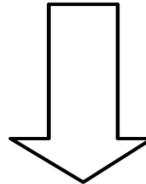


1. La crise des « Subprimes »

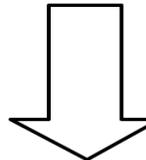
- *La crise financière de 2007-2008 a son origine dans une crise immobilière qui s'est transformée en crise bancaire et financière.*
- *Formidable accélération des innovations financières avec notamment la titrisation et les « subprimes ». La gestion des risques financiers est devenue de plus en plus opaque.*
- *Perte de confiance généralisée: la rentabilité des fonds de placements se révèle illusoire car elle reposait sur des crédits bancaires risqués et des modèles mathématiques fragiles. Des pans entiers du système financier contemporain tels que les fonds de placement les hedge funds sont contestés. Cela a diminué la valeur boursière de ce secteur, puis celle des banques. Celles-ci ont diminué fortement leurs crédits à l'économie, ce qui pénalise la consommation des ménages et l'investissement productif des entreprises et génère du chômage. Cet impact récessif sur l'économie réelle agit négativement sur les anticipations financières et fait chuter plus encore les bourses et les valeurs bancaires et financières.*

Politiques de répression salariale => incitation à l'endettement

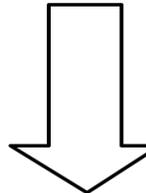
Les déséquilibres des balances de paiement (déficits américains et excédents chinois)



