



— RAPPORT

Un défaut français

**Pour une restructuration préventive et ordonnée
de la dette souveraine.**

Par GENERATION LIBRE.

LE MOT DE GASPARD

« Banqueroute »

Qui a écrit, à propos des Etats surdendettés : « **Une banqueroute franche, ouverte et déclarée est toujours la mesure qui est la moins déshonorante pour le débiteur,**

et en même temps la moins nuisible au créancier » ? Karl Marx ? Jean-Luc Mélenchon ? Un indice, c'est un Britannique. Plus précisément, un Ecossais. Vous avez trouvé : **Adam Smith**.

A la fin du XVIIIe, les pères fondateurs du libéralisme furent les premiers à s'inquiéter du **surendettement public** et à appeler à des mesures extrêmes, regrettables mais nécessaires, pour couper la tête (ou l'une des têtes) de l'hydre étatique.

A cette époque, le défaut n'était pas encore le tabou qu'il est devenu. Oui, il existe **une approche libérale de la banqueroute**, qui ne met pas en avant l'illégitimité du créancier (à la façon de l'extrême-gauche), mais celle du débiteur : **l'Etat incontinent**.

La restructuration de la dette n'est pas une panacée en soi, mais l'instrument d'un nouveau départ économique et social : un **choc moral à l'avantage des nouvelles générations**, en partie libérées du fardeau du surendettement.

Gaspard Koenig

Président
Génération Libre

SOMMAIRE

Se repérer dans le rapport.

01 L'essentiel
p. 4

03 Partie 1
p. 8

04 Partie 2
p. 16

05 Partie 3
p. 36

06 Partie 4
p. 54

07 Partie 5
p. 66

08 Partie 6
p. 82

09 Partie 7
p. 98

10 Partie 8
p. 108

11 Conclusion
p. 114

02 Introduction
p. 6

Une dette hors de contrôle et étouffante pour l'économie

- 1.1. Un niveau en soi considéré comme nocif
- 1.2. Une trajectoire de contrôle

Les réponses traditionnelles impuissantes

- 2.1. Les prévisions de désendettement du Gouvernement déjà dépassées
- 2.2. Quels outils pour réduire l'endettement en continuant à honorer toutes les créances ?
- 2.3. A dette exceptionnelle, mesures exceptionnelles

Quelle stratégie pour une restructuration de la dette française ?

- 3.1. Les impasses de la méthode douce et de la méthode dure
- 3.2. Un défaut ordonné : la restructuration négociée

Qui paie ?

- 4.1. Un problème en soi : l'absence de transparence sur la détention de la dette
- 4.2. Estimation des détenteurs de la dette française
- 4.3. Quels groupes de porteurs faudrait-il cibler ?

Quels risques et comment les maîtriser ?

- 5.1. Risque systémique
- 5.2. Risque juridique
- 5.3. Cross-default
- 5.4. Déclenchement des CDS
- 5.5. Accès aux marchés
- 5.6. Dégradation par les agences de notation

Les trois scénarios possibles d'une restructuration

Essai de modélisation du scénario optimal

- 7.1. Comment combien coûtent les réformes ?
- 7.2. Un moratoire de trois ans sur les taux d'intérêt pour payer les réformes structurelles

Vers un défaut croisé européen ?

- 8.1. Un problème commun aux grandes économies « développées »
- 8.2. Un défaut paneuropéen ?

12 Annexes
p. 124

13 Think tank
p. 134

L'ESSENTIEL

Nos travaux en coup d'oeil.

Constat & analyse.

Notre pays se trouve au bord d'une grave crise de surendettement.

La dette se dirige vers les 100% du PIB, ouvrant la voie à une crise de financement mortelle pour l'Eurozone.

GenerationLibre **propose ni la « relance » ni « l'austérité » mais la restructuration préventive et ordonnée de la dette française pour éviter la faillite.**

Nous fondons ici notre raisonnement sur l'illégitimité du débiteur : un Etat vivant depuis trente ans au-dessus de ses moyens, au risque d'entraîner dans sa chute toute la société.

Cette mesure ne ferait sens, à nos yeux, et n'aurait de chance d'être acceptée par les marchés, que si elle était accompagnée de réformes structurelles majeures.

Propositions.

1. Lancer le processus de restructuration négociée de la dette : Ce qui consiste à modifier les termes de la dette en plein accord avec les créanciers, grâce à des techniques financières utilisées dans la sphère de l'endettement privé.

2. Cibler certaines catégories de créanciers concernant la restructuration : Viser en priorité les créanciers domestiques / privés (donc en épargnant les banques centrales étrangères) / âgés (via les assurances-vie et les OPCVM).

3. Créer un fonds d'amortissement paneuropéen : Il nous semble nécessaire d'opter pour une restructuration conjointe des dettes souveraines européennes dans laquelle pourrait s'inscrire la démarche de la France.

CHIFFRES CLÉS

Les 3 chiffres à retenir.

99,2%

C'est le **montant le plus récent de la dette publique en pourcentage du PIB**, selon l'INSEE, (au sens de Maastricht) couvrant l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux, à la fin du deuxième trimestre 2017.

C'est la **dernière année où l'Etat a exécuté un budget à l'équilibre**. En conséquence, la dette de la France a augmenté sans discontinuer en valeur nominale à partir de cette même année.

1974

10,7%

C'est la **part du budget de l'Etat exclusivement consacré au paiement des intérêts de la dette**, selon la loi de finances 2016, s'élevant à 44,5 milliards d'euros, ce qui absorberait la majeure partie de l'impôt sur le revenu, s'élevant à 76,5 milliards d'euros en 2016 selon l'INSEE.

Pour une restructuration préventive et ordonnée de la dette.

Il y a aujourd'hui un tabou dans le débat économique et politique français. Ce tabou, c'est celui de la restructuration de la dette – ou, pour employer un terme plus cru : le défaut. Chacun, à droite comme à gauche, s'accommode du fait que l'Etat doive repayer sa dette au rythme et aux conditions prévues par contrat – soit pour l'année 2013 un besoin de financement évalué à 348 Md€ (16,7% du PIB)¹. A partir de là, on voit bien que le reste des politiques publiques, et les arbitrages budgétaires qui en découlent, sont par construction fortement contraints.

C'est ce tabou que la présente étude entend lever. Pourquoi, au fait, faudrait-il payer ? Sur quelle base philosophique ou juridique ? Les choix d'honorer notre dette ne seraient-ils pas plus nocifs, d'un point de vue économique, politique et social, que celui de la restructurer tout ou en partie ? Le choc d'un défaut ne serait-il pas salutaire, en opérant un transfert immédiat de richesse des rentiers vers les jeunes actifs ? Et quel serait, parmi les scénarios aujourd'hui bien rôdés de mécanismes de restructuration, celui le plus adapté à la situation française ?

Ce sont des questions délicates que les décideurs publics seront inéluctablement amenés à se poser dans les mois et les années qui viennent, à mesure que les prévisions de désendettement du gouvernement se révéleront illusoire et que les investisseurs étrangers, qui détiennent deux tiers de la dette française, commenceront à demander des taux d'intérêt à la mesure des risques encourus.

¹Ce chiffre s'appuie sur les projections du FMI – cf chapitre 2.1.3.



PARTIE 1

Penser l'impensable.

Une approche libérale de la restructuration souveraine.

Il est vrai que l'idée de la répudiation est, traditionnellement, un thème associé à l'extrême gauche, qui n'a de cesse de dénoncer l'illégitimité du créancier. Marx voyait ainsi dans la dette publique une forme particulièrement sournoise de l'accumulation primitive, enrichissant épargnants et financiers sur le dos des classes laborieuses : « à part la classe de rentiers oisifs ainsi créée, à part la fortune improvisée des financiers intermédiaires entre le gouvernement et la nation - de même que celle des traitants, marchands, manufacturiers particuliers, auxquels une bonne partie de tout emprunt rend le service d'un capital tombé du ciel - la dette publique a donné le branle aux sociétés par actions, au commerce de toute sorte de papiers négociables, aux opérations aléatoires, à l'agiotage, en somme, aux jeux de bourse et à la bureaucratie moderne »². Un tel discours est encore repris aujourd'hui, presque mot pour mot, par Jean-Luc Mélenchon³. La pétition lancée fin 2011 par Attac pour un « audit citoyen de la dette » a recueilli plus de 60 000 signataires, dont les éternels irresponsables de l'idéologie 68: Susan George, Etienne Balibar, Stéphane Hessel, Ariane Mnouchkine...

« Les banquiers dépouillent les peuples en acceptant de leur prêter de l'argent », disent-ils en substance. Passons sur le fait que les institutions bancaires ne représentent qu'environ 20% des acheteurs de dette française et que les taux d'intérêt pratiqués aujourd'hui sont historiquement bas⁴.

Le plus contestable, c'est que cette argumentation est basée sur la négation de la liberté contractuelle. Elle voit une « extorsion » là où il n'y a qu'un accord de volontés consentantes –celles d'un acheteur et d'un vendeur. C'est donc bien logiquement que nos révolutionnaires appellent à spolier les spoliateurs.

^[2] Le Capital, Livre Premier, VIII, 31.

^[3] MELENCHON Jean-Luc, Journal du Dimanche, 13 novembre 2011 : « Ceux qui veulent nous faire rembourser rubis sur l'ongle nous prêtent toujours plus cher. Il faut rendre les coups. Il est donc normal qu'on s'intéresse au contenu de la dette. J'appuie le mouvement qui s'interroge sur sa légitimité et demande un audit ».

^[4] En décembre 2012, l'OAT à dix ans est tombée, pour la première fois de son histoire, sous la barre des 2%.

En somme, ils retrouvent le vieux réflexe des rois de France qui, lorsque leurs dettes atteignaient des niveaux insoutenables, coupaient la tête de leurs créanciers sous les prétextes les plus farfelus⁵.

De Philippe le Bel, qui au début du XIV^e siècle expulsa les Juifs et massacra les Templiers pour éviter d'avoir à les rembourser, à Jean-Luc Mélenchon, qui choisit de sacrifier les investisseurs, l'histoire de France se répète pour le pire. Philippe le Bel dut d'abord se donner la peine de faire déclarer les Templiers « hérétiques » (toute dette envers un hérétique étant réputée nulle) ; Jean-Luc Mélenchon, lui, proclame la dette « odieuse » afin de justifier les pertes des fonds de pension (et donc ultimement des retraités) assez naïfs pour prêter à la France. Dans cette tradition, le Souverain, qu'il soit monarque ou peuple, a tous les droits, y compris celui d'être inique.

Notre approche est rigoureusement antipodique. Si l'on devait faire des procès en illégitimité, nous ne tournerions pas vers le créancier, mais bien plutôt vers le débiteur. Cet Etat ventripotent qui, malgré les mises en garde successives, a refusé toute diète et s'est laissé aller à la dépense publique, qui culmine aujourd'hui à plus de 56% du PIB, au deuxième rang des pays de l'OCDE (juste derrière le Danemark). Cet Etat qui n'a pas tenu un budget en équilibre depuis 1974. Cet Etat qui s'est endetté à plus de 90% de son PIB pour financer en majeure partie ses dépenses de fonctionnement et ses dépenses sociales, pas ses dépenses d'investissement. Autrement dit, les bénéficiaires nets de l'État Providence se payent leurs privilèges sur le dos de leurs enfants.

De ce point de vue, l'idée d'un défaut s'inscrit dans une tradition éminemment libérale qui s'est toujours méfiée du poids de l'Etat.

Sans vouloir refaire ici l'histoire de la dette publique⁶, il faut rappeler que les premiers grands débats sur la dette publique eurent lieu au XVIII^e siècle. Alors que certains, dans le sillage de John Law ou de Jean-François Melon (auteur de la célèbre formule : « les dettes d'un Etat sont des dettes de la main droite à la main gauche »), justifiaient le recours à la dette comme un moyen d'augmenter la masse monétaire, les libéraux ont d'emblée sonné l'alerte sur le danger de financer les dépenses improductives de l'Etat⁷.

⁵ cf REINHART, ROGOFF et SAVASTANO, 2003, in *Debt intolerance*, qui notent plaisamment qu'en France, « restructuring » was often accomplished simply by beheading the creditors—giving new meaning to the term « capital punishment. » (...) Episodes of saignée, or bloodletting, of financiers took place a few years after several of France's defaults, including those of 1558, 1624, and 1661, when particularly prominent creditors of the government were executed »

⁶ Brillamment résumée par Jacques ATTALI dans son livre *Tous ruinés dans dix ans ?*

⁷ Voir pour un aperçu de ce débat GRENIER Jean-Yves, *Dettes d'Etat, dette publique*.

Montesquieu n'a pas de mots assez durs, dans l'Esprit des Loix⁸, contre ceux qui « ont cru qu'il était bon qu'un Etat dût à lui-même », et qui de ce fait favorisent les spéculateurs étrangers et les oisifs nationaux. Il anticipe superbement l'impasse économique d'une taxation excessive liée au remboursement des intérêts de la dette : « l'impôt levé pour le paiement des intérêts de la dette, fait tort aux manufactures, en rendant la main de l'ouvrier plus chère ». Tout le débat sur les charges sociales est déjà en germe...

De l'autre côté de la Manche, David Hume, dont nous citerons abondamment l'extraordinaire traité Du crédit public, puis Adam Smith, firent écho à Montesquieu. Smith, dont on sait qu'il fut un lecteur assidu de *l'Esprit des Loix*, et qu'on a pris l'habitude de considérer comme le père fondateur du libéralisme moderne, s'inquiète un quart de siècle après Montesquieu du « progrès des dettes énormes qui écrasent à présent toutes les grandes nations de l'Europe, et qui probablement les ruineront toutes à la longue »⁹. Il pressent le cercle vicieux de la dette et de la dépense publique : « Le gouvernement d'un tel État (...) prévoit la facilité qu'il trouvera à emprunter, et pour cela il se dispense du devoir d'épargner ». Et, ce qui ne manque pas de sel, il menace les gouvernants irresponsables d'un exil fiscal massif : « quand, à raison de la perception de ces impôts, (...) tous ou la plus grande partie de ceux qui font valoir de grands capitaux, viennent à être continuellement exposés aux visites fâcheuses et aux recherches vexatoires des collecteurs de l'impôt, cette disposition à changer de résidence se réalise bientôt par une émigration »...

Il est bien beau de s'opposer à l'endettement, nous dira-t-on, mais que faire lorsque la dette est là et qu'elle obère la marge de manœuvre de l'Etat ? Rappelons qu'à la veille de la Révolution, la dette française, problème majeur de la monarchie déclinante, est estimée à 70% du PIB, tandis que celle du Royaume- Uni frôle les 150% ! La réponse libérale est sans appel : il faut abattre l'hydre, quel qu'en soit le prix. **Montesquieu énonce le principe moderne de la restructuration volontaire** en offrant aux créanciers une réduction de l'intérêt sous la menace de rembourser par avance le principal : « lorsque l'Etat emprunte, écrit-il, ce sont les particuliers qui fixent le taux de l'intérêt ; lorsque l'Etat veut payer, c'est à lui à le fixer ».

^[8] Voir en particulier livre XXII, chapitre 17 : « Des dettes publiques ».

^[9] *Richesse des Nations*, livre V, chapitre 3 : « Des dettes publiques ».

Autrement dit, le débiteur souverain conserve toujours une marge de renégociation. Quant à David Hume, il appelle de ses vœux sans hésiter « le violent choc d'une banqueroute volontaire ». Et Adam Smith : « quand la dette nationale s'est une fois grossie jusqu'à un certain point, il n'y a pas, je crois, un seul exemple qu'elle ait été loyalement et complètement payée ». Se méfiant des moyens « déguisés » que sont la dévaluation du change ou l'inflation, Smith considère qu' une banqueroute franche, ouverte et déclarée est toujours la mesure qui est la moins déshonorante pour le débiteur, et en même temps la moins nuisible au créancier ». Ainsi, dans les toutes dernières lignes de sa *Richesse des Nations*, le théoricien de la main invisible se fait-il l'avocat de la main la plus visible qui soit, celle de l'Etat qui déchire les contrats qu'il a signés.

On peut difficilement faire le reproche à Montesquieu ou Smith d'ignorer les principes du droit commercial. Mais en vrais libéraux, ils savent également que l'intérêt paye un risque pris (on dirait aujourd'hui : « pricé ») par le créancier, et qu'il est inévitable que ce risque se matérialise parfois. Un défaut ordonné, « franc, ouvert et déclaré », est une solution extrême, regrettable, mais préférable pour les deux parties aux « jongleries » que représentent la dévaluation ou une imposition excessive. Bien sûr, une telle solution n'est crédible auprès des créanciers que si elle s'accompagne d'une réforme profonde de l'Etat, ce « débiteur fainéant et dissipateur » (Smith toujours) qui doit faire la preuve de ses bonnes résolutions, de sa capacité à s'amender.

Les controverses sur la pertinence de la dette et du défaut feront rage tout au long des siècles suivants, de Jean-Baptiste Say à James Buchanan en passant par Paul Leroy-Beaulieu ou bien sûr Keynes.

Mais clairement, les libéraux ne sont pas, dans ce débat, là où on aurait pu les attendre. Et c'est sans surprise que les plus radicaux d'entre eux, les libertariens américains, appellent à une répudiation pure et simple de la dette au nom, encore une fois, de l'illégitimité du débiteur¹⁰.

