

Les États et la crise devant le mur de la dette

Article rédigé par *François de Lacoste Lareymondie**, le 19 décembre 2008

On dit que le plus dur de la crise financière est derrière nous ; que l'on entre maintenant en crise économique ; et qu'il faut désormais tout ordonner à la relance. Eh bien non ! la crise financière n'est pas finie, loin s'en faut. Tout au plus vient-on d'en clore le second chapitre. Après celui, introductif, des *subprimes* et celui, indigeste, de la liquidité bancaire, un troisième chapitre est en train de s'ouvrir, celui de la solvabilité générale de l'économie, et en particulier de la solvabilité des États.

Avec la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre, les États ont brutalement pris conscience de l'énormité de la faute commise et des conséquences dévastatrices qui allaient en résulter et qui n'ont pas fini de produire leurs effets. Ils se sont alors résolus à intervenir massivement. Dans l'urgence, ils n'avaient pas d'autre solution et on ne peut pas leur reprocher : seuls ils avaient, et ils ont encore, la légitimité politique et les moyens, tant juridiques que financiers, de le faire. Mais à cause de cela, le mur de la dette se rapproche dangereusement.

Une crise de la dette

Fondamentalement, le cataclysme en cours trouve sa source dans ce qui a été le moteur de l'économie depuis plusieurs dizaines d'années : l'endettement porté à un niveau excessif.

On ne fera ici que de brefs rappels, l'essentiel de l'analyse ayant été abondamment exposé au cours des derniers mois [1]. La crise des *subprimes* par quoi tout a commencé provient de l'excès de crédit à l'habitat consenti à des débiteurs peu ou pas solvables, et du transfert systématique de leur portage à des investisseurs peu ou pas avertis par le moyen de la titrisation. Une grande partie des crédits consentis aux entreprises et aux particuliers américains (prêts à la consommation, prêts aux étudiants, prêts revolving sur carte de crédit, etc.) a connu la même diffusion.

C'est pourquoi un doute général s'est installé sur la qualité des actifs détenus par les banques, directement, ou indirectement au travers des fonds de placement dans lesquels elles ont investi ou qu'elles ont vendus à leur clientèle ; ce doute est à l'origine de la crise de confiance qui s'est abattue sur le système, et par conséquent de la crise de liquidité dont les banques ont été victimes au début de l'automne 2008.

Or les mécanismes de sauvetage qui ont été mis en œuvre consistent, ni plus ni moins, à transférer une partie du risque aux États, donc à transformer des dettes privées de qualité incertaine en dettes publiques.

Comment fonctionnent-ils ?

Le transfert des dettes du privé vers le public

Le premier mécanisme de transfert opère directement du privé au public :

- D'abord au moyen du rachat des créances douteuses par l'État : c'est le principe directeur du Plan Paulson qui y consacre une bonne part de ses 700 Md\$.
- Ensuite au moyen de l'injection de capitaux propres dans les banques par les États, au total pour plusieurs centaines de milliards des deux côtés de l'Atlantique, afin de les sauver de la faillite, que cette injection se traduise ou non par une nationalisation : devenant actionnaires ou quasi-actionnaires selon la nature des instruments utilisés, les États portent les banques et par conséquent les risques bancaires qui se trouvent dans leurs bilans.
- Enfin au moyen de la prise en charge du refinancement du système par les banques centrales (FED, BCE, Banque d'Angleterre, etc.).

Ce dernier aspect mérite une explication : quand une banque centrale apporte de la liquidité aux banques, c'est-à-dire leur fait un crédit (fût-il à court terme), elle reçoit en garantie un volume équivalent (aux marges de sécurité près) de créances sur l'économie (prêts aux entreprises ou aux particuliers) que les banques emprunteuses déposent dans ses livres ; cet échange de prêts contre de la liquidité s'appelle la collatéralisation .