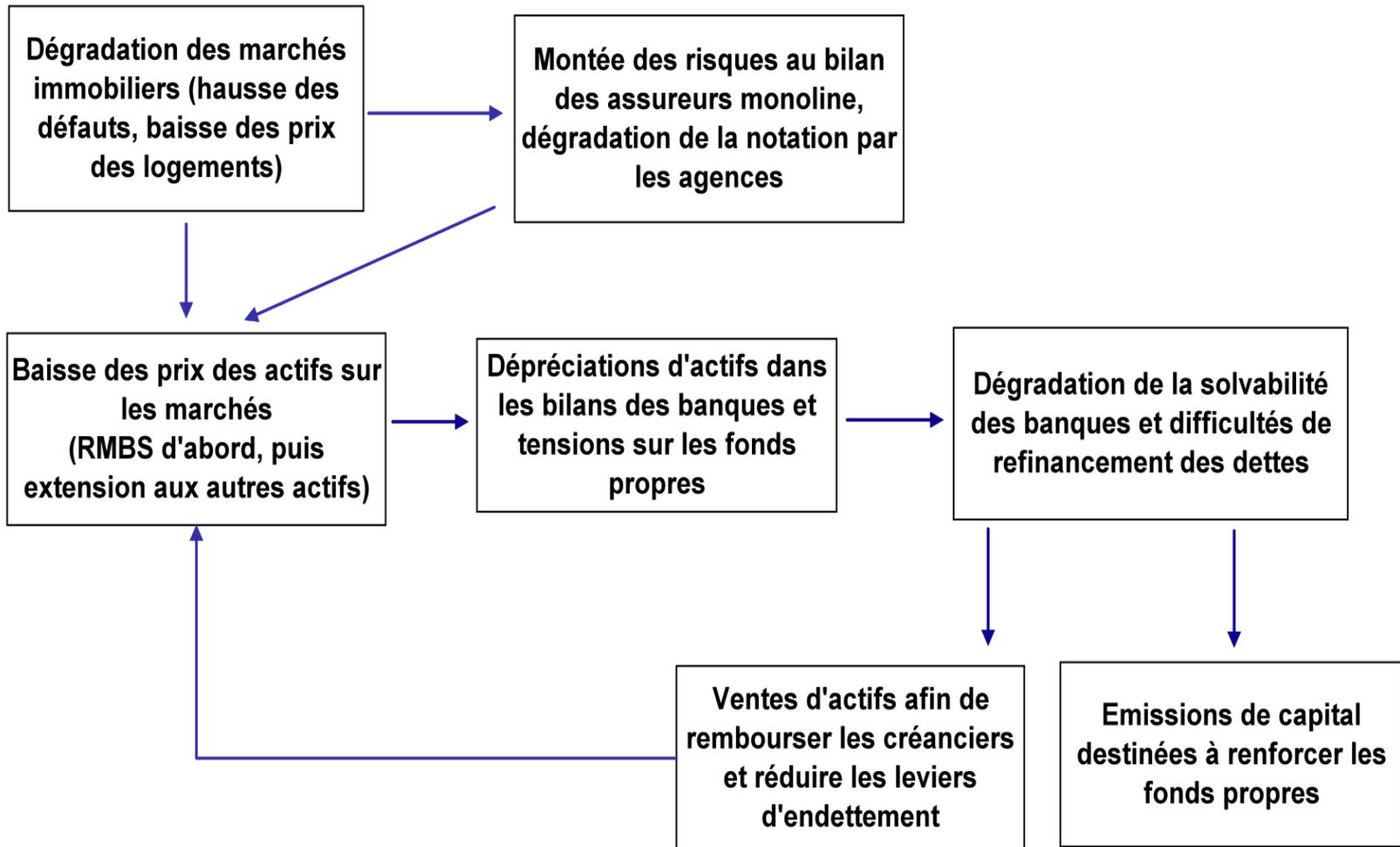
création abondante de la liquidité



Qui suscite une baisse généralisée des taux d'intérêt et une hausse des prix d'actifs (immobiliers, actions...)



Qui, conjugué à une situation de bas salaires, stimule l'endettement, la recherche de rendement de la part des investisseurs et les stratégies de placement à fort effet de levier.



Chronologiquement

- **Ete 2007**

La dégradation du marché immobilier américain

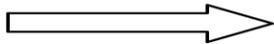
- **Automne 2007 – printemps 2008**

La crise s'approfondit et s'étend à l'ensemble du marché du crédit (agences de refinancement hypothécaire en particulier)

La dégradation des bilans bancaires se poursuit sous le coup des dépréciations d'actifs

- **A partir de l'été 2008**

Les tensions sur la liquidité et le refinancement des banques atteignent leur sommet, conduisant à la multiplication des faillites (Lehman Brothers) et des opérations de sauvetage (Dexia)



Les Etats et les banques centrales interviennent :

Banques
Centrales

- apport massif de liquidités aux banques
- allongement des maturités de leurs facilités
- proposition des financements en devises
- élargissement de la liste des garanties acceptables pour les opérations de financement

Etats

- Garantit le refinancement des banques afin que celles-ci financent correctement l'économie
- Réforme des normes comptables (valeur de marché, valorisation des actifs)

- ***La crise des subprimes a engendré des politiques nationales en ordre dispersé tant au niveau des plans de sauvetage des banques et du secteur financier qu'aux niveaux des politiques industrielles, sociales et macroéconomiques.***
- ***La mise en place de solutions inadéquates de sortie de la crise des subprimes tant au niveau des plans de sauvetage des banques qu'au niveau des politiques macroéconomiques pour relancer la croissance par des hausses improductives de dépenses publiques ont mis en place toutes les conditions d'une crise de la dette publique des Etats des pays développés tels que les Etats-Unis et l'Europe.***

2. La crise de la dette publique

a) LA NATURE DE LA DETTE PUBLIQUE.

D'un strict point de vue financier, si l'on raisonne en économie fermée virtuelle, la dette publique se distingue de la dette privée par le fait qu'elle se réduit à des transferts de revenus entre les citoyens (au sein d'une même génération ou entre générations) sans création monétaire supplémentaire et sans aucun effet de richesse ou d'appauvrissement à l'échelle du pays: créanciers et débiteurs se confondent dans une entité unique qu'est la Nation, l'Etat prenant de la monnaie d'une poche qu'il met dans l'autre et inversement dans un jeu sans fin.