^[10] Le meilleur exemple étant Murray ROTHBARD dans un article de 1981, *Repudiating the National Debt* : « Public creditors are willing to hand over money to the government now in order to receive a share of tax loot in the future. This is the opposite of a free market, or a genuinely voluntary transaction. Both parties are immorally contracting to participate in the violation of the property rights of citizens in the future ».

La longue histoire des défauts souverains.

Si l'idée de défaut est donc parfaitement pensable d'un point de vue libéral, elle est également d'une grande banalité historique.

Rappelons que les premiers défauts souverains furent l'œuvre des Cités grecques au IV^e siècle avant notre ère, refusant de rembourser leurs emprunts au temple de Délos ; que la France fit défaut sur ses dettes souveraines huit fois entre 1500 et la Révolution ; et que **84 pays ont fait défaut sur tout ou partie de leur dette au moins une fois au cours des deux derniers siècles**. Et cela ne concerne pas seulement les Etats africains ou latino-américains qui seront pris en charge dans les clubs de Paris ou de Londres (pour les créances privées) : on trouve dans la liste les Etats-Unis (1862, 1933), l'Allemagne (1932, 1939, 1948), la Grèce (six fois au total), la Russie (sept fois, dont la dernière en 1998), l'Espagne (neuf fois) ou le Royaume- Uni (la dernière fois en 1932)¹¹. Même si, à l'échelle d'une vie ou d'une génération, la mémoire du défaut tend à se perdre, ces chiffres nous rappellent que, dans l'histoire de la dette publique, y compris européenne, le défaut est la règle et le remboursement l'exception.

Sans préjuger de la réponse, la question du défaut sur la dette française nous semble donc, en principe, une question valide.

Moral(e) de la dette.

Avant d'entrer dans l'analyse plus strictement économique et financière de la question, nous aimerions nous interroger brièvement sur le *sens* de la dette pour un pays comme la France – car la dette n'est pas seulement un mécanisme économique ; elle pèse sur la morale, sur le moral d'une nation.

Il y a aujourd'hui un malaise français, noté par d'innombrables commentateurs¹², et dénoncé de manière plus officielle et spectaculaire

^[11] Source : REINHART, CARMEN M.; ROGOFF, KENNETH S., *This time is different: Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.

^[12] Des ouvrages et éditoriaux de Nicolas BAVEREZ à la « société de défiance » dénoncée par les économistes Yann ALGAN et Pierre CAHUC.

fin 2011 par le Médiateur de la République Jean-Paul Delevoye, qui développait l'idée d'un « burn-out de la société française ».

Un récent sondage CSA révèle que 69% des personnes interrogées se disent pessimistes pour l'avenir de la société¹³. Bien des causes ont été avancées. Mais s'est-on jamais demandé si le subconscient français n'était pas profondément affecté par l'idée d'une dette galopante et inextinguible? Etonnamment, le même pourcentage de sondés – 68% exactement – font de la lutte contre les déficits et la dette une priorité¹⁴. L'inquiétude est perceptible. Chacun peut comprendre que le surendettement mène à la ruine. Selon la Cour des Comptes, la dette représentait l'année dernière 62 000 € par ménage, ou encore 67 000 € par personne ayant un emploi. N'y a-t-il pas, chez les Français, et en particulier chez les jeunes générations, une perception sourde de ce passif ?

« On s'aperçoit toujours qu'un gouvernement qui a hypothéqué tous ses revenus sombre nécessairement dans un état de langueur, d'inactivité et d'impuissance. » David Hume, *Du crédit public*

Un fardeau qui n'est pas seulement financier. Nietzsche a vu le premier que le concept moral de «faute» (Schuld) tirait son origine de l'idée toute matérielle de « dette » (Schulden)¹⁵. Ainsi le débiteur est-il peu à peu miné par la mauvaise conscience et transforme-t-il son obligation contractuelle de remboursement en une culpabilité à la cause de plus en plus vague. Le sentiment oppressant d'obligation éternelle et d'urgence perpétuelle transforme peu à peu le créancier en une semi-divinité terrible, source de frayeur autant que d'adoration – ce que l'amour-haine irrationnel des Français pour les « marchés » trahit bien. Le poids de la dette n'empêche-t-il pas la nation de s'épanouir, de croire en l'avenir, de s'ouvrir à la mondialisation, de couper ses liens avec l'idéologie du passé ?

^[13] Sondage CSA/BFMTV, décembre 2012.

^[14] Sondage Harris Interactive/Viadeo, mai 2012.

^[15] NIETZSCHE, *Généalogie de la Morale*, 2^e dissertation, §4.

On touche là au point central de la dette : le conflit des générations. Car ceux qui votent la dette ne sont pas ceux qui doivent la payer.

Or aujourd'hui, la dette finance essentiellement les dépenses de fonctionnement et non d'investissement. « Pour la première fois dans l'histoire fiscale moderne, les gouvernements usent explicitement la dette pour financer les dépenses publiques courantes, incluant les transferts sociaux »¹⁶. Autrement dit, les nouvelles générations doivent payer pour le train de vie de leurs parents, et financer des crédits que ces derniers ont déjà consommés. Si l'on ajoute à cela les thèmes plus classiques de l'exclusion de la propriété¹⁷ et de la dualité du marché du travail¹⁸, on comprend la frustration qui incite aujourd'hui la génération « Y » à s'expatrier en nombre croissant : une récente étude de PricewaterhouseCoopers prévoit une augmentation de 50% des Français expatriés d'ici 2020, essentiellement parmi les jeunes nés dans les années 80 ou après. Les Y risquent bien de dire un jour à leurs aînés, issus de cette génération 68 qui a toujours vécu dans l'insouciance et l'abondance: «Votre dette, nous ne la paierons pas. A vous d'assumer – enfin - les conséquences ».

Une restructuration provoquerait en effet un rééquilibrage générationnel automatique, en affectant l'épargne et en libérant les forces vives de la perspective d'un remboursement sans fin via des impôts toujours croissants. Il lèverait le poids financier et moral, la culpabilité indéfinie qui pèse aujourd'hui sur la jeunesse française. Il accomplirait une sorte de sacrifice libérateur du Père, tirant un trait sur des décennies de mauvaise gestion et d'irresponsabilité.

Ces considérations un peu rapides se sont éloignées à dessein de la stricte vérité des chiffres pour indiquer quelques pistes de réflexion plus subjectives, et illustrer le fait que la dette est un sujet qui dépasse largement la comptabilité budgétaire.

^[16] *The New Palgrave. A Dictionary on Economics*, « Public Debt ».

^[17] Selon *The Economist* dans son « Global House Prices » (janvier 2013), la France est le pays où les prix de l'immobilier sont les plus surévalués dans le monde – à la fois par rapport aux loyers (+ 50%) et par rapport au revenu moyen disponible (+ 35%).

^[18] Le taux de chômage des jeunes actifs en France (moins de 25 ans) était en janvier 2013 de 25,5% contre 10,7% pour l'ensemble de la population (source : Eurostat).

PARTIE 2

Une dette hors de contrôle et étouffante pour l'économie.

Pour évaluer le coût d'opportunité d'une restructuration, il faut tout d'abord s'interroger sur le coût d'une absence de restructuration.

Qu'en est-il de la dette française aujourd'hui, et quels sont exactement le poids et la nature des engagements que l'Etat doit honorer chaque année ?

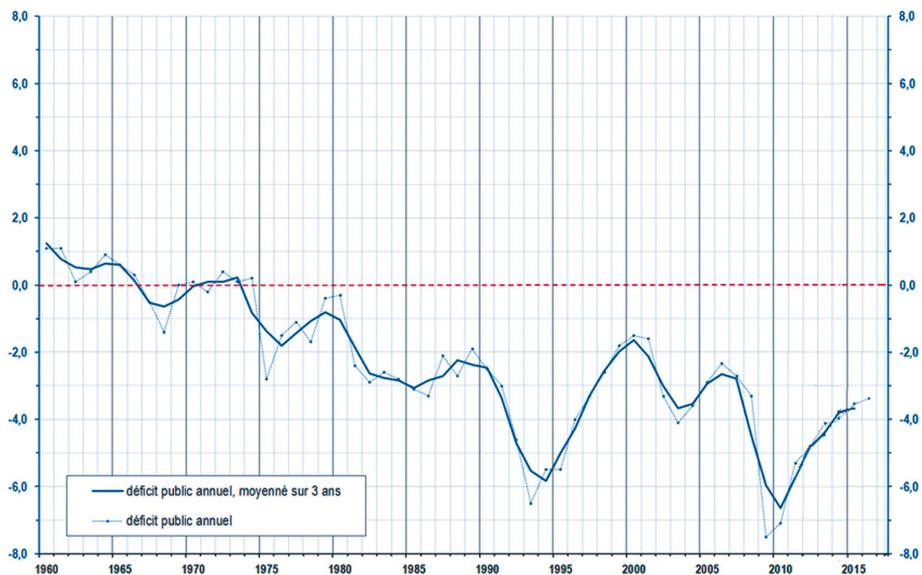
2.1 UN NIVEAU EN SOI CONSIDÉRÉ COMME NOCIF.

Quand la dette publique (dette cumulée de l'Etat, des collectivités publiques et de la sécurité sociale) a dépassé les 90% du PIB en septembre 2012, un seuil d'alerte symbolique a clairement été franchi. Rappelons qu'elle ne représentait que 20% du PIB en 1980.

2.1.1. Une évolution quantitative et qualitative inquiétante.

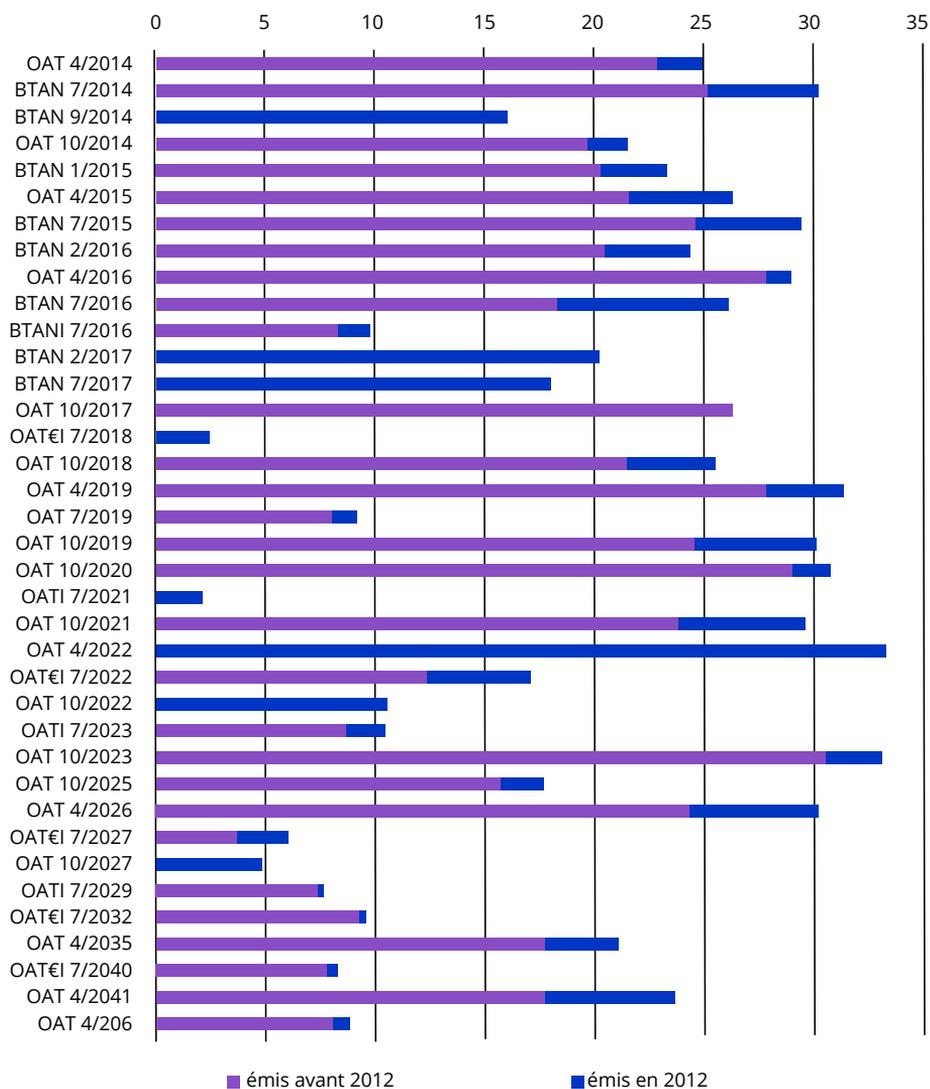
Depuis 1974, la France n'a plus exécuté un seul budget équilibré. Indépendamment des gouvernements, des orientations politiques, des impératifs européens, du taux d'inflation, des taux de croissance ou des taux d'intérêts, le déficit budgétaire de la France a oscillé entre 0.3% (1980) et 7.5% (2009). Comme l'affirme l'Institut Montaigne, « en deux décennies, de 1989 à 2010, le solde structurel, c'est-à-dire l'écart entre les dépenses et les recettes hors effet de conjoncture, s'est dégradé de 3.7 points de PIB ».¹⁹ Nous fêterons en 2014 les 40 ans d'un budget constamment déficitaire.

¹⁹ INSTITUT MONTAIGNE, « Redonner sens et efficacité à la dépense publique », Nov. 2012, p.9.



Source : INSEE, comptes nationaux, tableau 3.106

En conséquence, la dette de la France a augmenté sans discontinuer en valeur nominale depuis 1974. Ce stock de dette se traduit naturellement par des engagements à long terme qui obèrent d'avance les marges de manœuvre des futurs gouvernements. Si la France arrêta par miracle d'emprunter demain, le tableau ci-dessous donne une idée saisissante de ce qui lui resterait à payer pour régler son ardoise (en Md€). Notons au passage que l'Etat s'est déjà engagé à rembourser un peu moins de 10 Md€ en avril 2060, soit quand la plupart des lecteurs (et des rédacteurs...) de ce papier seront décédés. « Faire payer nos enfants » est donc loin d'être une métaphore.

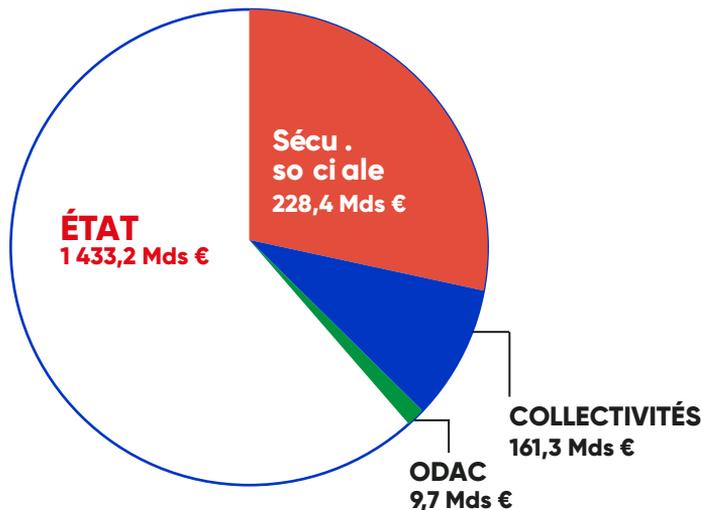


Source : Bulletin mensuel de l'AFT 272, janvier 2013

Au-delà de son montant galopant, c'est la composition de la dette publique qui inquiète.

La dette cachée : collectivités locales et Sécurité sociale.

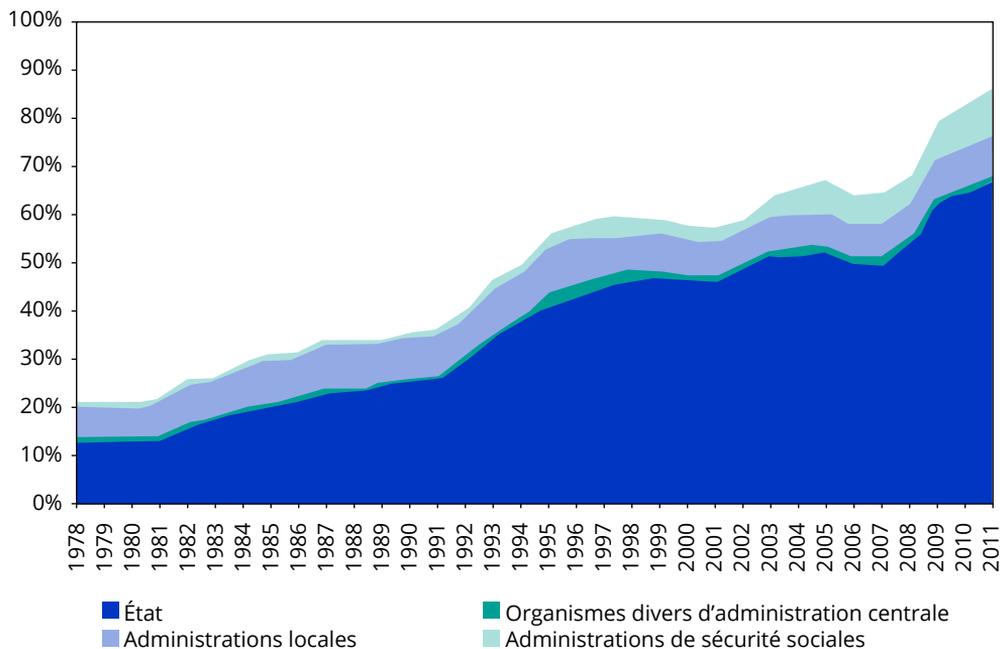
La dette publique est composée de quatre éléments distincts : la dette de l'Etat (dette souveraine), la dette des collectivités locales, les dettes sociales, et les dettes de divers opérateurs d'Etat (ODAC), notamment le réseau ferroviaire RFF. En France, la dette de l'État représente plus de trois quarts de la dette publique totale. Elle a presque doublé en 10 ans (+92%), passant de 746 milliards en 2002 à 1433 milliards en 2012.