Le bilan hebdomadaire de la FED donne une idée de son ampleur : en un an, il s'est accru de 1 250 Md\$, c'est-à-dire d'un facteur 2,4 : ce montant représente près du double du Plan Paulson et, pour l'essentiel, provient des crédits à l'économie rachetés aux banques. Soucieux de ne pas laisser son bilan se fragiliser à l'excès, le Trésor américain lui a consenti discrètement une augmentation de capital de 40 Md\$, qui a tout simplement doublé le niveau de ses fonds propres ; c'est dire qu'elle en était la faiblesse et l'importance de l'effet de levier auquel la FED recourt.

La BCE ne publie pas son bilan à proprement parler, mais une situation financière consolidée de l'Eurosystème [2]. Depuis le début de l'année 2008 les concours consentis, pour l'essentiel aux établissements de crédit de la zone Euro, se sont accru de 700 Md€ (qui équivalent à 900 Md\$ au taux de change actuel), concours eux-mêmes collatéralisés de la façon exposée plus haut ; augmentation moindre que celle de la FED, mais qui est quand même de 55%. C'est à ce prix que la machine peut continuer de tourner.

Or les banques centrales, peu ou prou, ressortissent à la sphère publique et doivent être considérées comme des organes étatiques, quelle que soit l'indépendance statutaire dont elles peuvent se prévaloir dans la conduite de leur mission : cette mission, ce sont les États qui la leur ont confiée et qui en répondent. Mais ce faisant, les banques centrales, et à travers elles les États, deviennent les banquiers directs de l'économie ; et les dettes privées entrent ainsi dans la sphère publique.

Les garanties publiques : un mécanisme de transfert indirect

Les mécanismes de sauvetage utilisés comportent aussi l'octroi de garanties par les États aux banques : ainsi le plan français, à côté de 40 Md€ de fonds propres à verser aux banques [3], comporte une enveloppe de 320 Md€ de garanties. Ces garanties, qui ne constituent pas des fonds versés mais une assurance, sont destinées à être attachées aux emprunts que la Société de financement de l'économie française (SFEF), créée à cette fin, émettra et dont les fonds seront re-prêtés aux banques pour financer leur activité. Afin de se garantir elle-même vis-à-vis des banques, la SFEF se fait céder par celles-ci un volume correspondant de crédits.

En garantissant indirectement les émissions bancaires, l'État déclare qu'il prendra à sa charge leur défaillance éventuelle, espérant que cette assurance n'aura pas à jouer puisqu'elle aura apaisé les craintes des souscripteurs et permis au système de repartir. Il n'empêche que celle-ci a pour effet de faire remonter indirectement au niveau de l'État le risque de crédit, et donc de transformer à nouveau un risque privé en risque public.

Ce mécanisme a été très largement utilisé depuis la fin de l'été : il a commencé avec les quelque 300 Md\$ de garantie accordés par le Trésor américain aux agences publiques de financement de l'immobilier (Fanny Mae et Freddy Mac). C'est surtout en Europe qu'il s'est déployé, avec un montant total de garanties promises par les États (qui sont loin d'être toutes concrétisées) d'environ 1 400 Md€.

Le poids de l'endettement global

Il faut considérer l'ensemble des dettes contractées par les acteurs publics et privés des différents pays, et en premier lieu des États-Unis parce que c'est là que ce situe l'enjeu principal [4].

La dette brute de l'État fédéral américain atteint près de 10 000 Md\$ en cette fin d'année 2008 et représente 64% du PIB, après s'être accrue de 700 Md\$ en un an. Bien que les estimations ne soient toujours très précises, on peut évaluer la dette brute des particuliers à 14 000 Md\$ (93% du PIB) et celle des entreprises à environ 30 000 Md\$ (2 fois le PIB) ; d'où un endettement brut total qui équivaut à 3,5 fois le PIB.