De ce fait la question du remboursement est totalement virtuelle. L'Etat par l'intermédiaire du Trésor Public émet des titres (BTAN et OAT) qui sont des reconnaisances de dette, qui sont achetées par les agents économiques (ménages, entreprises, banques, gestionnaires de portefeuilles, etc.) qui perçoivent un taux d'intérêt et qu'ils peuvent revendre ou se faire rembourser à l'échéance. L'Etat peut aussi lancer des emprunts particuliers qui peuvent être particulièrement rémunérateurs (Emprunt Giscard et plus récemment le « grand emprunt pour l'innovation et la recherche »).

C'est bien parce que l'Etat ne peut faire faillite que les titres de la dette publique (les bons du Trésor) présentaient jusqu'à la crise récente de la dette publique des pays développés un risque de défaut nul pour ceux qui les détiennent et étaient intégrés de ce fait dans toute stratégie de bonne gestion de portefeuille.

Que ce soit par l'épargne volontaire des ménages (achat de bons du Trésor) ou par l'épargne forcée (l'impôt) de ces mêmes ménages, la dette publique participe d'un strict point de vue de comptabilité nationale de la seule redistribution des revenus.

La dette publique internationale est dite «souveraine», car étant le fait d'Etats souverains, elle peut faire l'objet d'un défaut total ou partiel, sans que ses créanciers puissent le contraindre par la force au remboursement. Certes d'autres formes de contrainte très fortes existent à travers des mesures de rétorsion (exclusion des marchés internationaux de capitaux notamment) qui peuvent être le fait des agents privés, des organisations internationales et des autres Etats. Aujourd'hui aucun Etat ne saurait se déclarer en défaut volontaire de remboursement de sa dette en raison de l'importance des risques économiques, financiers et politiques qu'il encourt en comparaison des avantages du défaut de paiement.

La théorie économique démontre cependant qu'en raison de ce caractère souverain qui fait peser une menace de défaut involontaire des débiteurs en cas de crise de solvabilité de la dette publique internationale des Etats surendettés, les créanciers (les banques) ont rationnellement intérêt à annuler partiellement leur dette et à s'entendre avec leurs débiteurs (les Etats) sur un remboursement partiel et rééchelonné.

C'est bien ce qui s'est passé lors de la dernière crise de la dette souveraine des pays en développement au début des années 80. Ces derniers ont pu renégocier leur dette sur des «marchés gris» avec des décôtes importantes par rapport à la valeur faciale des titres de créance.

b) ORIGINE ET RÔLES DE LA DETTE PUBLIQUE

La dette publique apparaît dès lors que les dépenses courantes de l'Etat excèdent ses recettes courantes. Le sens de la causalité irait donc du déficit budgétaire vers la dette publique et s'inverserait partiellement si l'on prend en compte le paiement du service de la dette (remboursement du principal et de l'intérêt) et totalement dès lors que le seul paiement des intérêts de la dette absorberait la totalité des recettes fiscales, ou davantage s'il faut emprunter à nouveau pour rembourser les dettes antérieures (Ponzi finance)

Aujourd'hui dans les milieux néo-libéraux on a parfois tendance à considérer la dette publique de manière négative comme le symptôme d'une maladie plus profonde: le déficit budgétaire. On prône alors la «vertu» de l'équilibre budgétaire (la «règle d'or») pour se prémunir contre le «vice» de la dette.

Cette vision ne correspond pas à la réalité des systèmes financiers et à la problématique moderne du financement et de la régulation de l'économie.