Source : INSEE

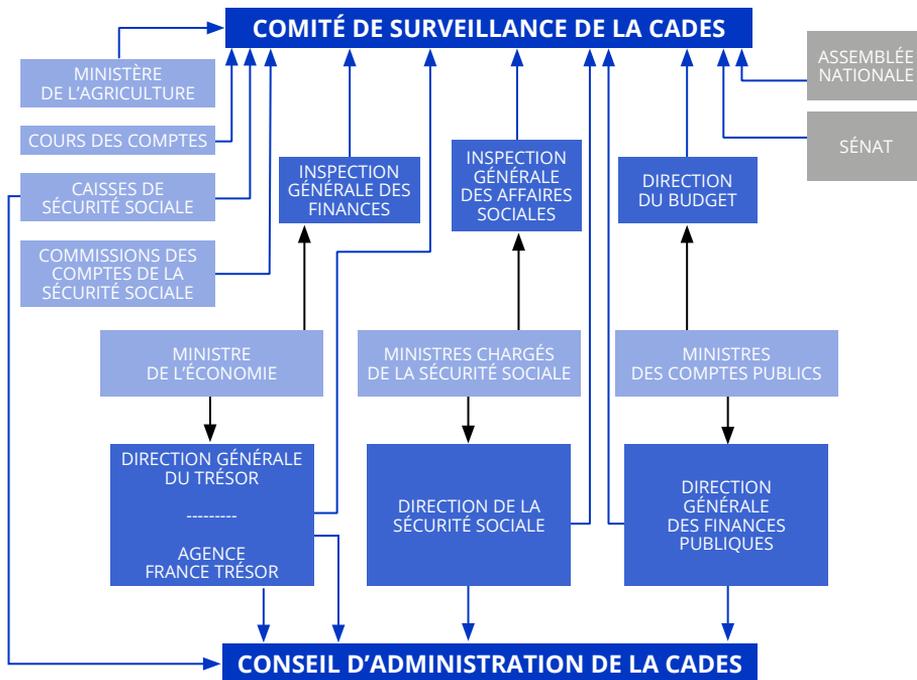
La tendance la plus troublante et la moins bien connue est bien sûr celle de la **dette sociale (Sécu), qui a littéralement explosé depuis 2002, passant de 3 à 11.3% du PIB, soit 228,4 milliards d'euros.**

Évolution de la dette des différentes administrations publiques (% PIB)



Source : INSEE, Direction du Budget

Discrètement émise depuis 1996 par la CADES (Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale), qui emprunte à des conditions légèrement plus défavorables que l'AFT, la dette sociale vient donc s'ajouter à la dette souveraine stricto sensu. L'Etat a reporté une partie de son endettement sur une sorte de caisse séparée, bombe à retardement qui serait la première à pâtir d'une tension sur les marchés. Regardons pour sourire le schéma de gouvernance de la CADES, si typique de la dilution administrative des responsabilités, et dans lequel interviennent des organismes aussi experts en gestion d'émission de dette que le ministère de l'Agriculture.



Source : ?

La dette non comptabilisée : les engagements hors bilan de l'Etat.

Cette dimension des engagements de l'Etat ne sera pas abordée dans la présente étude mais elle mérite d'être rappelée. En premier lieu, l'Etat accorde sa garantie sur des dettes émises par d'autres entités publiques et privées. En comptabilité de Maastricht, la dette garantie n'est pas comptabilisée dans le ratio de dette lorsque l'émetteur n'est pas lui-même une administration publique. En France, l'Etat est très souvent sollicité pour accorder de telles garanties, récemment lors du sauvetage des banques au plus fort de la crise de 2008 (et récemment au bénéfice de Dexia et du CIF). L'Etat est également le garant en dernier ressort de la dette de la SNCF, des emprunts de l'Unedic et des fonds du Livret A, même si cette garantie n'est pas explicite. En second lieu, les régimes sociaux constituent autant d'engagements à verser des pensions aux retraités dans l'avenir, ce qui constitue donc une forme d'engagement financier potentiel qui mériterait d'être comptabilisé. En dépit des réformes des retraites successives, ces engagements

de retraite portent en France, comme dans les autres grands pays de l'OCDE, sur des montants considérables. En 2011, l'Institut Montaigne évaluait la dette publique sociale à près des trois quarts de la dette publique totale ! **On le voit, les engagements financiers d'un Etat sont potentiellement sans limite.** La dette publique, entendue dans un sens restreint, doit donc impérativement être limitée afin de laisser à l'Etat des marges financières suffisantes pour porter des engagements hors bilan.

La dette finance essentiellement des dépenses de fonctionnement.

Comme Adam Smith, nous nous méfions de toute dette publique, dans la mesure ou « plus la dette publique se sera accumulée, plus il sera devenu indispensable de s'occuper sérieusement de la réduire, (...) moins alors il est à présumer que la dette publique puisse être réduite a un degré un peu considérable ».

On peut néanmoins différencier – classiquement - la « bonne dette » de la « mauvaise dette ». La bonne dette est celle qui sert à financer l'avenir, les infrastructures de transport, les universités, l'innovation et les centres de recherche fondamentale dont le secteur privé et la population bénéficieront sur le moyen et long termes. La mauvaise dette est celle qui sert à financer les dépenses courantes de la collectivité, notamment les innombrables subventions publiques et les prestations sociales servant à soutenir la consommation. De ce point de vue, la dette publique maintenue à un niveau raisonnable (60% si l'on reprend les critères de Maastricht) peut être bénéfique : le but pour un Etat n'est pas l'endettement zéro.

Or, le rapport Pébereau de 2005 a montré que « les administrations publiques consacrent à l'investissement une part de moins en moins importante de leurs dépenses ». **Aujourd'hui, l'administration elle-même, dans son Rapport sur la dépense publique et son évolution (qui accompagne le PLF 2013), évalue à 6% des dépenses publiques les dépenses d'investissement, le reste étant consacré aux dépenses de fonctionnement ou de transfert.** L'Etat s'endette donc pour financer un train de vie, non pour préparer l'avenir.

2.1.2. Les conséquences d'un surendettement.

L'histoire économique a montré qu'un ratio de 90% de dette sur PIB constitue un seuil critique de surendettement²⁰. Ce seuil de 90% n'est pas qu'un seuil psychologique. C'est avant tout un seuil économique à partir duquel il devient extrêmement complexe de se désendetter. En moyenne, il fallut 23 ans aux économies ayant une dette supérieure à 90% pour retrouver un niveau de dette inférieur à 90%. Depuis 1880, la France a connu deux épisodes de surendettement, tous deux durant environ 25 ans et tous deux dûs aux guerres (1880-1905 et 1920-1945).

Surtout, c'est le seuil à partir duquel l'impact sur la croissance est le plus fort. Kumar et Woo (2010) ont démontré dans une analyse de 38 économies développées et émergentes une relation inverse entre niveau d'endettement initial et croissance. Pour chaque 10 points de PIB d'endettement, la croissance économique était imputée de 0.2% par an, avec une corrélation forte pour les taux d'endettements supérieurs à 90%. Cette corrélation reste empirique et la relation de causalité peut toujours être contestée, mais les faits sont troublants. Si on applique cette corrélation à la France, la dette représente un manque à gagner de plus de 100 milliards d'euros par an de richesse nationale dès 2017, et de plus de 200 milliards par an dès 2022.

Cette analyse est d'ailleurs reprise de manière tout à fait officielle par les plus hautes autorités économiques de l'Etat. Christian Noyer, Gouverneur de la Banque de France, écrit ainsi, citant les mêmes auteurs que « l'augmentation des ratios de dette/PIB a mené les économies avancées en territoire inconnu. Comme le notent Reinhart et Rogoff dans leur étude majeure, *This time is different*, tous les pays dont le ratio a dépassé 80 % ont connu de longues périodes de faible croissance et d'instabilité financière. »²¹ **L'analyse traditionnelle de la dette en termes de ratio de PIB n'est cependant pas entièrement satisfaisante** dans la mesure où c'est le poids de la dette dans le budget de l'Etat qui importe vraiment (cashflow) plus que son niveau relatif à la richesse du pays (stock). C'est ce cashflow particulièrement inquiétant qu'il nous faut à présent examiner.

^[20] REINHART C., REINHART V., ROGOFF K., « Public Debt Overhangs », *Journal of Economic Perspectives*, Volume.

^[21] *Revue de Stabilité Financière*, Banque de France, avril 2012.

2.1.3. L'absence de marges de manœuvre budgétaire.

Un besoin de financement a doublé depuis 2001.

Le besoin de financement, c'est-à-dire la somme à emprunter sur les marchés, est établi chaque année par la loi de finances. Ce besoin de financement se compose de trois éléments : la balance primaire des administrations publiques (qui peut être un surplus, comme en 2000, 2006 et 2007) ; la charge de la dette (les taux d'intérêt annuels payés par la France à ses créanciers) ; et le remboursement des échéances de la dette (l'amortissement du principal). Ce besoin de financement s'établit, pour 2013, à 171,1 milliards d'euros. Il était en 2001 de 90,6 milliards d'euros.

<i>En milliards d'euros</i>	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Besoin de financement total	85.6	90.6	109.6	119.5	112.9	112.9	115.8	104.9	164	246.2	236.9	188.6	182.8	171.1
<i>Dont amortissement de la dette</i>	<i>57.1</i>	<i>51.3</i>	<i>59.4</i>	<i>62.5</i>	<i>66.5</i>	<i>65.6</i>	<i>77.6</i>	<i>69.1</i>	<i>97.6</i>	<i>110.2</i>	<i>82.9</i>	<i>94.9</i>	<i>97.9</i>	<i>107.9</i>
<i>% du besoin de financement total</i>	<i>66.7%</i>	<i>56.6%</i>	<i>54.2%</i>	<i>52.3%</i>	<i>58.9%</i>	<i>58.1%</i>	<i>67.0%</i>	<i>65.9%</i>	<i>59.5%</i>	<i>44.8%</i>	<i>35.0%</i>	<i>50.3%</i>	<i>53.6%</i>	<i>63.1%</i>
Déficit budgétaire	28.5	39.3	50.2	57	46.4	47.3	35.4	34.6	56.4	134.7	149.6	93.1	83.6	61.6
<i>% du besoin de financement total</i>	<i>33.3%</i>	<i>43.4%</i>	<i>45.8%</i>	<i>47.7%</i>	<i>41.1%</i>	<i>41.9%</i>	<i>30.6%</i>	<i>33.0%</i>	<i>34.4%</i>	<i>54.7%</i>	<i>63.1%</i>	<i>49.4%</i>	<i>45.7%</i>	<i>36.0%</i>
<i>Dont Intérêts payés</i>	<i>41.5</i>	<i>36.7</i>	<i>38.1</i>	<i>37.6</i>	<i>38.1</i>	<i>38.9</i>	<i>38.9</i>	<i>39.5</i>	<i>44.5</i>	<i>37.6</i>	<i>40.5</i>	<i>46.3</i>	<i>48.8</i>	<i>46.9</i>
<i>Dont déficit primaire (hors intérêts)</i>	<i>13</i>	<i>-2.6</i>	<i>-12.1</i>	<i>-19.4</i>	<i>-8.3</i>	<i>-8.4</i>	<i>3.5</i>	<i>4.9</i>	<i>-11.9</i>	<i>-97.1</i>	<i>109.1</i>	<i>-46.8</i>	<i>-34.8</i>	<i>-14.7</i>
Total remboursement plus intérêt	98.6	88	97.5	100.1	104.6	104.5	116.5	108.6	142.1	147.8	123.4	141.2	146.7	154.8

Source : Agence France Trésor / GenerationLibre

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du besoin de financement de la France depuis 2000, ainsi que sa répartition entre les différents postes.

Il faut noter que cette présentation officielle du besoin de financement de l'Etat ne donne qu'un aperçu partiel de l'ensemble des besoins de financement des administrations publiques. Dans son rapport sur la France au titre de l'Article IV, le Fonds Monétaire International applique une méthode comptable plus globale pour estimer le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques en tenant compte des dettes sociales, de la dette des collectivités locales et, point important, du refinancement de la dette à court terme de l'Etat (167Md€ fin 2012).

Au total, en 2013, le besoin de financement agrégé des administrations publiques était évalué à 348 Md€ (16,7% du PIB) par le FMI, soit le double du besoin de refinancement affiché en loi de finances. Ce besoin de refinancement total place la France en tête des pays de la zone euro derrière la Grèce.

15% des recettes de l'Etat sont consacrées à payer la charge de la dette publique, qui constitue le second poste budgétaire.

Alors qu'en 2001, la France devait rembourser 51,3 milliards d'euros de principal et verser 36,7 milliards d'intérêts, soit une charge totale de la dette de 88,0 milliards, elle devra mobiliser en 2013 près du double, soit 154,8 milliards d'euros, dont 107,9 milliards de remboursement de principal et 46,9 milliards d'intérêts.

Notons néanmoins que la charge de la dette pèse directement sur les dépenses budgétaires de l'Etat alors que le remboursement du capital des emprunts passés est une opération de trésorerie couverte par les nouveaux emprunts publics. On parle de « refinancement » de la dette, un Etat, contrairement à un ménage étant en mesure de renouveler en permanence ses emprunts.

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des recettes de l'Etat pour les années 2011, 2012 et 2013, ainsi que la charge du service de la dette. Il en découle que **15% du budget de l'état est consacré au paiement des intérêts de la dette, ce qui absorberait la majeure partie de l'impôt sur le revenu.**

En Mds €	2011	2012	2013
Recettes fiscales nettes	255	270,3	298,5
Impôt sur le revenu	51,5	59	72,6
Impôt sur les sociétés	39,1	40,3	52,3
TVA	131,9	136,7	141,4
Taxe sur les produits énergétiques	14,3	13,6	13,8
Autres recettes fiscales	18,3	20,7	18,4
Recettes non fiscales	16,4	14	14,1
Total des recettes de l'État	271,4	284,3	312,6
Charge d'intérêts	46,3	48,8	46,9
Service de la dette (Principal + intérêts)	141,2	146,7	154,8
Charge d'intérêts / Recettes totales nettes	17,1%	17,2%	15%

Source : PLF 2013 / GenerationLibre

L'absolue obligation de rembourser les emprunts passés par de nouveaux emprunts explique l'angoisse grandissante des pouvoirs publics vis à vis des tensions observées sur les marchés de la zone euro. La crise a en effet montré qu'un « refus de prêter » des créanciers privés est une possibilité en Europe. Avec une maturité moyenne qui tend vers 10 ans, **c'est en moyenne 170 milliards que la France devra rembourser par an de principal au titre de ses emprunts a long terme.**

La dette lie donc les mains des gouvernements et empêche tout renouvellement des politiques publiques. Elle limite considérablement l'exercice du choix démocratique. On comprend donc mieux les cris d'angoisse récurrents des responsables nouvellement élus s'apercevant que la charge de la dette réduit comme peau de chagrin leurs marges de manœuvre financière. On connaît la formule célèbre de François Fillon, Premier ministre, en 2008 : « Je suis le chef d'un Etat en faillite ». C'est loin d'être une parole en l'air : François Fillon enfonce le clou en novembre 2011 en déclarant : « Le mot de faillite n'est plus un mot abstrait ». Le Gouvernement suivant reprendra précisément les mêmes termes, par la bouche de Michel Sapin, Ministre du Travail, en janvier 2013 : « Il y a un Etat, mais c'est un Etat totalement en faillite ».

Dans un sondage effectué à la suite de cette dernière déclaration²², 63% des Français se disent d'ailleurs en accord avec cette analyse, preuve que la conscience de l'urgence est désormais acquise parmi la population. La France n'est pas en faillite dès lors qu'elle continue à avoir accès aux marchés financiers pour « rouler sa dette », mais la garantie de pouvoir le faire en toutes circonstances à l'avenir est de moins en moins certaine. Le risque de faillite est une réalité.

2.2 UNE TRAJECTOIRE HORS DE CONTRÔLE.

« Il ne serait guère plus prudent de donner à un fils prodigue un crédit chez tous les banquiers de Londres que de donner à un Etat le pouvoir de tirer de cette manière des lettres de change sur la postérité. »

David Hume, Du crédit public

Le désendettement du pays représente, au moins formellement, une priorité régulière – et un échec tout aussi régulier – des ministres des finances réussis. Thierry Breton fut l'un de ses porte-voix les plus démonstratifs, et chercha à prendre au sérieux les conclusions du rapport Pébereau. Écoutons-le le 29 juin 2006, lors de la préparation du budget 2007 au Sénat : « J'en viens maintenant au cœur de ce débat d'orientation budgétaire: l'engagement national de désendettement. Celui-ci doit nous permettre de parvenir à l'équilibre des comptes publics et de ramener notre endettement sous les 60% du PIB, en 2010 au plus tard (...) Ce programme pluriannuel de désendettement, ce n'est pas *vous verrez plus tard* : vous pouvez juger sur pièces dès aujourd'hui. »

Prenons Thierry Breton au mot et jugeons sur pièces six ans après son discours. La trajectoire de la dette publique, loin d'amorcer le moindre désendettement, annonce plutôt le surendettement.