En Europe, les niveaux sont moindres et assez disparates, mais importants néanmoins. La dette publique française se situe dans la moyenne, à 67% du PIB, niveau un peu supérieur à celui de l'Allemagne, nettement plus élevé que celui de la Grande Bretagne (45% du PIB) ou de l'Espagne (40%) mais très inférieur à celui de l'Italie (107%) et de plusieurs petits pays (Belgique, Grèce). Quant à la dette des ménages qui a beaucoup cru au cours de ces dernières années à cause de l'immobilier, elle se situe en moyenne autour de 80% du PIB, plus bas en France (autour de 60%), avec des pics importants en Allemagne (100% du PIB) et plus encore en Grande Bretagne (près de 120%) ou au Pays-Bas (180%). Sans parler de la dette des entreprises qui est du même ordre de grandeur : stimulée par la faiblesse des taux d'intérêts, elle s'est accrue d'environ 50% au cours des quatre dernières années ; rien qu'en France, elle atteint aujourd'hui 80% du PIB. D'où il résulte qu'en Europe l'endettement brut total représente entre 2 fois et 2,5 fois le PIB.

Ces rapports montrent la disproportion considérable qui existe entre le passif des acteurs et la capacité de l'économie à générer des flux suffisants pour amortir la dette. On sait qu'aux USA et dans beaucoup de pays européens, le taux d'épargne des États est négatif. Quant au taux d'épargne des ménages, s'il est globalement positif en Europe (autour de 12%, la France se situant dans le peloton de tête avec 15% du revenu

disponible), il tangente zéro en Amérique. Disproportion qui justifie l'appellation d' économie d'endettement que l'on peut attribuer au système qui s'est déployé depuis plusieurs décennies, mais qui n'est plus tenable dans les circonstances actuelles.

Une pyramide qui repose désormais sur les États

Les mécanismes évoqués plus haut vont avoir pour effet de transférer une proportion importante des dettes du secteur privé vers le secteur public, proportion dont l'ordre de grandeur se situe entre 15 et 20% du PIB des États concernés, selon les situations ; et ce très rapidement. Les États peuvent-ils assumer ce transfert et trouver des épargnants prêts à les suivre, surtout au rythme imposé ? Tel est l'enjeu des prochains mois.

Aujourd'hui, les États lèvent des emprunts sans difficulté ; d'une part parce qu'ils demeurent la contrepartie la plus sûre et servent de refuge en période de crise, d'autre part parce que les liquidités en quête de placement étaient encore abondantes jusqu'à récemment, tant en provenance des pays excédentaires (pays pétroliers et pays émergents exportateurs) que des fonds d'épargne. A telle enseigne que les taux des emprunts d'État à long terme ont baissé fortement au cours des six derniers mois (de 4,5% à 3,5% voire 3% en Europe, de 4% à 2,5% aux États-Unis). Mais les excédents se contractent très vite sous l'effet de la crise, de la baisse brutale des prix du pétrole, du ralentissement des échanges et de la chute des bourses.

Or, et c'est une particularité qui doit être soulignée, à court terme le transfert de risques ne peut s'effectuer que par des émissions nouvelles de dettes, publiques ou à garantie publique, qui vont gonfler le total brut. C'est là que le bât blesse car les émissions à venir se chiffrent en milliers de milliards, tant en dollars qu'en euros. Par exemple, les 320 Md€ de garanties annoncées par l'État français n'ont encore donné lieu qu'à une émission de 10 Md€ de la SFEF : il en reste 310 à émettre, en sus des 70 ou 80 Md€ dont le Trésor lui-même aura besoin en 2009. Problème qui n'est pas seulement français mais qui va être celui de tous les États européens et des États-Unis. Vont-ils pouvoir tout à la fois se financer eux-mêmes et garantir les emprunts des banques sans saturer la demande ?

Sans parler des besoins de refinancement des dettes des entreprises par les marchés financiers qui, par exemple, s'élèvent à plus de 700 Md€ pour 2009 rien qu'en Europe.