La dette publique joue plusieurs rôles:

- ✓ **La dette publique doit être appréhendée comme un choix positif (et non pas par défaut) d'une modalité de financement des dépenses de l'Etat. Selon la nature des dépenses publiques (dépenses immédiates de fonctionnement, investissements à court, moyen et long terme) et leur montant on privilégiera l'impôt ou l'emprunt court ou long.**
- ✓ **Dans le cadre d'une gestion financière dynamique de la dette publique le Trésor public, par l'intermédiaire des spécialistes en valeur du Trésor, peut lui même faire des placements en achetant ou en vendant d'autres titres publics ou privés.**

✓ **Le Trésor Public intervient également sur les marchés des produits dérivés pour se couvrir contre les risques financiers voire pour spéculer et profiter d'opportunités financières rentables. On ne doit pas oublier que la dette publique fait partie intégrante du système financier, de son développement, de sa libéralisation et de ses innovations au cours des trente dernières années.**

✓ **les marchés des produits dérivés notamment (options, futures, swaps) qui sont des titres financiers dont le prix évolue en fonction du prix d'un autre actif (pétrole, devise, taux d'intérêt, actions, etc.)*

- ✓ La dette publique est l'instrument de la politique budgétaire, de la politique monétaire et de la politique de change. Par exemple, la Banque centrale régule le marché monétaire en achetant des titres publics pour injecter de la liquidité dans l'économie ou en vendant pour au contraire retirer de la liquidité si les pressions inflationnistes s'avéraient trop fortes. La politique de taux d'intérêt permet d'agir sur le bilan des banques en transformant les prêts en monnaie.
- ✓ Enfin, l'Etat peut aussi intervenir pour éviter une crise bancaire (« credit crunch ») et sauver les « grandes banques » en difficultés. (« Too big to fail »).

c) Le contexte de surendettement et de crise de la dette publique

L'histoire économique de la France a été marquée par une succession de crises de la dette publique dues au financement de guerres récurrentes. Ces crises avaient une dimension principalement nationale. Elles ont pu se résoudre le plus souvent soit par la monétisation de la dette, soit par le non remboursement des créanciers, soit par persécution et spoliation de groupes sociaux (le clergé, les juifs, les templiers, les banquiers...), soit par la mise en place de nouveaux impôts.

Le surendettement public actuel est en partie dû au soutien que les Etats ont apporté en 2008-2009 au secteur bancaire pour lui permettre de se débarrasser des titres toxiques qu'elles avaient accumulés. La dette publique des pays développés est ainsi passée de 78% du PIB avant la crise des subprimes à 92% après les plans de sauvetage bancaires.

Mais il y a de nombreuses autres raisons au surendettement des Etats des pays développés et de l'UE notamment.

- *Il y a d'abord la question des «**déficits jumeaux**» («**twin Deficits**») qui établit un lien entre le déficit budgétaire et le déficit de la balance extérieure courante.*
- *Les excédents commerciaux des pays asiatiques et des pays exportateurs de pétrole nourrissent les **déficits des balances commerciales** des pays développés (USA, UE) et alimentent la croissance de la dette publique.*
- ***L'insuffisance de l'épargne** alimente également la dette publique qui permet des transferts d'épargne à l'échelle internationale.*

- **Le vieillissement de la population** marqué par un accroissement du ratio entre les inactifs et la population active génère un accroissement des déficits des caisses de retraite et de sécurité sociale qui pèse sur le budget des Etats.
- **Le ralentissement de la croissance économique et la faiblesse des taux de productivité** contribuent également à la hausse des déficits publics.
- **Le poids du financement des biens publics** (éducation, santé, sécurité, infrastructures urbaines, environnement...) à la charge de l'Etat a tendance à augmenter en dépit des mesures de privatisation.

d) La gestion proprement financière de la dette publique par l'Etat et les autorités monétaires.

Au-delà des situations exceptionnelles de crise de la dette publique (crise de liquidité ou crise de solvabilité) la dette publique fait l'objet d'une gestion permanente par le Trésor public et les autorités monétaires.

Cette gestion fait partie intégrante du système financier national qui s'inscrit lui-même dans un contexte de globalisation et de mondialisation financière marqué par la très grande mobilité des capitaux à l'échelle internationale, la variété et la complexité des innovations financières basées sur les TIC, les modèles mathématiques financiers, la spéculation à travers les marchés des produits dérivés et les «hedges funds», le «trading» à haute fréquence, le risque systémique.