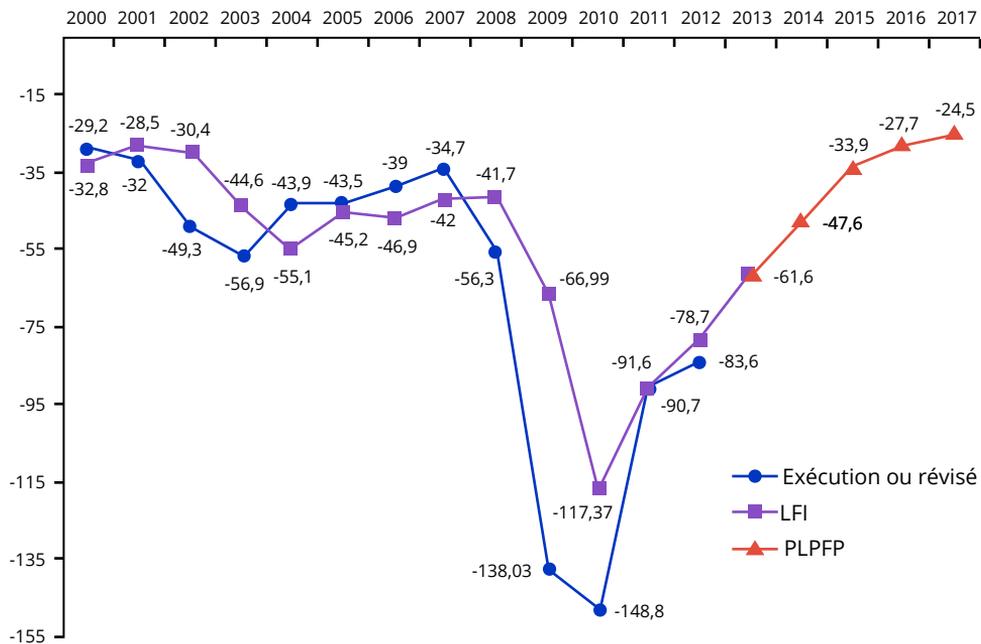
^[22] CSA pour BFM TV, 31 janvier 2013.

2.2.1. Un déficit primaire difficile à stabiliser.

En juillet 2012, La Cour des Comptes, dans son rapport sur "La situation et les perspectives des finances publiques", a noté que le déficit primaire français (c'est-à-dire hors charge des intérêts de la dette), à environ 2% du PIB, est plus élevé que les moyennes communautaires (0,7 % du PIB pour la zone euro et 1,3 % pour l'Union européenne, hors France), et que « la persistance de cette situation singularise la France parmi les grands Etats européens» (par comparaison, l'Italie, même si elle a dépassé les 120% de dette sur PIB, dégage un excédent primaire). Ce déficit primaire s'explique non par un niveau d'impôt faible (il est l'un des plus élevés des pays de l'OCDE, avec 44,9% du PIB prélevés sous forme d'impôt et cotisations diverses, et 51,7% quand on prend en compte l'ensemble des recettes publiques), mais par des dépenses publiques très élevées (atteignant près de 57% du PIB, comparé aux 46% de PIB en Allemagne, soit 11% de PIB en plus).

Le solde primaire s'est ainsi effondré depuis 2008, passant d'un relatif équilibre à un déficit record de près de 5% de PIB en 2010 sous l'effet de la récession historique de 2009. Depuis, la tendance est à une réduction relative, le gouvernement s'aventurant même à annoncer un retour à un solde positif d'ici 2014.

Quoiqu'il en soit, ce déficit primaire jusqu'à présent persistant explique que le déficit budgétaire proprement dit reste irrémédiablement négatif, y compris dans les prévisions les plus généreuses de la loi de programmation des finances publiques 2012-2017. La Commission Européenne estime de son côté dans ses prévisions de février 2013 que le déficit demeurera élevé, à 3,7% en 2013 et à 3,9% en 2014.



Source : Commission des Finances

Dans ces circonstances, on voit mal comment la dette publique française pourrait « se réduire ». Une diminution en valeur nominale de la dette n'est possible qu'à condition que l'Etat dégage des excédents budgétaires nets, ce qui semble hors de portée pour encore une longue période. Une diminution du ratio de dette est moins difficile à obtenir dès lors que le déficit primaire est ramené à zéro et que la croissance permet à l'augmentation de la dette (du fait du déficit résiduel créé par la charge de la dette) de rester inférieure à l'augmentation en valeur du PIB. Néanmoins, les faibles perspectives en ce domaine assombrissent également les perspectives du gouvernement.

2.2.2 Le cercle vicieux du revolving.

On l'a vu, le remboursement d'une échéance est assuré par une nouvelle émission qui couvre aussi le besoin de financement additionnel.

Les anciens « orthodoxes » de la discipline budgétaire parleraient

de « traites de cavalerie » : on emprunte pour rembourser les emprunts passés, mais aussi pour payer les intérêts ; de nos jours, on appelle cela « l'ingénierie financière ».

Dans l'incapacité de produire un excédent budgétaire depuis 39 ans, la France n'a en effet qu'une option : emprunter pour rembourser.

C'est le revolving. Le besoin de financement est intégralement financé par l'emprunt (émission de dette nouvelle). Par exemple, en 2013, la France devra emprunter 171,1 milliards d'euros. De cette somme, elle utilisera 107,9 milliards pour rembourser ses dettes existantes.

« Notre moderne expédient, qui est devenu très général, est d'hypothéquer les revenus publics et de compter sur la postérité pour payer les dettes contractées par ses ancêtres, et cette postérité, ayant sous les yeux le si bon exemple de leurs sages pères, a la même confiance prudente en sa postérité qui, finalement, plus par nécessité que par choix, est obligée de placer la même confiance en une nouvelle postérité. »

David Hume, Du crédit public

La France, de ce fait, recycle sa dette auprès des marchés. En 2013, elle recyclera environ 6% de sa dette totale. L'échéancier de l'AFT montre que près de 1,400 milliards devront être remboursés d'ici 2020 (maturités de 7 ans en moyenne).

Negotiable government debt outstanding since 2005

EUR billion	end 2005	end 2006	end 2007	end 2008	end 2009	end 2010	end 2011	end of Dec. 2012	end of Jan. 2013
Negotiable government debt outstanding	877	877	921	1,017	1,148	1,229	1,313	1,386	1,382
<i>of which index-linked securities</i>	90	110	132	152	148	159	166	173	175
OAT	593	610	641	681	719	816	888	950	965
BTAN	189	200	202	198	215	226	247	270	252
BTF	95	66	78	138	214	187	178	167	166
Swaps outstanding	52	44	42	28	20	16	13	10	10
Average maturity of the negotiable debt									
before swaps	6 years 267 days	7 years 45 days	7 years 51 days	6 years 292 days	6 years 246 days	7 years 68 days	7 years 57 days	7 years 37 days	7 years 50 days
after swaps	6 years 228 days	7 years 16 days	7 years 29 days	6 years 276 days	6 years 233 days	7 years 60 days	7 years 52 days	7 years 34 days	7 years 47 days

Source : AFT, bulletin du 31 janvier 2013

Hélas, le revolving ne peut être une solution soutenable, car il implique deux dépendances majeures – vis-à-vis des marchés et vis-à-vis des fluctuations de taux d'intérêt. Notre endettement apparemment facile et sans limite n'est possible que grâce à un environnement financier extrêmement favorable et qui ne peut être éternel.

2.2.3. Le risque croissant d'une appréciation des taux d'intérêt.

« Comme les étrangers possèdent une grande partie de nos fonds nationaux, le public est ainsi tributaire d'eux et cela peut, avec le temps, causer un déplacement de notre population et de notre activité. » David Hume, *Du crédit public*

Certains se réjouissent que la France puisse « placer sa dette » sur les marchés financiers à des conditions d'intérêt extraordinairement favorables (moins de 2% à 10 ans en 2012, taux négatifs sur certaines échéances courtes), ce qui montrerait une confiance toujours renouvelée en la solidité de ses fondamentaux, ou même en sa capacité à se réformer. La réalité est plus subtile.

Un contexte international et réglementaire favorable.

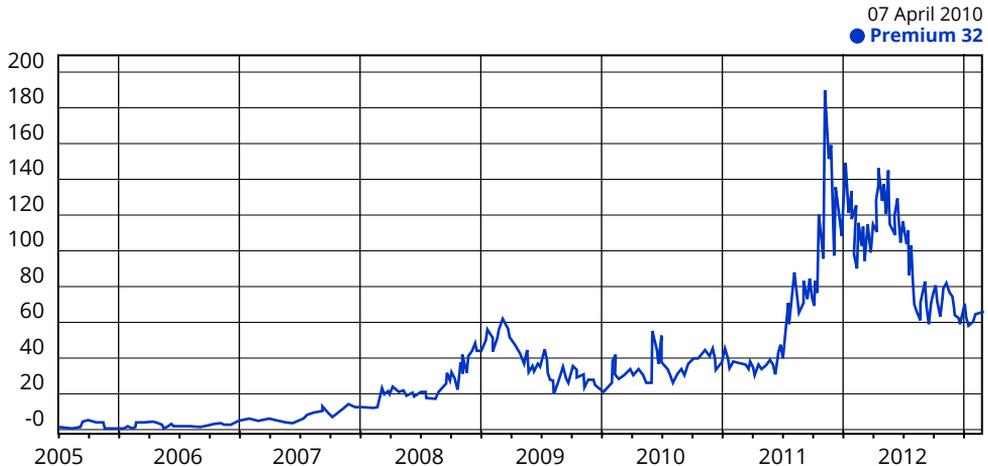
Les banques centrales maintiennent aujourd'hui des taux très bas pour éviter d'accentuer les effets de la récession. Les investisseurs institutionnels, qui disposent eux-mêmes de beaucoup de liquidités à placer, continuent à investir massivement dans les obligations d'Etat qui bénéficient d'un traitement de faveur du point de vue du capital réglementaire des banques et en particulier du souverain domestique. Une banque française détenant des OAT n'a aucune charge en capital. De plus, les nouvelles règles prudentielles qui obligent les banques à détenir des actifs liquides pour des montants importants privilégient les obligations souveraines. **Subtilement, les règles prudentielles décidées par les Etats (Bâle III, Solvency II) encouragent ainsi les marchés à leur prêter de l'argent...**

La plupart des investisseurs institutionnels cherchent bien sûr à diversifier leur portefeuille afin de réduire leur exposition au souverain. On voit les compagnies d'assurance investir de plus en plus dans le financement de l'infrastructure ou de l'immobilier commercial, et même dans le prêt direct aux entreprises. Néanmoins, une telle diversification nécessite d'acquérir un véritable savoir-faire, ce qui prendra du temps, et se heurte à des règles prudentielles moins favorables. Ce mouvement reste donc lent et limité aux acteurs les plus sophistiqués.

Dans ce contexte, la forte demande en OAT françaises est en grande partie un choix « par défaut ». Les banques cherchent à limiter leur exposition aux souverains périphériques européens jugés trop risqués. Mais il leur est difficile d'investir massivement dans le Bund allemand dont le taux est beaucoup trop bas pour être économiquement attractif. De plus, il existe un comportement facilement observable de « nationalisme » face au risque systémique. On préfère prendre un risque que l'on pense comprendre (celui de la France) plutôt que d'aller s'essayer à un risque étranger.

Un indicateur plus pertinent pour définir le risque relatif de la France est le **différentiel de taux d'emprunt (le « spread ») entre la France et l'Allemagne**. Le graphique ci-dessous illustre bien la tendance longue depuis 2005, qui trahit un différentiel croissant depuis 2007 entre les deux pays, peu flatteur pour la France.

France risk premium evolution compare to Germany



Source : Bloomberg.

Une situation précaire.

Comme on a pu l'observer en Italie, **la crédibilité accordée par les marchés aux gouvernements est extrêmement volatile**. La France s'est placée de ce point de vue dans une situation particulièrement fragile en indexant de plus en plus ses obligations sur l'inflation (OATi), en raccourcissant les échéances des obligations émises pour capturer le bénéfice des taux court terme plus bas, et en se finançant essentiellement auprès des investisseurs internationaux. Cette stratégie permet de maintenir les taux relativement bas mais rend la France dépendante d'une crispation soudaine des marchés.

Le cas italien illustre bien comment un pays européen majeur peut perdre la confiance des marchés sur une période extrêmement courte (9 mois). L'envolée des taux des BTP italiennes en 2011 a contraint le gouvernement Berlusconi à la démission, tandis que les réformes structurelles mises en place par le gouvernement Monti ont

conduit la BCE à intervenir pour rétablir la confiance des marchés et amené une baisse spectaculaire des taux. **Il faut l'admettre, l'état de grâce actuel dont bénéficie la France sur les marchés n'est aucunement une garantie pour l'avenir.** Déjà fin 2011, le « spread » France-Allemagne a connu un pic à près de 200 points de base lors de la phase la plus aigüe de la crise de l'euro. Il suffirait d'un choc extérieur ou d'une forte contraction de la liquidité mondiale pour mettre au grand jour une situation de faiblesse sous-jacente et déclencher une hausse des taux dont l'effet serait rapidement dévastateur.

2.2.4. La situation d'un ménage en faillite.

La comparaison traditionnelle des finances de l'Etat avec le budget d'un ménage est quelque peu factice et méthodologiquement contestable. Néanmoins, elle permet de se faire une idée plus concrète des flux en jeu.

« Le cas de l'Etat serait-il si différent du cas d'un individu qu'il nous faille établir des maximes différentes pour la conduite de chacun? Si les fonds du premier sont plus importants, ses nécessaires dépenses le sont aussi. »

David Hume, Du crédit public

Si donc la France était un ménage gagnant 24,000 euros par an²³, ce ménage consommerait (dépenserait) 24,875 euros, devrait rembourser 8,284 euros de principal auquel s'ajouteraient 3,601 euros d'intérêts. C'est ainsi 11,885 euros, soit presque la moitié de son revenu, que ce ménage paierait à son banquier chaque année. Pour combler ce trou, ce ménage emprunterait à sa banque (la même ou une autre) 13,136 euros en 2013. La dette totale de ce ménage s'établirait en fin d'année à environ 6 fois son revenu annuel, soit 144,000 euros. Le prêteur ne peut être remboursé que par la contraction d'une nouvelle dette auprès d'un autre banquier à échéance.

^[23] Le salaire moyen en France selon l'INSEE.

PARTIE 3

Les réponses traditionnelles impuissantes.

3.1 LES PRÉVISIONS DE DÉSENETTEMENT DU GOUVERNEMENT DÉJÀ DÉPASSÉES.

Le PLF 2013 envisage une diminution de la dette publique de 91,3% du PIB en 2013 à 82,9% du PIB en 2017, soit une réduction de près de 8,4% points de PIB. Les hypothèses du PLF pour arriver à cette diminution sont les suivantes : croissance de 2% par an de 2014 à 2017, augmentation significative des prélèvements publics et réductions budgétaires importantes. Or, chacun de ces éléments prévisionnels est contestable. Il a déjà été acté par le gouvernement que l'objectif de déficit budgétaire de 3% pour l'année 2013 ne serait pas tenu.

Pis, même avec ces hypothèses optimistes, la dette diminue difficilement, de 2,88% en cinq ans, passant d'un pic de 1 907 milliards d'euros en 2013 à 1 852 milliards d'euros en 2017.

<i>En milliards d'euros</i>	2013	2014	2015	2016	2017
Prévision PLF 2013 de croissance du PIB	0.80%	2%	2%	2%	2%
PIB d'après PLF 2013	2,089	2,106	2,148	2,191	2,234
Dette publique (en % du PIB)	91.3%	90.5%	88.5%	85.8%	82.9%
Dette publique	1,907	1,905	1,901	1,880	1,852
Réduction de la dette publique	N/A	- 2	- 5	-21	- 27

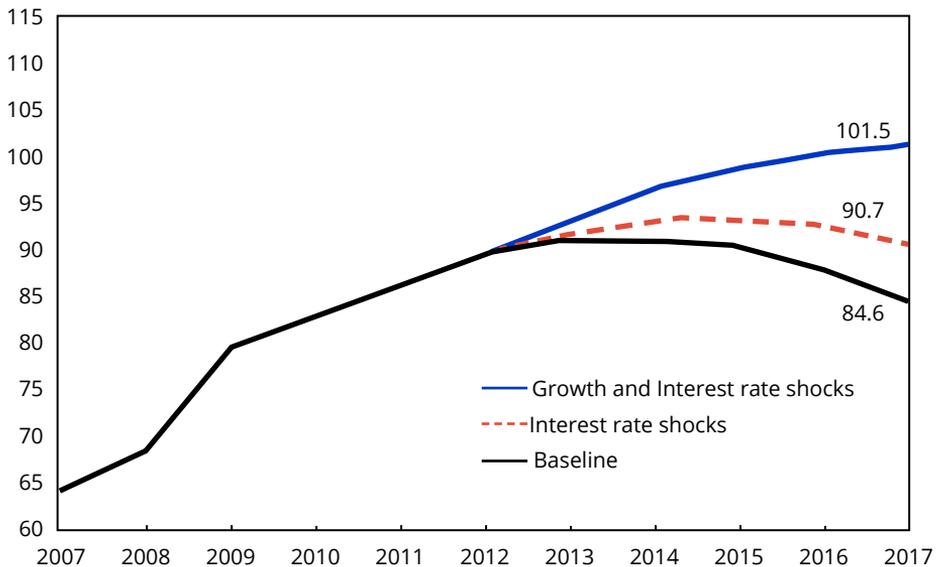
Source : PLF 2013

Des institutions de poids ont depuis un certain temps déjà mis en cause ce scénario d'ores et déjà obsolète. Le gouvernement semble être le seul à croire encore que la dette française puisse refluer en 2014, alors que tous les scénarios indépendants, y compris les plus conservateurs («baseline scénarios»), prévoient une poursuite de l'augmentation.