Le risque obligataire en perspective

Déjà des inquiétudes se font jour. Le 10 décembre, l'État allemand n'a pas trouvé assez de souscripteurs à l'emprunt de 7 Md€ qu'il a lancé, de sorte que la Bundesbank a dû en souscrire pour 1,3 Md€. Le même jour, l'émission de 28 Md\$ du Trésor américain a été médiocrement accueillie. Quant aux émissions non directement étatiques mais simplement garanties par les États, logiquement elles ne se placent que moyennant un surcroît de rémunération (un *spread* selon le jargon financier). Ce *spread* tend à augmenter : celui de la dernière émission de la SFEF était de près de 70 points de base (0,70% de taux supplémentaires) par rapport à une obligation d'État de même durée.

Tous les économistes connaissent la loi de Gresham selon laquelle la mauvaise monnaie chasse la bonne . Présentement, elle signifie qu'entre une émission directe de l'État et une émission garantie par l'État mieux rémunérée, les investisseurs seront tentés de souscrire la seconde puisque le risque final est le même. Si tel est le cas, l'État pourrait être contraint d'augmenter les taux de ses propres emprunts pour les placer. C'est alors que risquerait de s'enclencher la spirale avec le rehaussement consécutif des taux des émissions garanties, etc. ; spirale redoutable. En effet, la hausse des taux des émissions nouvelles entraîne mécaniquement une dépréciation proportionnelle de la valeur des émissions antérieures moins bien rémunérées, d'où de nouvelles pertes et, si le décalage devient important, une fuite des investisseurs qui aggrave encore la situation. Au bout de la route, survient le krach obligataire qui constituerait le sommet de la crise financière.

Qui peut espérer tirer son épingle du jeu ? Les États-Unis ? Mais ils ont les plus gros besoins. La zone euro en raison de la solidarité qui unit ses membres au travers de leur monnaie ? Mais jusqu'à quel point ? Et en tout cas, non sans payer plus cher, beaucoup plus cher, avec l'accroissement induit des déficits publics ; jusqu'à ce que les prêteurs renâclent pour de bon. Quant aux États qui ne sont pas inclus dans l'une ou l'autre sphère et dont la signature est de moindre qualité, ils risquent de ne plus trouver personne pour les financer et d'être les premiers à se heurter au mur de la dette .

Ce qui s'ensuivrait est une *terra incognita* : un tel phénomène à l'échelle planétaire n'aurait pas de précédent.

Passer d'une économie de la dette à une économie du capital

Une fois de plus, il faut rappeler avec insistance que le pire n'est pas sûr. J'ai décrit un chemin possible, probable dans une certaine mesure si des solutions drastiques et durables (à la différence des dispositifs d'urgence, nécessaires mais provisoires) ne sont pas adoptées rapidement. Quant à dire le jour et l'heure ! Trop d'impondérables l'interdisent, qui peuvent jouer dans un sens comme dans l'autre. Seule certitude, l'année 2009 sera hautement critique.

La baisse des taux à court terme engagée par les banques centrales ne constitue pas un remède : elle ne concerne que les prêts interbancaires et l'épargne quasi-liquide, et demeure sans effet sur les taux obligataires qui sont des taux à long terme. En outre, lorsque les taux courts sont trop bas, peut s'ouvrir la trappe à liquidité : les fonds disponibles, insuffisamment rémunérés, ne se placent plus pour ne courir aucun risque, mais sont thésaurisés et toute injection nouvelle de liquidité est avalée.

J'ai esquissé dans un article précédent [5] une série de pistes pour sortir de la crise financière ; toutes n'étaient pas originales et nombre d'analystes et de praticiens ont convergé sur plusieurs d'entre elles. Pour l'heure cependant, les traitements de fond n'ont pas encore été administrés ; il est urgent de s'y atteler car ils ne viendront pas d'eux-mêmes : si la crise jette le système à bas, celui-ci ne se reconstruira pas tout seul sur des bases assainies, mais grâce à des mesures structurelles.