En outre en raison même des excès auxquels ont conduit la dérégulation des marchés financiers et les politiques néo ou ultralibérales dans la plupart des pays du Monde, il a été nécessaire de mettre en place des instances supranationales de contrôle à travers notamment l'imposition au système bancaire de normes prudentielles (Accords de Bâle).

Ces règles et ces normes nationales et internationales s'imposent aux Etats et limitent le champ des actions en matière de gestion de la dette publique (Accords de Bâle III).

○ **LES POLITIQUES DE RÉDUCTION DE LA DETTE PUBLIQUE.**

- **Accroissement de la pression fiscale** qui crée un **«effet de substitution»** dans la répartition du revenu national (accroissement du secteur public au détriment du secteur privé).
- **Recours à de nouveaux emprunts** qui crée un **«effet d'éviction»** sur les marchés financiers (la dette publique évince la dette privée).
- **Baisse administrée des taux d'intérêt** nominaux et réels qui crée une situation de **«répression financière»**.
- **Monétisation** de la dette par **création monétaire** (le seigneuriage) qui crée de **l'inflation** et annule progressivement la dette publique mais aussi les dettes privées (« euthanasie du rentier »).

○ LES DEUX DIMENSIONS DE LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE.

Pour bien comprendre la gestion de la dette publique, il convient de bien distinguer sa dimension financière en termes de gestion de titres financiers et qui relève d'une problématique de la circulation des flux financiers (sans création nette de valeur) de sa dimension économique (réelle) liée à son utilisation dans la sphère de la production (de la création de valeur) proprement dite. La confusion souvent entretenue entre ces deux niveaux obscurcit aujourd'hui le débat sur la crise de la dette publique même s'il est clair qu'il convient aussi de montrer comment, sous quelles formes, à quels niveaux et à quel degré ces deux dimensions s'interpénètrent et interagissent l'une sur l'autre.

La gestion proprement dite de la dette publique présente donc une dimension de politique économique et une dimension financière.

La dimension proprement financière concerne la gestion des titres de la dette publique soit par le Trésor public, à travers les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), soit par les différents intervenants sur les marchés financiers.

La dimension de politique macroéconomique concerne les politiques monétaires, budgétaires et de change des Etats et des autorités monétaires (Banques centrales).

Le passage de la sphère financière à la sphère réelle se fait à partir de la transformation des flux monétaires et financiers de la dette publique en biens réels à travers la consommation et/ou l'investissement.

Cette transformation est complexe. Elle produit sur l'économie un effet de niveau quantitatif (augmentation de la consommation, de l'investissement, de l'emploi...) et un effet de structure qualitatif (rapport privé/public, productif/improductif, économe ou pas en ressources énergétiques et naturelles, accroissement ou réduction des inégalités, etc.)

Ces deux effets sont souvent invoqués séparément ou imbriqués de manière confuse. Une question importante est celle de l'usage «productif» ou «improductif» (en termes de création de valeur) que fait l'Etat des sommes qu'il prélève sur l'épargne nationale ou étrangère au titre de la dette publique. Si les sommes empruntées ont été investies dans des opérations qui génèrent un «retour sur investissement» supérieur aux intérêts versés il en résultera pour l'ensemble de la nation un effet d'enrichissement net dont on peut espérer qu'il sera équitablement réparti entre tous les citoyens.

○ **LA DIMENSION INTERNATIONALE DE LA GESTION DE LA DETTE PUBLIQUE.**

La gestion financière et réelle de la dette publique se complique dès lors qu'en situation d'économie ouverte associée à une libre circulation des capitaux du fait de la mondialisation financière, une partie de la dette publique est détenue par des non-résidents. Dans ce cas il y a bien un transfert de revenu au titre du paiement des intérêts vers les résidents des pays étrangers créanciers qui détiennent des titres de la dette publique française.