	Gouvernement	FMI	Fitch	Commission Européenne	OCDE
Prévisions de dette publique pour 2014	90,5%	91,3 %	94%	95%	95,8%

Source : GenerationLibre

Combined Growth and Interest Rate Shocks
(Percent)



Sources : IMF staff estimates

L'agence de notation Fitch note même que ce niveau d'endettement placerait la France dans la pire situation de tous les pays de la zone euro notés AAA par Fitch, et constituerait la limite extrême d'un niveau d'endettement compatible avec la préservation de cette note.

Quant au FMI, il élabore, dans son récent rapport sur la France²⁴, un scénario plus sombre. Dans l'hypothèse assez réaliste d'un double choc sur les taux d'intérêt (en hausse) et sur la croissance (atone), la dette dépasserait les 100% dès 2016 et poursuivrait ensuite sa progression incontrôlable.

^[24] Article IV, rapport 12/342, décembre 2012, Annexe III : « Debt Sustainability Analysis ».

3.2 QUELS OUTILS POUR RÉDUIRE L'ENDETTEMENT EN CONTINUANT À HONORER TOUTES NOS CRÉANCES ?

Le monde développé a connu plusieurs épisodes de fort surendettement public au XXe siècle, notamment les Etats-Unis (1946-1950), le Royaume-Uni (1930-37 puis 1947-73), l'Allemagne (1947-51) et la France (1920-26 puis 1946-51). En étudiant ces cas, on s'aperçoit que les facteurs qui ont permis le désendettement sans restructuration sont au nombre de trois²⁵ :

- une **croissance réelle et nominale forte** (« l'hypercroissance »).
- une **politique monétaire expansionniste** amenant les taux d'intérêt à long terme en dessous des taux de croissance et déclenchant l'inflation (« hypermonétisation »).
- une **politique budgétaire très restrictive** (« l'hyperfiscalité » et « l'hypercraustérité »), par ailleurs la méthode la moins efficace.

Étudions comment ces **solutions classiques au surendettement** pourraient s'appliquer au cas français.

3.2.1. L'hypercroissance.

L'augmentation du PIB a un double impact positif sur la dette publique. Premièrement, lorsque le PIB augmente, le ratio dette/PIB diminue mathématiquement. **C'est une telle hyper croissance qui a permis, par exemple, à la Turquie de diminuer son ratio d'endettement dette/PIB de 80% en 2002 à 40% en 2012**, années durant lesquelles le PIB de la Turquie a doublé. La dette n'a pas été remboursée, mais elle s'est stabilisée alors que le PIB doublait. C'est aussi, dans une moindre mesure, une croissance forte qui explique la diminution du ratio dette/PIB en France à la fin des années 90.

Deuxièmement, un PIB en forte croissance signifie une augmentation des recettes fiscales et, donc, la possibilité de dégager un excédent budgétaire et de rembourser enfin le principal de la dette sans devoir emprunter de nouveau.

^[25] cf Natixis, Flash Economie n° 142, février 2013.

Or, la croissance française est atone. L'INSEE a récemment révisé ses estimations pour 2012, en constatant une croissance nulle pour l'année passée²⁶. Aucun signe ne laisse présager la croissance de 2% annuelle annoncée par le Gouvernement à partir de 2014.

Comparons pour sourire les hypothèses de croissance du Gouvernement avec celles du FMI, déjà traditionnellement optimistes :

	2013	2014	2015	2016	2017
Gouvernement	0,8	2	2	2	2
FMI	0,4	1,0	1,5	1,7	1,9

Les projections de la Commission Européenne ne sont pas plus roses (0,1% en 2013 et 1,2% en 2014). Quant aux experts indépendants, ils estiment la croissance potentielle de la France (comme de la zone euro) sur la période 2013- 2020 à 0,4% par an²⁷.

Autant dire que le PIB français n'est pas prêt de doubler.

3.2.2. L'hyperfiscalité.

Le second moyen, en l'absence de croissance forte, est d'augmenter les impôts, en fait de surimposer (c'est-à-dire de collecter plus d'impôt que nécessaire pour le fonctionnement du budget de l'état) afin de dégager un excédent budgétaire. C'est ce que prévoit le PLF 2013, qui présente une augmentation continue des prélèvements fiscaux, passant de 44,9% du PIB en 2012 à 46,3% du PIB en 2017. Or, un Français travaille déjà en moyenne jusqu'au 28 juillet pour l'Etat²⁸, et le taux de prélèvement obligatoire est aujourd'hui supérieur de plus de dix points à la moyenne des pays de l'OCDE.

^[26] Comptes nationaux Trimestriels, INSEE, Premiers Résultats pour 2012 : « Au quatrième trimestre 2012, le PIB en volume se replie de 0,3 %, après +0,1 % au troisième trimestre. En moyenne annuelle, la croissance est nulle en 2012, après +1,7 % en 2011. ».

^[27] Natixis, Flash Economie n° 602, septembre 2012.

^[28] Etude de PricewaterhouseCoopers pour l'Institut Molinari.

La France est donc en passe d'atteindre son plafond fiscal. Par comparaison, le taux de prélèvement fiscal dans l'économie est en Grèce d'environ 25%, ce qui laisse à ce pays une marge de manœuvre fiscale importante pour rembourser ses dettes. Les embryons de révoltes contre les récentes hausses d'impôt, par des groupes (Pigeons, Vaches à Lait) ou des individus (Depardieu) montrent que le seuil de tolérance sociale à l'impôt est atteint. L'alignement de la fiscalité du capital sur celle du travail, initiative sans égale dans les pays de l'OCDE, constitue un non-sens économique (le capital prend un risque qui le différencie d'un revenu régulier) qui ne peut que décourager l'investissement. Selon le baromètre Viavoice-BPCE d'octobre 2012, 62% des Français ne sont plus prêts à perdre du pouvoir d'achat pour réduire la dette et les déficits; un autre sondage²⁹ indiquant que seuls 8% des Français considèrent « acceptable » d'augmenter les prélèvements obligatoires pour diminuer la dette et les déficits.

« Les taxes qui sont levées pour payer l'intérêt de ces dettes ont tendance à élever le prix du travail ou à opprimer les pauvres. » David Hume, *Du crédit public*

Il faut néanmoins noter que, selon l'INSEE, l'épargne des ménages français en actifs financiers se chiffre à environ 4,000 Md€ (numéraires et dépôts, titres, actions, OPCVM, ainsi que 1,500 Md€ en « provisions techniques d'assurance » - revenus futurs sur les assurances). Ainsi, l'Etat aurait la possibilité théorique de rembourser intégralement sa dette s'il décidait de spolier la population de la quasi intégralité de ses économies en cash et actions et de nationaliser l'ensemble des banques, mécaniquement ruinées par une telle mesure. Autrement dit, pour rembourser la dette demain, il faudrait faire le choix d'une authentique société communiste, où tous recommenceraient à zéro (hors bien immobiliers) et où l'Etat prendrait en charge toutes les transactions économiques.

^[29] Baromètre BVA-Axys Consultant-Challenges.

3.2.3. L'hypercraustérité.

C'est la solution la plus évidente pour la plupart des observateurs. Ainsi l'Institut Montaigne, dans son rapport de décembre 2012, "Redonner sens et efficacité à la dépense publique", recommande-t-il de fonder le rééquilibrage principalement sur les dépenses, en fournissant un effort de 70 Md€ sur 5 ans pour revenir à l'équilibre budgétaire. 80% de cet effort porterait sur les dépenses - essentiellement les dépenses d'intervention (assurance-santé, assurance-chômage, prestations de solidarité, réduction des effectifs de l'administration).

Mais l'on peut se demander si une telle approche, parfaitement légitime en soit, ne vient pas trop tard. En effet, un choc d'austérité aussi brutal en l'absence d'environnement économique favorable risquerait non seulement de produire des conséquences sociales dramatiques et imprévisibles, mais surtout d'être économiquement contre-productif. Un tel programme pourrait plonger le pays dans la récession : **même le FMI reconnaît aujourd'hui les limites des politiques d'austérité**, comme l'a réitéré sans ambiguïté Christine Lagarde lors des assemblées d'automne du Fonds à Tokyo.

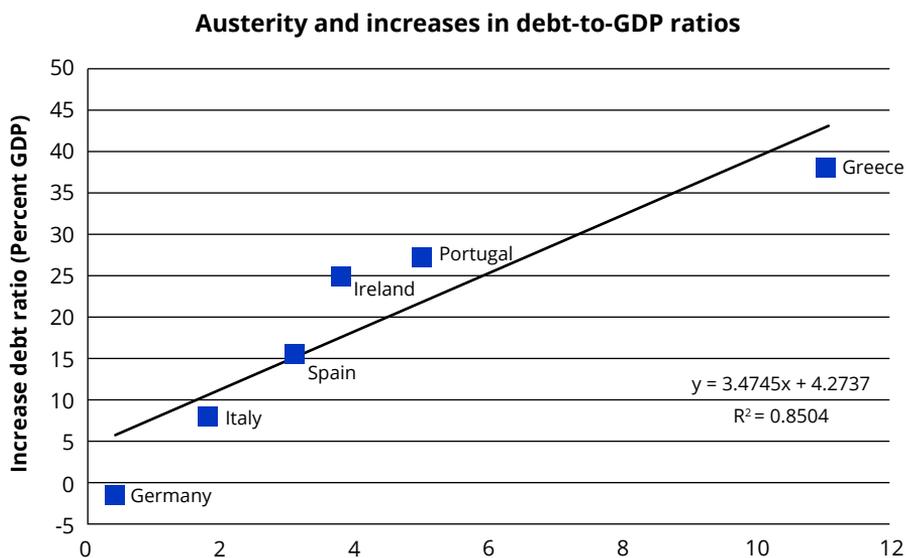
Le contre-exemple du Royaume-Uni est à cet égard très révélateur. Les courageuses politiques d'austérité menées dans les années 20 et encore aujourd'hui tendent au final à provoquer une hausse du ratio d'endettement.

En 1918, au sortir de la guerre, le Royaume-Uni affichait 140% de dette sur PIB. Le Gouvernement engagea une politique d'austérité sévère afin de préserver la signature proverbiale du pays. C'est ce qu'on appela à l'époque la « Geddes axe », la « hache Geddes », d'après Sir Eric Geddes, président du comité pour la réduction de la dépense publique. Un surplus primaire fut ainsi automatiquement dégagé, mais la croissance resta faible (0,5% par an en moyenne) et le chômage s'envola à 11%. Pire, le ratio de dette sur PIB augmenta lui aussi, pour atteindre 170% en 1930 et 190% en 1933 !

Ce qui amena Keynes à constater ironiquement : « assuredly it does not pay to be good »³⁰.

De même, aujourd'hui, le Gouvernement de coalition s'est montré particulièrement déterminé, au lendemain de son élection, à réduire les dépenses publiques. Son objectif, présenté par le Chancelier Osborne lors du budget exceptionnel de juin 2010 : parvenir à réduire le ratio dette/PIB dès 2015. Des coupes budgétaires sur une échelle sans précédent depuis la guerre ont été engagées. Deux ans et demi plus tard, le Royaume-Uni est en récession, le stock et le ratio de dette continuent d'augmenter, le Chancelier a été forcé d'annoncer la poursuite des politiques d'austérité jusqu'en 2018 et, comble de l'humiliation pour un pays si fier de sa signature, il a récemment été privé de son AAA par Moody's.

A travers l'Europe aujourd'hui, il y aurait donc plutôt, comme l'a excellemment montré Paul de Grauwe de la *London School of Economics* dans un récent papier³¹, une **corrélation inverse entre politiques d'austérité et réduction de la dette**, ce que le tableau ci-dessous illustre sans appel.



Source : Paul de Grauwe

^[30] IMF World Economic Outlook, oct 2012, chap 3 : « the good, the bad, and the ugly : 100 years of dealing with public debt overhangs ». Et la conclusion : « Fiscal consolidation efforts need to be complemented by measures that support growth : structural issues need to be addressed and monetary conditions need to be as supportive as possible ».

^[31] DE GRAUWE Paul, « Panic-driven austerity in the eurozone and its implications », in *Voxeu*.

3.2.4. L'hypermonétisation.

L'assouplissement de la position de la BCE.

L'interdiction du financement monétaire des Etats et du secteur public en général est au cœur de l'architecture juridique de l'euro créée par le Traité de Maastricht. L'utilisation de la « planche à billets » y est perçue comme une source majeure d'inflation et une menace fondamentale pour la stabilité économique, sociale et politique. Ce fondement essentiel de la pensée ordo-libérale allemande est un élément non négociable du « contrat de mariage de l'euro ». Pour cette raison, la BCE est la banque centrale dotée des statuts les plus exigeants en ce domaine, et ses services juridiques exercent une vigilance très stricte sur tout ce qui pourrait ressembler à un « financement monétaire » des Etats membres. L'hypothèse que la BCE pourrait donc, en cas de difficulté majeure, intervenir pour refinancer la dette française par souscription directe auprès du Trésor d'obligations souveraines, semble donc juridiquement impossible.

Ce constat doit toutefois être assez largement relativisé. Depuis 2010, la Banque Centrale Européenne a en effet démontré, dans le contexte de la crise de l'euro, sa capacité à interpréter ses statuts de manière plus souple. Certes, l'interdiction du financement monétaire direct des Etats a été strictement respectée. Mais la BCE a toutefois accepté, dans le cadre de son programme « SMP » de 2010, d'acheter des titres de la dette souveraine d'Etats membres confrontés à des attaques spéculatives en intervenant sur le marché secondaire de la dette : elle n'a donc pas souscrit directement à des émissions, mais a racheté des créances déjà émises auprès de porteurs privés. En pratique, la BCE a donc accepté de conduire des opérations très proches d'un financement monétaire puisqu'au final elle est devenue créancière directe des Etats. **En février 2013, la BCE détient ainsi 218 Md€ de dettes souveraines de la zone euro, dont 77 Md€ de dette italienne.** Cette pratique, malgré sa portée limitée, a été combattue par l'Allemagne, mais acceptée par le reste des Etats membres.

En 2012, la BCE a fait un pas supplémentaire en décidant de remplacer son programme SMP par un nouveau programme dit « OMT » qui n'a pas encore été mis en œuvre. En principe, la BCE est ainsi en mesure, depuis septembre 2012, de procéder à des achats de dettes souveraines sur les marchés secondaires sur la partie courte de la courbe des taux (titres de 1 à 3 ans) et sans limite de volume. Ce dispositif est officiellement motivé par le souhait d'assurer une bonne transmission de sa politique monétaire. En réalité, il revient à faire jouer un rôle de prêteur en dernier ressort à la BCE sur le marché de la dette souveraine pour supprimer dans l'esprit des investisseurs l'idée qu'un Etat membre de la zone euro puisse être confronté un jour à un tarissement complet de ses financements de marché. De fait, sans même devoir être activé, ce programme a été très efficace en 2012 pour faire baisser sensiblement les primes de risque sur les dettes italienne et espagnole.

Rien sur le plan des principes n'interdit d'envisager dans l'avenir une activation du programme OMT en faveur de la France. Pour qu'il en soit ainsi, il conviendrait que la France accepte de se soumettre à une surveillance renforcée de sa politique économique car le programme OMT est assorti d'une forte conditionnalité. En revanche, le programme étant illimité en volume, la BCE serait parfaitement en mesure d'intervenir sur le marché de la dette française à court terme pour tenter de stabiliser les marchés.

La BCE a donc clairement accepté depuis 2010, sans l'assumer publiquement, de s'engager dans la voie de la monétisation. Elle accepte de créer de la monnaie à partir de rien pour acheter des dettes de court terme sur les marchés. Elle a aussi créé plus de 1000 Md€ en 2011 pour prêter aux banques européennes dans le cadre des programmes « LTRO » (Longer-Term Refinancing Operation) pour que les banques prêtent elles-mêmes une partie de ces fonds aux Etats, dispositif astucieux pour contourner la lettre des traités. Nombreux sont donc les commentateurs français à espérer qu'elle sera en mesure de franchir des pas supplémentaires et de rejoindre les autres grandes banques centrales comme la BoE, la Fed ou la BoJ qui pratiquent déjà à grande échelle la monétisation des dettes publiques. A termes, certains envisagent même que les titres de la dette publique achetés par les

banques centrales pourront être purement et simplement annulés. Dans ce contexte nouveau, créé par la crise de l'euro, ne faut-il pas considérer, comme le fait volontiers l'extrême gauche, que la BCE est la solution à tous les problèmes d'endettement de la France ?

Une option pourtant peu souhaitable.

Dans un premier scénario, le plus imaginable, la France pourrait bel et bien bénéficier d'achats de titres de sa dette par la BCE dans un cadre de type OMT. Une crise violente sur les marchés serait évitée, au prix d'achats très massifs de la BCE. Néanmoins, une telle intervention serait conditionnée bien évidemment par un plan d'ajustement qui reviendrait de fait à condamner la France à l'hyperaustérité. On reviendrait donc à la discussion précédente. Les rachats de la BCE seraient partiels, conditionnés et au final le stock de la dette ne serait pas réduit.