Il faut mettre un terme à la démesure de l'endettement : encore une fois, trop de dettes, c'est trop ! Quand on en est saturé, opérer de gigantesques transferts de risques n'est qu'un pis aller provisoire et incertain : on ne fait que déplacer le problème. On n'échappera pas à des allègements, voire des annulations de dettes, à grande échelle.

C'est donc le moment de se préoccuper sérieusement des plus pauvres qui, en tout état de cause, ne pourront pas rembourser, pour leur donner les moyens de repartir à zéro sur des bases saines ; il est temps aussi de cesser de pousser au crédit de façon inconsidérée, et en particulier de mettre un terme au crédit à la consommation qui, sous sa forme actuelle, est un pousse-au-crime [6] ; ce qui implique de changer notre mode de consommation pour passer du jetable, avec ses effets destructeurs de l'environnement, au durable que l'on entretient et que l'on soigne avec économie ; il est urgent enfin de cesser de favoriser l'endettement au détriment des fonds propres comme mode de financement ordinaire de nos activités. Jacques Bichot souligne très justement dans l'[article](#) qu'il vient de publier la semaine dernière, que le monde a un immense besoin de capitaux propres... dans les deux sens du qualificatif .

Seule une économie fondée sur le capital, c'est-à-dire sur les fonds que chaque acteur engage de sa propre poche et dont il assume le risque, avec son corollaire qu'est l'épargne investie dans l'économie réelle, peut déboucher sur un développement durable. L'affirmer n'est pas dénier à l'endettement tout rôle ; c'est le remettre à sa place qui n'est pas celle du moteur mais d'un accessoire.

[1] Cf. notamment François de Lacoste Lareymondie, [La chute de Mammon](#) (10 octobre), Jacques Bichot, [La crise révélatrice](#) (3 octobre), Pierre de Lauzun, [La crise financière : un changement d'horizon ?](#) (25 septembre).

[2] L'Eurosystème correspond à l'agrégation des banques centrales des pays de la zone euro plus la BCE elle-même.

[3] Sur les 40 annoncés, 10 ont déjà été versés et une deuxième tranche de même montant pourrait l'être prochainement pour saturer l'autorisation donnée par la Commission européenne qui a plafonné son accord à 21Md€. La suite n'est pas assurée.

[4] Une précision méthodologique s'impose ici : il convient de se référer à la dette brute parce que c'est elle qui doit être refinancée. La dette nette (après déduction de l'épargne) est un concept de richesse qui ne tient pas compte de la désynchronisation inévitable de l'actif et du passif quand se posent des problèmes de mobilisation. En outre, il faudrait déflater l'épargne de l'évolution récente des bourses et des valorisations.

[5] Cf. [La chute de Mammon](#) (10 octobre).

[6] Qu'il me soit permis d'introduire ici une digression.

Le crédit à la consommation se caractérise par des pratiques scandaleuses : taux usuraire, vente forcée, contrainte immédiate et unilatérale, opacité des contrats, information biaisée, etc. ; c'est le principal facteur du surendettement des ménages. En outre, son objet même est critiquable quand il porte sur des produits non durables mais rapidement consommés ou dont la valeur se déprécie très vite. Je n'hésite pas à le considérer comme immoral. Les mesures que le gouvernement français tente d'ébaucher pour le moraliser ne sont encore que trop partielles et limitées pour répondre aux critiques fondamentales dont il doit faire l'objet. Quand l'Église, après les prophètes de l'Ancien Testament, a condamné le prêt à intérêt, dans un contexte où celui-ci portait exclusivement sur l'acquisition de produits de consommation nécessaires à la vie courante et s'adressait aux plus pauvres qui ne parvenaient pas à joindre les deux bouts (c'était le cas dans toute l'Antiquité), il me semble qu'elle visait précisément ce type de crédit, et non le crédit pour investissement qui n'a commencé d'apparaître qu'au XIV^e siècle et qui est d'une toute autre nature.
