ratio dette publique/PIB est le principal « critère de Maastricht ». Ainsi, alors que la dette publique est supposée ne pas devoir être supérieure au chiffre fatidique de 60% du PIB, il est aujourd'hui largement dépassé. La dette française est désormais proche de 100%.

Rapport après rapport, le pire est prédit si les déficits budgétaires, ou de la sécurité sociale, ne sont pas réduits. Faut-il s'en inquiéter ? Que coûte réellement la dette ? Que se passera-t-il si les taux d'intérêts, aujourd'hui historiquement bas, se mettent à remonter ?

L'auteur répond à ces questions et met en évidence les données cachées des rapports. Il en va des rapports comme des contrats d'assurance, l'important est dans les notes de bas de page ou dans les annexes !

La dette de la sécurité sociale sera bientôt remboursée et les taux d'intérêts actuels sont l'occasion pour l'État de mettre plusieurs dizaines de milliards de côté. La dette n'est donc pas ce que l'on en dit. Elle sert d'arme de dissuasion sociale massive.

Jacques Rigaudiat

Économiste et conseiller-maître honoraire à la Cour des comptes. Il a été directeur de cabinet du ministre de la Fonction publique, directeur des études et de la statistique de l'ANPE et le conseiller social de deux Premiers ministres, M. Rocard et L. Jospin.



12 €
isbn : 9 782 365 121 545

 espaces marx
explorer centrer terminer

 éditions du croquant