Dans un second scénario, beaucoup moins probable, la dette détenue par la BCE suite à des rachats serait elle-même restructurée. La BCE est une institution particulière, non soumise à la comptabilité de marché, qui peut se permettre de reprofiler les échéances des titres qu'elle détient sans remettre en cause l'équilibre de son bilan. Certains économistes proposent par exemple de repousser de 30 ans les échéances des dettes détenues par la BCE, son bilan jouant le rôle d'un fonds de portage à long terme de dettes qui seront, au final, effacées par l'inflation. Sur le plan juridique, il semble malheureusement clair qu'une telle mesure serait contraire au Traité (la BCE a ainsi clairement refusé de prendre part à la restructuration de la dette grecque en 2012 alors qu'elle détient des obligations qu'elle avait achetées sur le marché en 2010). L'Allemagne s'y opposerait farouchement. Cette option est en réalité incompatible avec le maintien de la France dans la zone euro.

Enfin, dans un troisième scénario, la France réussirait à obtenir de la BCE (en restant dans l'euro et en modifiant les traités) ou de la Banque de France (en sortant de l'euro) des achats de dette

massifs et non conditionnés, suivis d'une restructuration voire une annulation pure et simple de cette même dette. Ce scénario, hautement improbable, serait au final très dangereux car l'Etat n'aurait alors plus aucune incitation à se réformer. Il revient à faire le choix du scénario de l'hyperinflation, de la fuite en avant et, en définitive, de l'appauvrissement généralisé. **Au final, l'hypermonétisation est une chimère. Elle revient à terme, soit à l'hyperaustérité, soit à l'hyperinflation.**

3.2.5. L'hypernationalisme

« Il existe bien un plan de remboursement de nos dettes qui a été proposé par un excellent citoyen, M. HUTCHINSON : que chaque citoyen rembourse à hauteur de ses biens. »

David Hume, Du crédit public

En France aujourd'hui, « l'excellent citoyen » auquel se réfère Hume ne s'appelle pas Hutchinson, mais Nathalie Kosciusko-Morizet, qui s'est récemment fendue de plusieurs déclarations appelant à une « renationalisation de la dette ». La dette française est détenue à plus de 60% par des non-résidents (un chiffre néanmoins en recul depuis le pic à 70,6 % de juin 2010 – nous y reviendrons ultérieurement), ce qui la rend davantage sujette à la volatilité des marchés et aux mouvements spéculatifs des investisseurs internationaux. Une solution apparemment évidente serait donc d'encourager les résidents et/ou nationaux à reprendre à leur compte la majeure partie de la dette, sur le modèle japonais (où plus de 90% de la dette est détenue par les créanciers domestiques, ce qui permet au Japon de soutenir un niveau de dette extravagant de 230% du PIB).

NKM s'appuie sur les travaux de Gaël Giraud (CNRS), qui a proposé dans un récent papier³² de réserver les trois quarts des émissions de l'AFT aux investisseurs domestiques (OAT à 30 ans rémunérées à 4%). Cela supposerait entre autres de rétablir pour les particuliers

^[32] « Renationaliser la dette publique française », Labex REFI.

la possibilité (supprimée au début des années 2000) d'ouvrir un compte au Trésor pour acheter directement des titres d'Etat. Ainsi la France pourrait-elle mieux isoler sa dette des aléas des marchés financiers.

L'ennui de ce raisonnement est que, précisément, des Etats comme la France n'ont pu s'endetter sur des volumes sans précédent et à des taux historiquement faibles ces dernières années que grâce à l'internationalisation de la détention de la dette publique. La levée des barrières aux flux de capitaux depuis trente ans a considérablement amélioré l'allocation de la dette à l'échelle mondiale, en permettant aux investisseurs de diversifier leurs placements et aux pays avancés d'accéder à un pool d'épargne considérable³³. Comme Gaël Giraud le reconnaît lui-même, la renationalisation de la dette – sur une base volontaire – supposerait de hausser les rendements bien au-dessus des taux de marché afin de les rendre plus attractifs que les livrets défiscalisés ou les assurances-vie. D'une part, ce transfert de capital s'effectuerait au détriment du financement du secteur privé et, dans le cas du livret A, du logement social. D'autre part, la charge des intérêts sur le budget de l'Etat augmenterait mécaniquement, aggravant la situation d'endettement.

Cette stratégie ne fait donc sens que si l'Etat reconnaît de manière implicite le risque d'une tension imminente sur les taux de sa dette souveraine. Ainsi, la renationalisation, loin d'être une solution soutenable sur le long terme, représenterait un palliatif désespéré ; un renoncement volontaire aux bénéfices de la mondialisation. En cherchant à s'affranchir des marchés, la France aggraverait leur défiance et se retrouverait prisonnière d'un créancier encore plus imprévisible et exigeant : ses propres citoyens. C'est la stratégie de la citadelle assiégée.

Par ailleurs, on peut légitimement se demander, dans cette situation de fragilité, si les Français accepteraient d'investir massivement leur épargne dans des bons du Trésor estimés trop risqués par les investisseurs étrangers. Avec un besoin de financement qui tourne autour de 180 Md€ par an, et en reprenant les hypothèses de Gaël Giraud, il faudrait que chaque ménage français investisse 5,000 euros par an dans la dette d'Etat. C'est supposer un patriotisme, une confiance dans l'Etat et une liquidité de l'épargne fort éloignés de la réalité socio-économique française.

^[33] LEROY Guillaume, *Qui détient la dette publique ?*, Fondapol, avril 2011.

Enfin, la renationalisation de la dette constitue un pari dangereux sur sa soutenabilité : si en effet une restructuration devenait nécessaire, elle toucherait de plein fouet les entreprises et ménages français, sans l'effet de dilution que procure le système financier international.

3.3 A DETTE EXCEPTIONNELLE, MESURES EXCEPTIONNELLES.

Comme nous le notions en introduction, le défaut sur la dette souveraine est une solution extrême mais classique dans l'histoire des Etats, y compris en France. Philippe le Bel est certainement le souverain qui en a le plus abusé, en annulant ses créances à quatre reprises entre 1588 et 1598. Beaucoup plus proche de nous, en 1932, qui se rappelle que la France cessa unilatéralement de payer ses dettes envers les Etats-Unis ? Edouard Herriot, chef du gouvernement de l'époque, fut renversé par la Chambre du fait de son insistance à honorer les engagements de l'Etat...

L'exemple le plus spectaculaire en France reste celui de la banqueroute des deux tiers, en 1797. Rappelons brièvement le contexte. Tout au long du XVIIIe siècle, la dette publique, en grande partie provoquée par les guerres de Louis XIV et de Louis XV, a représenté un souci majeur pour la monarchie. En 1776, Turgot, le nouveau contrôleur général des Finances de Louis XVI, s'empresse donc de créer une Caisse d'amortissement et propose un programme sévère de coupe des dépenses publiques qui entraîne son renvoi. Son successeur, Jacques Necker, rend public en 1781 un *Compte rendu au roi des finances publiques* où il déplore les 530 millions de livres de dette (dont une bonne partie liée au financement à crédit de la guerre d'indépendance américaine). Son plan d'austérité rencontra aussi peu de succès que celui de Turgot, le contraignant à son tour à la démission. En 1787, la dette culmine à 70-80% du PIB et le déficit budgétaire n'est toujours pas résorbé. C'est avant tout pour tenter d'éviter la faillite que les Etats Généraux sont finalement convoqués en 1789. La lettre du Roi est sans ambiguïté dès sa première phrase : « Nous avons besoin du concours de nos fidèles sujets pour Nous aider à surmonter toutes les difficultés où Nous Nous trouvons relativement à l'état de Nos finances »...

Les Révolutionnaires, menés par Cambon, décideront en 1793, après moult débats, d'honorer les dettes de l'Ancien Régime. Mais la situation des finances ne s'améliore pas. Ils ont recours à une politique de privatisation massive (vente des biens nationaux, confisqués au clergé) et à la création monétaire à grande échelle (les assignats, censés être gagés sur les biens nationaux, sont imprimés sans limite). Résultat, l'inflation galope sans pour autant que la dette recule de manière significative. En septembre 1797, l'urgence est de payer l'armée. Le ministre des Finances du Directoire, Dominique Ramel, décide alors d'échanger deux tiers de ses créances contre des bons au porteur gagés sur les biens nationaux, et de fait sans valeur véritable – tandis que le tiers restant est au contraire « consolidé » et le paiement des intérêts assuré. Le projet de loi est soumis aux deux Conseils législatifs. L'un des rapporteurs, Emmanuel Crétet, déclare : « L'Etat, pas plus qu'un particulier, n'est tenu à l'impossible : donner au-delà de ce qu'il possède. » Très explicitement, un arbitrage est effectué où la survie de l'Etat prime sur celle des « rentiers ». Par ailleurs, un signal est donné aux nouvelles générations, innocentes de la mauvaise gestion des finances publiques. Comme le dira Ramel lui-même en annonçant la banqueroute le 30 septembre 1797, en une formule restée célèbre : « J'efface les conséquences des erreurs du passé pour donner à l'Etat les moyens de son avenir ».

Quatre ans plus tard, en mars 1801, la partie non consolidée de la dette (les « deux tiers ») a été échangée contre des inscriptions de rente à 5%, à raison de 0,25% du capital - soit avec 95% de perte sur la valeur nominale de l'an VI ... Un véritable *haircut* avant l'heure !³⁴

La banqueroute des deux tiers reste controversée. Mais il est indéniable qu'elle permet à la France de retrouver un budget à l'équilibre dès 1799, et qu'elle établit des bases financières saines sur lesquelles Napoléon fonda l'Etat moderne. Par ailleurs, Ramel fut un pionnier de la restructuration moderne, en distinguant diverses catégories d'obligations et en procédant à un échange de coupons.

Il serait artificiel d'en tirer des leçons pour la France d'aujourd'hui, tant la situation politique et économique diffère. Néanmoins, on peut retenir de cet épisode qu'un défaut français ordonné, dans une situation de tension extrême, est *réalisable* et, sous certaines

^[34] SOLOUL Albert, *Histoire de la Révolution*.

conditions, *bénéfique*. Le défaut est un choix politique pragmatique, basé sur le jugement que, dans une situation donnée, payer ses dettes aurait des conséquences économiques, politiques et sociales plus néfastes que de les annuler. A l'inverse, **vouloir éviter le défaut à tout prix est un choix idéologique qui peut pousser le pays à une situation de faillite non maîtrisée.**

C'est ce qu'écrit aujourd'hui Lee C. Buchheit, l'un des spécialistes mondiaux de la restructuration de dette, professeur à la New York University. Dans ses "six leçons tirées des défauts du passé"³⁵, et plus spécifiquement dans sa leçon numéro 2 (au titre explicite : "if it can't be avoided, don't try"), Buchheit constate que les débiteurs souverains repoussent trop longtemps un choc devenu inévitable. Cette "procrastination pathologique" rend la restructuration ultérieure bien plus compliquée et coûteuse que si le processus est engagé de manière proactive. Buchheit s'amuse des arguments évoqués de manière récurrente par les gouvernements acculés, qui prétendent que l'austérité, les sacrifices et la patience finiront par résoudre le problème. Il se moque semblablement des crédateurs invoquant le caractère sacré du contrat ou menaçant le pays d'être à jamais exclu des marchés de capitaux internationaux. Buchheit exhorte les uns et les autres, qui ont intérêt à court terme à perpétuer cet équilibre fragile, à sortir du déni. Quand il n'existe aucune perspective de jamais rembourser, ni diminuer significativement, le stock de dette, la croissance du pays est durablement affectée. La seule politique publique raisonnable est d'anticiper dans de bonnes conditions ce qui ne manquera pas de se produire dans de mauvaises.

Typiquement, en 2010, le choix de ne pas laisser la Grèce faire défaut fut dicté par des raisons exclusivement politiques. Les responsables de l'eurozone considéraient qu'il serait *inacceptable* qu'un pays membre n'honore pas ses engagements. Avec le recul, certaines déclarations du ministre des finances allemand, Wolfgang Schäuble, sont délectables. Par exemple lorsqu'il assure à un journaliste de la BBC³⁶ qu'un défaut grec « ne peut pas se produire » et que, sous l'assaut de chiffres du journaliste, il se contente de répondre : *errare humanum est...*

^[35] BUCHHEIT Lee C., *Six Lessons from prior sovereign debt restructurings*, Peterson Institute and Bruegel, Sept 2011.

^[36] Entretien avec Stephen Sackur pour *Hardtalk*, 15 juin 2010.

Résultat, il fallut attendre que l'endettement grec passe de 155% à 180% du PIB, que la récession frappe à une échelle sans précédent (contraction cumulée du PIB de 20% ; chômage à 25% ; 110,000 faillites d'entreprises) et que l'Union Européenne et le FMI engagent 240 Md€ sous forme de deux «bail-out packages » successifs, pour que les créanciers publics acceptent enfin le principe d'une restructuration (sommet du 27 octobre 2012) – sans pour autant y prendre part, puisque le « haircut » a été limité au secteur privé. Que de drames pour arriver à une conclusion que la plupart des spécialistes recommandaient depuis 2010 !³⁷ Quelle différence de traitement avec les crises de la dette de l'Amérique Latine il y a vingt ans, lorsque les bailleurs publics refusaient de mettre de l'argent public à disposition des gouvernements, en encourageant dès le début un règlement purement privé !

Toujours est-il que le principe de restructurer la dette d'un pays de l'eurozone a été finalement acquis. Au point que, depuis janvier 2013, l'ensemble des obligations d'Etat des pays européens sont dotées de Clauses d'Action Collectives (CACs), un ensemble de provisions contractuelles définissant le cadre de négociation entre débiteur et créanciers dans l'hypothèse d'une restructuration. Cette obligation a été introduite dans le Traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union Economique et Monétaire (TSCG, aussi appelé «Pacte budgétaire européen »), et déclinée en France dans l'article 59 de la loi du 29 Décembre 2012³⁸. Depuis le 1^{er} janvier de cette année, tous les bons de plus d'un an de maturité émis par les Etats membres de l'euro comprennent donc des CAC, qui permettent de débloquent des situations où certains détenteurs de dette refusent l'échange de bons, bloquant toute l'opération (situation dite de « hold-out »). Grâce aux CACs, si une majorité qualifiée des détenteurs d'OAT acceptent d'échanger leurs titres contre d'autres de moindre valeur, ils pourront légalement imposer leur décision aux autres créanciers.

^[37] BUCHHEIT et GULATI 2010 ; Economides et Smith 2011 ; GULATI et ZETTELMAYER 2012.

^[38] « Les titres d'Etat, d'une maturité supérieure à un an, ainsi que les titres issus de leur démembrement, comportent des clauses d'action collective autorisant l'Etat, s'il dispose de l'accord de la majorité des détenteurs de titres, à modifier les termes du contrat d'émission. Toute proposition en ce sens est soumise au vote des détenteurs de titres, selon des modalités prévues par décret. Ce décret prévoit, notamment, les conditions de quorum et de majorité requises, qui peuvent différer selon le caractère substantiel ou accessoire des modifications proposées. ».

Les CACs rendent ainsi plus aisées le processus de restructuration en définissant des règles à l'avance. Comme le notent les spécialistes de Pimco, l'un des plus grands fonds de dette souveraine au monde, à propos de l'introduction des CACs pour toute dette souveraine émise en euro : « Les pays européens vont ressembler à des pays émergents (...). C'est un changement majeur en comparaison de l'époque d'avant la crise financière, où la plupart des marchés obligataires développés étaient considérés comme sans risque »³⁹.

Il a fallu attendre que l'endettement grec passe à 180% du PIB, que la récession frappe à une échelle sans précédent pour que les créanciers publics acceptent enfin le principe d'une restructuration.

Les esprits se préparent ainsi progressivement à l'hypothèse de restructurations en série dans l'eurozone. Buchheit et Gulati ont récemment signé un papier envisageant les options possibles pour les crises de la dette à venir en Espagne et Italie, et proposant un reprofilage de la dette⁴⁰. **Le même raisonnement peut, comme nous l'avons vu, s'étendre à la France. Il y a trois ans, Jacques Attali prédisait dans Tous ruinés dans dix ans ? que «si la dette publique de la France devient par trop énorme sans que nul réagisse, il faudra en venir un jour à mettre en place une Caisse nationale d'amortissement».** Ce jour est probablement venu. Nouriel Roubini, l'éternelle Cassandre de l'analyse économique, a ainsi estimé dans une note de septembre 2012 que la France risquait de glisser bientôt d'un pays "coeur" à un pays "périphérique" de l'eurozone. Et la banque d'investissement américaine Morgan Stanley a récemment recommandé de vendre à découvert ("shorter") les OAT à 10 ans de la France en raison de doutes croissants sur la soutenabilité de la dette française⁴¹.

^[39] EMONS Ben, October 2012 : *CACs : No panacea for sovereign debt restructurings*.

^[40] BUCHHEIT et GULATI, *The Eurozone debt crisis – the options now*, SSRN, October 2012.

^[41] Morgan Stanley Research, Feb 19, 2013, « Economics and Strategy: France's 2013 Deficit Target ».

PARTIE 4

Quelle stratégie pour une restructuration de la dette f rançaise ?

Une restructuration peut donc s'avérer le meilleur moyen de remettre l'endettement sur une trajectoire soutenable et de relancer l'économie, à condition, bien sûr, de choisir la méthode la plus appropriée parmi les myriades d'options fournies par l'expérience économique.