Aujourd'hui les intérêts de la dette publique française s'élèvent à plus de 50 milliards d'euros par an, ce qui représente à peu près le montant de tout l'impôt sur le revenu. Environ 60% de la dette publique française (1650 milliards d'Euros) étant détenue par des non-résidents, cela signifie que chaque année la France paie à l'étranger environ 30 milliards d'euros. Pour un ménage français de salariés qui paie en moyenne l'équivalent d'un mois de salaire au titre de l'impôt sur le revenu, cela signifie que chaque salarié français consacre 3 semaines à un mois de travail par an pour payer les seuls intérêts de la dette publique détenue par des étrangers.

D'où l'importance du niveau du taux d'intérêt sur les dettes souveraines qui dépend en partie des agences de notation. Pourtant la France a perdu son triple A et n'a pas pour autant vu son taux d'emprunt augmenter. Au contraire!

La dette publique Japonaise qui s'élève pourtant à près de 200% de son produit intérieur brut (PIB), soit plus de 8000 milliard d'Euros, ne présente pas de danger particulier ni pour sa soutenabilité, ni pour la croissance économique du pays en raison principalement du fait que d'une part il s'agit principalement d'une dette interne détenue à plus de 90% par les épargnants japonais (ménages, banques, investisseurs institutionnels...) qui ont encore des capacités à épargner davantage et d'autre part le Japon, en lien avec ce qui précède, est lui-même un créancier net vis-à-vis du reste du Monde (et notamment les Etats-Unis) avec des réserves de change qui dépassent les 800 milliards d'Euros. Par ailleurs l'Etat lui-même a de considérables marges de manœuvre en termes de prélèvement fiscal sachant que la pression fiscale au Japon dépasse à peine 25% du revenu national.

La dette publique globale (fédérale, des Etats et des Collectivités locales) américaine dépasse largement les 100% du PIB. Elle se conjugue avec un déficit public de l'ordre de 9% du PIB, soit trois fois plus que ce que préconisent les critères de Maastricht. Elle reste néanmoins soutenable du fait de la faiblesse historique des taux d'intérêt courts (moins de 1%, ce qui la rend quasiment gratuite) et en dépit de sa maturité courte (de l'ordre de 5 ans). Les Etats-Unis peuvent toujours monétiser leur dette en la faisant racheter massivement par la Fed, ce qui revient à la financer par la planche à billets.

S'endetter en effet dans sa propre monnaie peut permettre aux Etats souverains que sont les Etats-Unis mais pas encore tout à fait l'Union Européenne, de monétiser leur dette en la faisant racheter massivement par la Fed ou la BCE, ce qui revient à la financer par la planche à billets. Par ce biais on peut favoriser l'inflation et dévaloriser sa monnaie sur les marchés des changes, ce qui peut aussi contribuer à la résorption de la dette d'autant plus aisément que l'effet de relance de l'économie engendré par ces trois facteurs conjugués aura permis de retrouver une croissance soutenue.

○ **VERS UNE RÉGULATION EUROPÉENNE**

CENTRALISÉE AU NIVEAU

L'effet destructeur sur l'économie de la spéculation sur les CDS, passe par l'augmentation des taux d'intérêt des CDS qui pousse à la hausse les taux d'intérêt sur les crédits bancaires et augmente ainsi le coût des emprunts des entreprises privées. Ceci amplifie les difficultés économiques du pays, bloque la reprise, accentue la récession et contribue à aggraver encore plus la situation des finances publiques justifiant encore plus l'anticipation qui avait été faite de défaut de la dette souveraine de l'Etat concerné (Espagne, Portugal, Italie).

La BCE est obligée alors d'intervenir pour éviter l'éclatement de la zone Euro en injectant de la liquidité vers les banques qui engrangent ainsi des profits indus obtenus sans aucun lien avec une quelconque création de richesse réelle voire plutôt par une destruction de richesses réelles (accroissement du chômage, diminution des investissements, augmentation de la pauvreté, diminution des dépenses publiques dans les domaines de la santé, de l'éducation, des budgets sociaux).