4.1 LES IMPASSES DE LA MÉTHODE DOUCE ET LA MÉTHODE DURE.

4.1.1. Méthode douce : le défaut implicite.

Le défaut implicite, typique du XX^e siècle français, consiste à diminuer la valeur de l'argent, rendant ainsi le remboursement de la dette plus aisé. Deux moyens sont à disposition de l'Etat : l'un décrété, la dévaluation, qui permet de spolier en douceur les créanciers étrangers (rappelons que le franc a été dévalué dix-sept fois entre 1928 et 1986⁴²) ; **l'autre induit, l'inflation**, qui concerne l'ensemble des créanciers étrangers comme domestiques (le taux d'inflation moyen de 1900 à 1998 en France a été estimé par l'INSEE a 8%, avec bien sûr des pics lors des deux guerres mondiales).

Aujourd'hui, ces deux instruments classiques, par ailleurs fortement contestés par nombre d'économistes, ne sont tout simplement plus à la disposition des autorités françaises. Conduire une politique monétaire inflationniste en France est impossible. La BCE est indépendante et s'est vu assigner comme objectif principal dans les traités européens de « maintenir la stabilité des prix ». Son pragmatisme récent dans le contexte de la crise de l'euro n'a en rien remis en cause la détermination de ses instances dirigeantes à pleinement remplir cette mission première confiée par le traité. Depuis 1999, elle a toujours réussi à maîtriser efficacement les tensions inflationnistes dans la zone euro en ajustant rapidement ses taux d'intérêt à la hausse en période de tensions sur les prix. Il ne fait pas de doute que l'apparition de tensions inflationnistes fortes en France (par exemple à travers une politique de relance salariale volontariste dans le secteur public) serait activement combattue par la BCE compte tenu du poids de l'économie française (20%) dans l'économie de la zone euro. Plus fondamentalement, le pacte fondateur de l'euro conclu par la France avec l'Allemagne en 1991 et ratifié par le peuple français lors du référendum de 1992 repose

^[42] ASSELAIN Jean-Charles, « Le siècle des dévaluations », février 2002.

fondamentalement sur le renoncement de la France aux politiques inflationnistes du passé et sur son ralliement à la « culture de stabilité » allemande. Revenir sur le renoncement de la France à l'inflation marquerait la fin de la monnaie unique européenne.

Il faut noter par ailleurs que même si, par miracle juridique et politique, la BCE se lançait dans une politique explicitement inflationniste, les mécanismes de transmission de l'inflation sont moins automatiques que durant les années 1970 dans un contexte de fort chômage et dans un univers mondialisé où la boucle prix-salaires est contrariée par l'ajustement mondial des salaires et un marché de la main-d'œuvre internationalisé. Autrement dit, l'inflation ne se décrète pas...

Enfin, dans l'hypothèse où l'inflation augmenterait significativement en France, son effet sur la dette serait amoindri par le fait que le Trésor émet de plus en plus d'obligations indexées sur l'inflation (15% des coupons en stock). En outre, les taux d'intérêts demandés par le marché obligataire partiraient immédiatement à la hausse, ce qui condamnerait l'Etat à viser une inflation toujours croissante pour prendre par surprise ses créanciers et obtenir une dévalorisation continue de la valeur réelle de ses emprunts. Une telle fuite en avant dans l'inflation conduit directement à l'hyperinflation, facteur d'instabilité grave dont l'histoire nous a assez appris à nous méfier. Au final, on voit que le choix ne serait pas entre respecter nos engagements européens ou honorer notre dette, mais entre restructurer la dette ou sortir de l'euro pour avoir recours aux instruments traditionnels (et peu souhaitables) de la dévaluation et de l'inflation.

4.1.2. Méthode dure : le défaut unilatéral

Le défaut unilatéral est une répudiation de tout ou partie de la dette sans concertation aucune avec les créanciers (en anglais, on parle de « hard default »). L'histoire financière est remplie d'événements de ce type, provoqués principalement par des gouvernements confrontés à une situation de crise des paiements. En pratique, il s'agit pour les autorités d'annoncer publiquement la cessation du paiement des échéances de tout ou partie de la dette

publique. La plupart du temps, les défauts unilatéraux interviennent dans le contexte de crises des paiements extérieurs et de tarissement des réserves de change de la banque centrale de pays ne s'endettant pas dans leurs propres monnaies (moratoire des paiements du Mexique de 1982, premier épisode de la « crise de la dette » des années 1980 et, plus récemment, Argentine en 2001). Il existe également des cas de défaut provoqués par des événements politiques majeurs, comme la Révolution russe de 1917. Plus récemment, en 2008, le Président équatorien Rafael Correa a décidé de dénoncer une partie jugée « illégitime » de la dette extérieure de son pays suite à un audit sur la « dette odieuse ».

Un défaut unilatéral est une expérience extrêmement traumatisante qu'il convient à tout prix d'éviter. L'expérience argentine suffit à discréditer cette option fondamentalement injuste pour les créanciers et néfaste pour le pays, qui se voit durablement coupé de l'accès au marché obligataire. Du point de vue des agences de notation et des porteurs d'obligations internationaux, un défaut non négocié témoigne d'une absence totale de considération pour les créanciers qui restera durablement en mémoire, surtout s'il a été motivé par une décision politique opportuniste. De manière générale, il intervient lorsqu'il est déjà trop tard pour agir contre la faillite de l'Etat, dans un contexte de graves soubresauts politiques et sociaux. Il se distingue donc fondamentalement d'un défaut ordonné qui vise, lui, à conduire un ajustement de la dynamique de la dette dans un cadre coopératif et à titre préventif.

4.2 UN DÉFAUT ORDONNÉ : LA RESTRUCTURATION NÉGOCIÉE.

4.2.1. Les principes généraux d'une restructuration négociée.

Le défaut ordonné – ou, dit moins brutalement, une restructuration négociée de la dette souveraine – consiste à **modifier les termes de la dette en plein accord avec les créanciers**. Une telle opération peut être mise en œuvre à travers de nombreuses techniques financières largement utilisées dans la sphère de l'endettement privé : une modification négociée des termes contractuels de la dette, un échange volontaire de titres, un rachat à décote...

Le paiement exact et en temps voulu des échéances de la dette constitue bien évidemment une disposition contractuelle essentielle du contrat liant l'émetteur souverain à ses créanciers.

En cas de non-respect de ces dispositions, les contrats prévoient généralement des sanctions immédiates sous forme de pénalités et d'intérêts moratoires qui accroissent les montants dûs par le débiteur au créancier. Au-delà d'une période courte (généralement 1 mois), le non-paiement de la dette est reconnu juridiquement comme un événement de défaut qui déclenche ces sanctions financières et fait tomber les échéances non payées dans la catégorie des « arriérés de paiement ».

Cependant, ces dispositions juridiques ne doivent pas faire oublier qu'en matière contractuelle, la volonté des parties règne en maître :

ce que la volonté partagée du créancier et de son débiteur a pu faire, une conjonction nouvelle de leur volonté peut le défaire. Lorsque créancier et débiteurs s'accordent pour considérer qu'il est dans leur intérêt mutuel de modifier les termes du contrat les liant en vue d'alléger le poids financier d'une dette qui n'est pas supportable par le débiteur, une restructuration peut être mise en œuvre pour affecter les différentes composantes de la dette :

- **une réduction d'intérêt** vise simplement à réduire le coupon d'intérêt versé par le débiteur sans modifier le stock de la dette en principal et son échéancier de remboursement ;
- **un rééchelonnement de la dette** consiste à conserver le stock de la dette inchangé mais à organiser son remboursement sur une durée plus longue afin de supprimer les remboursements annuels en principal durant une période dite « de grâce » et de les reporter dans l'avenir. Il est généralement assorti d'une réduction d'intérêt ;
- **un moratoire** désigne l'arrêt complet des paiements d'intérêt et/ou de principal négocié par les parties. Il s'agit donc d'une modalité particulière de rééchelonnement ;
- **un écrêtage, « haircut »,** du principal de la dette, vise à réduire le montant nominal de la dette en appliquant un facteur de réduction au stock de dette en principal restant à rembourser. Il s'agit donc d'une réduction de la dette plus importante qu'un rééchelonnement, la réduction globale du poids de l'endettement étant instantanée (dans le cas grec par exemple, la décote a été prise sur 53% du nominal).

Au final, le souverain peut jouer avec deux variables : le taux d'intérêt et le principal, qu'il peut affecter de deux manières : rééchelonnement dans le temps ou réduction nette. Notons que, dans le cas d'un simple rééchelonnement de la dette, on parle de « reprofilage » plutôt que de « restructuration », dans la mesure où, optiquement, les créanciers retrouveront finalement chaque euro prêté en principal. Mais en réalité, **les opérateurs de marché utilisent un indicateur de réduction de la valeur de la dette « en valeur actuelle nette » (VAN) pour résumer le « vrai » effort consenti par un créancier vis à vis de son débiteur.** Le calcul en VAN rapporte le flux de paiement originel au flux de paiement faisant suite à la restructuration par un calcul actualisé prenant en compte le coût du risque spécifique au souverain. Dans le cas grec en 2012, la perte de valeur actuelle nette pour les créanciers était de l'ordre de 70%. Elle était également dans cet ordre de grandeur dans le cadre de l'échange argentin de 2005.

	Affecting the coupon	Affecting the principal
Debt rescheduling (does not change the NPV of debt)	Extending the period of coupon repayments	Postponing the moment of the principal repayment
Debt reduction (reduces the NPV of the debt, creditors incur cost)	Application of below-market interest rates, moratorium on interest, forgiving past due interest	Reducing the principal amount due

Source : Bruges College of Europe

Quatre modalités de restructuration de la dette.⁴³

Naturellement, une restructuration peut combiner ces diverses options. Dans le cas de la Grèce, les créanciers ont eu la possibilité d'échanger leurs obligations contre de nouveaux titres au principal réduit (au taux de 31,5% pour 1), assortis d'un rehaussement, et contre un versement en quasi numéraire équivalent à 15% de la valeur nominale des obligations échangées sous forme de titres à court terme émis par le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF). Le rehaussement des nouvelles obligations consistait notamment à soumettre ces titres au droit anglais (et non au droit grec, comme les anciens titres), à émettre un « warrant » indexé au PIB et à prévoir un mécanisme de prêt conjoint avec le FESF de sorte qu'un défaut vis à vis des porteurs privés provoquerait un défaut équivalent vis à vis du fonds européen.

^[43] BEEP #24 (2012), KULPA Joanna, *Why is sovereign debt restructuring a challenge?*

Dans tous les cas, la restructuration est d'autant plus réussie qu'elle est entreprise tôt et par surprise, ce qui fut loin d'être le cas pour la Grèce. Mitu Gulati, un des architectes de la restructuration grecque et enseignant à la Duke University, estime ainsi, dans l'hypothèse de restructurations européennes à venir, que « il est toujours mieux d'entreprendre une restructuration avant qu'un pays devienne trop faible »⁴⁴. Cela permet d'effectuer l'échange d'obligations sur la base de taux d'intérêt encore relativement bas (notamment en cas d'extension des maturités, à taux constant) compte tenu du fait que les marchés n'exigent pas encore une prime de risque élevée.

Si au contraire le gouvernement tergiverse, la dette tend à se renationaliser (les investisseurs non-résidents se débarrassant de leurs actifs), comme c'est aujourd'hui le cas pour l'Italie, l'Espagne et le Portugal, et comme cela commence à arriver en France : depuis juin 2010, la part de dette détenue par les non-résidents a diminué de plus de 10 points, un signe de défiance discret mais révélateur de la part des créanciers étrangers.

4.2.2. Les conditions spécifiques à la France.

Peu d'études ont été menées à ce sujet, tant les dirigeants politiques et les médias ont contribué à l'évacuer aux yeux de l'opinion. Il est pourtant important de comprendre quel est l'environnement français pour une restructuration négociée.

La dette française est régie par le droit français.

Ce point est fondamental. En effet, la plupart des défauts unilatéraux souverains sont le fait d'Etats qui émettent une partie très importante de leur dette souveraine dans le cadre de contrats régis par un droit étranger (principalement le droit des cours de New York ou de Londres). En France, le Trésor émet la dette souveraine dans le cadre de contrats régis par le droit français. L'autorisation d'émettre est donnée par le Parlement dans le cadre d'un article spécifique de

^[44] GULATI Mitu « Portugal, Spain and Italy should also restructure their debts », in Les Echos, 29/05/2012.

la loi de finances annuelle et sur la base d'une estimation réalisée par l'administration (Agence France Trésor) du besoin de financement de l'Etat pour l'année à venir. Les émissions de dette à long terme (OAT) sont autorisées par arrêté du directeur général de l'Agence France Trésor, pour le compte du Ministre des finances, et fixent les principales caractéristiques de l'émission en cause (notamment la maturité et le taux facial).

En conséquence, la France, comme la Grèce en 2012, dispose du droit souverain de modifier par la loi les dispositions contractuelles de sa dette. Cet élément est essentiel car il distingue la France, comme les pays de l'OCDE, des autres pays du monde dont les dettes sont régies par le droit anglo-saxon privilégié par les investisseurs internationaux.

L'introduction de CACs dans les contrats obligatoires.

Dans ce contexte, la France, comme la Grèce et les autres souverains de l'OCDE, dispose de la possibilité d'user d'un instrument très puissant pour conduire une restructuration « douce » de sa dette souveraine, i.e. l'introduction d'une clause d'action collective (CAC) dans ses contrats obligataires. Comme on l'a vu, les CACs ne sont présents dans les contrats obligataires de la zone euro que depuis le 1^{er} janvier 2013, mais une disposition législative, de valeur juridique supérieure aux dispositions contractuelles de droit français, peut parfaitement les introduire de manière rétroactive dans les contrats obligataires conclus avant 2013. Comme dans le cas grec en 2012, l'introduction rétroactive de telles clauses pourrait permettre à une majorité qualifiée de créanciers (généralement 2/3) de se prononcer en faveur d'une offre de modification des termes de la dette par l'émetteur et d'imposer cette modification à l'ensemble des porteurs des obligations. Ainsi, les créanciers minoritaires ayant refusé l'offre de l'émetteur (« holdout creditors ») ne seraient pas en mesure de contester juridiquement la restructuration et de demander le remboursement intégral de leur créance (comme, par exemple, les créanciers minoritaires de l'Argentine qui continuent, en 2013, de rechercher auprès des cours de New York le remboursement de leurs obligations souveraines restructurées en... 2005).

Obtenir l'adhésion des créanciers.

L'introduction rétroactive de CACs dans les contrats obligataires français ne suffirait pas, en soi, à assurer une restructuration « douce » de la dette française car elle nécessite en outre l'accord d'une large majorité de créanciers sur la modification des termes contractuels proposée. L'histoire des restructurations souveraines conduites dans le passé montre néanmoins que les porteurs d'obligations sont tout à fait capables d'adhérer massivement à une offre de l'émetteur dès lors que le contexte économique et financier de cette offre justifie un ajustement des conditions de remboursement de la dette. Il n'y a aucune raison de penser que les créanciers de la France ne peuvent être placés dans une situation similaire. Dès lors que « les marchés » commenceront à prendre conscience de la situation fondamentalement dégradée des finances publiques françaises par rapport aux fondamentaux de l'économie nationale (et la crise de l'euro a montré combien cette prise de conscience peut être subite), ils pourront considérer les termes raisonnables d'une offre de restructuration correspondant à une remise à niveau des paramètres de la dette française en fonction de sa capacité effective de paiement (et assortie d'un fort engagement sur des réformes structurelles). Une offre de restructuration négociée de la part des autorités françaises vis à vis des porteurs d'obligations aurait toute les chances de recevoir l'assentiment d'une large majorité de créanciers (sans même prendre en compte la pression politique que le gouvernement pourrait exercer sur les créanciers nationaux).

Si tel n'était pas le cas, il existe des instruments techniques permettant de maximiser le taux de participation des créanciers dans un échange (des «sweeteners»). Par exemple, dans le cas de la Grèce, le débiteur a offert aux créanciers une enveloppe de cash financée par le programme d'aide de l'UE et du FMI. En outre, les nouvelles obligations émises ont été soumises au droit anglais (afin d'assurer aux créanciers la non réédition d'une modification unilatérale des dispositions contractuelles des titres) et assorties d'un «warrant» indexé sur la croissance future.

L'adoption de tels instruments devrait donc être envisagée pour

maximiser le taux d'adhésion des créanciers. Dans le cas de la France, un sweetener clé pourrait être le « rehaussement »,

c'est-à-dire l'apport en garantie à l'investisseur d'un actif de valeur. La question de collatéraliser la dette française - avec des propriétés d'Etat ou une titrisation des revenus futurs tirés des participations de l'Etat... - mérite d'être posée.