Ces comportements sont d'autant plus répréhensibles que les aides d'Etat consacrées au sauvetage du système bancaire de l'UE ont atteint en trois ans (d'octobre 2008 à décembre 2011) 1600 milliards d'Euros, soit l'équivalent de 13% du PIB de l'UE. Certes la plus grande partie de cette somme a permis aux banques de se financer et d'éviter ainsi un «credit crunch» préjudiciable à l'économie, mais il n'en reste pas moins vrai que ces sommes ont lourdement grevé les budgets des Etats et accentué leur endettement.

Il devenait urgent pour les instances européennes de passer du sauvetage au contrôle de l'ensemble du système bancaire.

Des mesures ont été prises le 13 décembre 2012 qui visent à centraliser le contrôle du système bancaire.

En mars 2014 une institution de contrôle unique pour les 200 plus grandes banques sera rattachée à la BCE. Une telle mesure est d'autant plus nécessaire que les actifs des banques représentent 350% des PIB européens nationaux (75% aux USA) et qu'en sa qualité de prêteur en dernier ressort la BCE se devait de mieux connaître et de mieux maîtriser l'ensemble des canaux de transmission de sa politique monétaire en surveillant les banques et en leur interdisant de se livrer à des pratiques spéculatives dangereuses qui gonflent artificiellement leur bilan.

Cette «marche vers l'Union bancaire» (Anne Michel, Service Economie du Monde, article du 13 janvier 2012) «donnera naissance à un système commun de renflouement des banques et de résolution des crises à travers le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui interviendra au nom des Etats» pour recapitaliser une banque en difficulté.

Malgré tout on prend aujourd'hui la mesure des résistances nationales et du poids du lobby bancaire sur les milieux politiques. C'est ainsi qu'ont été exclues de ce dispositif les banques britanniques et, en Allemagne, les caisses d'épargne, les banques coopératives et les banques des Länder qui représentent près de 70% du secteur bancaire allemand.

Sur le plan macroéconomique, on a assisté en 2012 avec l'arrivée d'un nouveau gouverneur (Mario Draghi) à un changement d'attitude important de la BCE, d'une part pour éviter l'éclatement de la zone Euro sous la pression des marchés financiers, d'autre part pour cibler l'emploi et la croissance (et non plus l'inflation), imitant en cela la FED qui par sa politique monétaire accommodante («quantitative easing») a ramené le taux d'intérêt à zéro en accompagnant ainsi les politiques budgétaires de relance économique. Cela s'est traduit:

- par le programme LTRO (Long terme Refinancing operation) qui annonce l'apport d'une liquidité infinie aux banques,*
- par l'annonce d'un rachat systématique sans limitation de montant et de durée des titres de la dette publique sur le marché secondaire (Outright Monetary Transactions-OMT) et*
- par la baisse des taux à 0,75%.*

Cette politique nécessaire dans un contexte de déflation ou de désinflation pourrait avec la reprise économique, poser des problèmes de contrôle des liquidités émises massivement par les agents financiers bancaires et non-bancaires. Ces masses énormes de liquidité pourraient alimenter l'inflation en cas de reprise ou créer des bulles spéculatives en n'importe quel secteur et en n'importe quel lieu de la planète, compte-tenu de leur très grande mobilité.

Un problème de crédibilité pourrait aussi apparaître en laissant planer un doute sur l'indépendance de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique qui ayant fait pression sur la BCE pour le sauvetage de l'Euro ne poursuivait pas activement les réformes structurelles de compétitivité et d'intégration économique et les réformes sociales de solidarité et de réduction des inégalités dans le but de recréer les conditions d'une croissance durable associée à un assainissement budgétaire et à une réduction de la dette publique.