4.2.3. Une restructuration à brève échéance et a minima.

Les termes d'une restructuration négociée de la dette française dépendent fondamentalement d'une analyse de la soutenabilité à long terme reposant sur des hypothèses crédibles. En conséquence, plus la France attendra et plus la situation de ses finances publiques se dégradera, plus les termes de la restructuration qu'il faudra proposer aux créanciers seront durs. On retrouve ici le constat de bon sens de Lee Buchheit cité plus haut :

- **dans les conditions de 2013, avec un ratio de dette de l'ordre de 90%, il serait encore temps pour la France de proposer à ses créanciers un « reprofilage » relativement indolore** de sa dette, conditionné à l'engagement des autorités de conduire une politique de réformes structurelles ambitieuses. Un ajustement limité de la charge d'intérêt de la dette obligataire suffirait à infléchir la dynamique de l'endettement public, à condition bien sûr que les marges financières ainsi dégagées soient utilisées pour réduire le poids de l'Etat dans l'économie et à relancer la dynamique du secteur privé;
- **plus les autorités françaises se maintiendront dans le déni de la réalité, plus les termes d'une restructuration de la dette souveraine seront durs**, i.e. impliquant non seulement une réduction de la charge d'intérêt mais aussi un rééchelonnement des remboursements en principal. Du point de vue des créanciers, l'ajustement sera d'autant mieux accepté qu'ils auront une claire conscience de l'impasse financière dans laquelle la France se trouve. Du point de vue technique, le résultat final d'une restructuration se résumera à l'effort en VAN qui sera proposé aux créanciers, sur la base d'une analyse transparente de la capacité de paiement de la France et de la prise en compte des conditions d'intérêt du moment présent

(i.e. d'autant plus dégradée que le temps passera).

- **Pour les autorités françaises, une restructuration « a minima » constitue probablement une stratégie raisonnable susceptible de minimiser les coûts d'une telle opération en termes de crédibilité et de jugement par les agences de notation.** En revanche, une stratégie de restructuration plus agressive vis-a-vis des porteurs d'obligations serait plus risquée. En proposant une réduction en VAN plus forte, à travers par exemple un rééchelonnement sur une plus longue période ou une décote modérée sur les encours de la dette, les autorités françaises pourraient proposer aux créanciers de dégager des marges de sécurité financières supplémentaires susceptibles de renforcer le crédit du souverain dans la période suivante et destinées à crédibiliser l'engagement des autorités à ne pas renouveler ce type de restructuration. En pratique, une telle stratégie n'est de toute façon envisageable qu'à « froid » et non sans présenter des risques immenses.



Pour les autorités françaises, une restructuration « a minima » constitue une stratégie raisonnable susceptible de minimiser les coûts d'une telle opération en termes de crédibilité et de jugement par les agences de notation. En revanche une stratégie de restructuration plus agressive vis-à-vis des porteurs d'obligations serait plus risquée.

PARTIE 5

Qui paie ?

Paradoxalement, maintenant que nous avons en tête les options techniques, il vaut mieux considérer d'abord qui peut ou qui doit payer avant de se demander combien et comment. Le premier principe d'un défaut ordonné est en effet de ne provoquer ni ruine ni effet systémique ravageur. Par ailleurs, en termes d'arbitrage politique, il est nécessaire de comprendre quelles catégories de détenteurs seraient potentiellement les plus touchées.

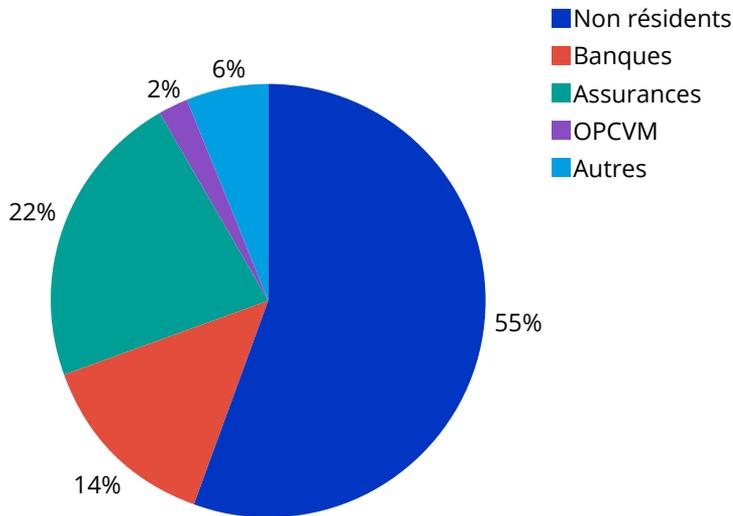
5.1 UN PROBLÈME EN SOI : L'ABSENCE DE TRANSPARENCE SUR LA DÉTENTION DE LA DETTE.

Déjà Necker, dans son *Compte rendu au Roi rendu public en janvier 1781*, regrettait dans son préambule qu'en France on fasse « constamment un mystère de l'état des finances », plaçant ainsi les créiteurs « sous la caution, pour ainsi dire, du caractère moral du ministre des finances »...

Aujourd'hui, l'Agence France Trésor publie sur son site internet des données relatives à la détention de la dette de l'Etat qui sont loin d'être exhaustives.

L'AFT publie tout d'abord une répartition de la détention des OAT par groupes de porteurs, en données trimestrielles transmises par la Banque de France. Les données les plus récentes portent sur le 2^e trimestre 2012. Au 1^{er} juillet 2012, elles indiquent une répartition comme suit de la détention de la dette française entendue au sens large (court, moyen et long terme) :

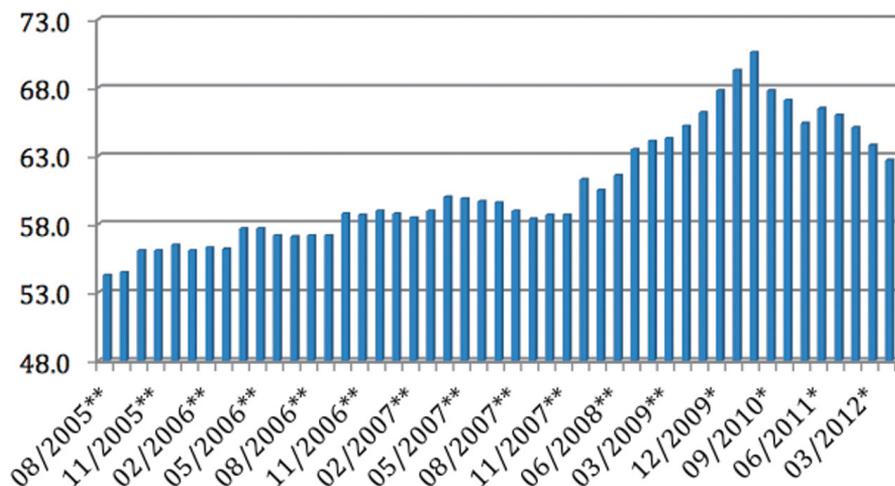
Structure de la détention de la dette française au sens large (court et long terme : OAT, BTAN et BTF) au 30 juin 2012.



Source : AFT

L'AFT publie en outre une série historique de la détention par des non-résidents de l'encours d'OAT, i.e. les instruments de la dette à long terme exclusivement. Ces données sont issues des statistiques de la balance des paiements élaborées par la Banque de France. Fin juin 2012, moins de 63% de la dette à long terme française était détenue par des créanciers non-résidents. Ce ratio a évolué de 33% en 1997 à 70% en 2010, juste avant la phase la plus aiguë de la crise de l'euro. Notons qu'il reste plus élevé que celui concernant la dette publique totale, ce qui témoigne d'une préférence marquée des détenteurs étrangers pour les titres à long terme, et le maintien d'une détention relativement forte par les acteurs domestiques (notamment les banques et les fonds) pour les titres de la dette à court terme.

Détention de la dette à long terme par les non-résidents en %



Source : AFT

Mais ces données de l'AFT manquent de précision. Comme le Ministère des finances l'a lui-même indiqué en 2010 en réponse à une question écrite d'une parlementaire⁴⁵, l'AFT n'est pas en mesure d'identifier précisément les innombrables détenteurs des titres émis par la France, le droit français limitant l'obligation d'identification nominative obligatoire aux titres financiers donnant accès au capital des entreprises. Les données publiées sont donc des estimations à partir de données fournies par la Banque de France. Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT – les très grandes banques nationales et internationales) qui participent aux adjudications des titres du Trésor français détiennent des évaluations des détenteurs finaux à l'issue de chaque opération d'émission, mais ces données sont confidentielles. Le dépositaire central des titres de la dette française, Euroclear France, dispose également d'informations relatives à la juridiction dans laquelle est enregistré chaque établissement financier souscripteur, mais ces données ne sont pas publiques. On peut regretter cette situation, qui obère la capacité du gouvernement à concevoir des politiques publiques optimales faute d'informations suffisantes.

^[45] Question n°80274, réponse du 9 novembre 2010.

5.2 ESTIMATION DES DÉTENTEURS DE LA DETTE FRANÇAISE.

Des sources d'informations complémentaires permettent d'affiner l'identification des grands groupes de porteurs des titres français. Les déductions qui suivent restent toutefois de l'ordre d'une estimation très approximative combinant des données de nature différente⁴⁶. On ne peut que déplorer le manque de transparence des autorités françaises sur ce sujet (y compris vis-à-vis d'elles-mêmes !).

Détention de la dette par origine géographique.

A partir des données publiées par le FMI sur les portefeuilles internationaux (coordinated portfolio investment survey, CPIS), il est possible d'identifier approximativement les pays d'origine des principaux détenteurs des titres de dette émis par des résidents français⁴⁷ (secteur public et secteur privé). Fin 2011, l'enquête CPIS révélait la structure de détention suivante :

	En Milliard de dollars	%	% de la dette française
Allemagne	254,18	12,39%	6,81%
Royaume-Uni	173,56	8,46%	4,65%
Italie	89,7	4,37%	2,40%
Espagne	38,00	1,85%	1,02%
Pays-Bas	137,42	6,70%	3,69%
Belgique	93,54	4,56%	2,51%
Autriche	23,67	1,15%	0,63%
Finlande	18,43	0,90%	0,50%
Grèce	2,46	0,12%	0,07%
Portugal	12,97	0,63%	0,35%

^[46] Nos estimations combinent de manière méthodologiquement inexacte détention publique et privée ; dette totale et OAT à long terme. Elles doivent être prises *cum grano salis*...

^[47] Le total de titres de dette à court terme et long terme recensé par le CPIS en 2011 est de 2052 milliards de dollars soit environ 1580 milliards d'euros. La dette de l'Etat représente de l'ordre de 75% du total de cette dette détenue à l'étranger. Les données du CPIS peuvent donc donner une approximation assez juste de la répartition de la détention de la dette publique à l'étranger.

	En Milliard de dollars	%	% de la dette française
Chypre	1,6	0,08%	0,04%
Slovénie	1,73	0,08%	0,04%
Irlande	80,96	3,95%	2,17%
Luxembourg	189,27	9,22%	5,07%
Slovaquie	2,75	0,13%	0,07%
Suède	8,89	0,43%	0,24%
Danemark	14,84	0,72%	0,40%
États-Unis	91,47	4,46%	2,45%
Japon	123,63	6,03%	3,32%
Chine	13,08	0,64%	0,35%
Canada	6,25	0,30%	0,17%
Australie	7,76	0,38%	0,21%
Guernesey	11,06	0,54%	0,30%
Jersey	9,64	0,47%	0,26%
Corée	2,6	0,13%	0,07%
Kazakhstan	2,975	0,14%	0,08%
Norvège	32,55	1,59%	0,87%
Singapour	15,33	0,75%	0,41%
Suisse	72	3,51%	1,93%
Actifs de réserve	499	24,32%	13,38%
Total des investisseurs	2051,82	100,00%	55,00%

Zone Euro	974,14	46,16%	25,39%
Reste UE	197,29	9,62%	5,29%
Total Europe	1269,68	61,88%	34,03%

Il ressort de ces données que les banques centrales étrangères, disposant de réserves de change très importantes, détiennent environ 13% de la dette totale de la France (Chine, Corée, Taïwan, Russie, Brésil, Mexique, Algérie ...), les actifs de réserve étant comptabilisés en dehors des autres modes de détention publics et privés.

En dehors des banques centrales, les détenteurs issus de la zone euro représentent, selon cette base de données, un peu moins de 50% des détenteurs étrangers (46% fin 2011) et détiennent de l'ordre de 25% de la dette totale. Les détenteurs européens au sens large (y compris la Suisse et la Norvège) représentent 62% des détenteurs étrangers et 34% de la dette totale.

Les détenteurs non européens, toujours en dehors des banques centrales, représentent donc le reste, i.e. 14% seulement des détenteurs extérieurs soit 7,7% de la dette totale. Si l'on y ajoute les actifs de réserve détenus par les banques centrales (très majoritairement hors de l'UE), les détenteurs non-européens détiennent environ 20% de la dette française.

La structure de détention de la dette publique française peut donc être répartie en trois parts assez comparables : plus d'un tiers de détention domestique (45%), un tiers de détention par nos partenaires européens (35%) et moins d'un tiers en dehors de l'Europe (20% dont plus de la moitié par des banques centrales). Cette structure est assez favorable en termes de stabilité financière et de diversification des types de détenteurs.

Détention de la dette par catégories de détenteurs.

S'agissant du profil des détenteurs étrangers de la dette publique, les données de l'Autorités Bancaire Européenne et de la Banque des Règlements Internationaux apportent des éclairages complémentaires. En juin 2012, les banques de la zone euro détenaient 36 Md€ de dette française (2,5% de la dette négociable totale), soit 10% des encours détenus par les agents de la zone euro (25%). **Au sein de la zone euro, la vaste majorité de la dette est donc détenue par des investisseurs institutionnels à titre de placement à long terme.**

Selon les statistiques de la BRI, l'ensemble des banques internationales détenaient en septembre 2012 de la dette française à hauteur de 206 Md€ (ce chiffre atteignait 242 Md€ en 2010).

Si on retire les montants estimés détenus par les banques de la zone euro (36 Md€) et les banques françaises (115 Md€), les montants détenus par les autres banques étrangères, y compris européennes hors zone euro, pourrait donc être estimé de l'ordre de 50 Md€ soit moins de 4% de la dette française totale.

Dans la part de la dette détenue par des agents économiques français, les assurances représentent 50% des encours (22% de la dette totale), **les banques 30%** (14% de la dette) **et les OPCVM 4%** (2% de la dette). Cette répartition traduit une très forte intermédiation de la détention de la dette par les agents domestiques :

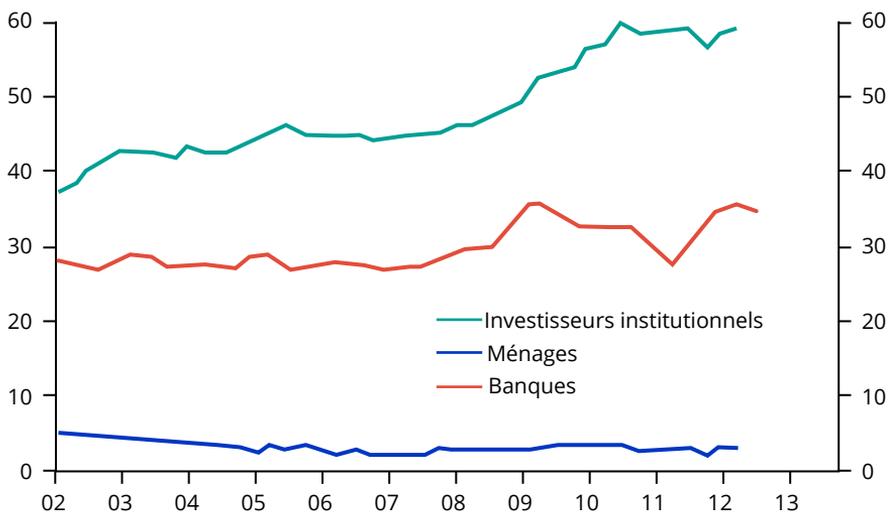
Les OAT sont un instrument privilégié de placement à long terme en euro des sociétés d'assurance qui jouent le rôle en France de gestionnaire principal de l'épargne des ménages collectée par des acteurs privés (principalement sous forme de contrats d'assurance vie). En outre, les OAT sont l'instrument privilégié par les sociétés d'assurance pour le placement de leurs réserves techniques réglementaires. Les assurances sont une catégorie de détenteurs de la dette publique relativement stable (selon une enquête de la banque de France de 2007, la durée moyenne de détention d'une obligation est de 6 mois pour une compagnie d'assurance contre 6 jours pour un établissement de crédit). Sur longue période, la détention de la dette par les sociétés d'assurance a augmenté de manière régulière, ces créanciers jouant le rôle d'acheteurs de référence des émissions françaises en période de fort appel au marché (déficits publics élevés).

Les banques françaises détiennent des encours importants de titres de la dette publique, dans une proportion relativement stable au cours du temps. La détention de la dette par les banques est principalement motivée par les réglementations prudentielles qui encouragent fortement les banques à détenir des actifs « sans risque ». Les instruments de la dette publique servent également de collatéral de référence dans de nombreuses transactions bancaires sécurisées (et notamment les opérations de refinancement des banques centrales).

En revanche, les OPCVM sont faiblement exposés à la dette française compte tenu des rendements faibles qu'elles procurent.

- La détention directe par les ménages français est très faible, contrairement à d'autres pays européens ou à des situations passées. En Italie, les ménages détiennent l'équivalent de 40% du PIB en titres de la dette publique. Au Portugal, ce ratio atteint 14% (source Natixis).

France : encours d'obligations détenues par les ... (en % du PIB)



Source : Datastream, NATIXIS

Structure de détention de la dette publique en 2012 (Evaluation approximative)

	% de la dette totale	Montant détenu en md€*
Détention domestique	45%	620
dont assurances	22%	303
<i>dont banques</i>	14%	193
<i>dont OPCVM</i>	2%	27
<i>dont autres</i>	6%	83

Au final, la structure de détention de la dette française à long terme peut être retracée de la manière suivante, en 2012 :

Détention par les non-résidents	55%	759
<i>dont banques centrales</i>	13%	179
<i>dont investisseurs zone euro</i>	25%	345
- banques de la zone euro	2,5%	34
- détenteurs zone euro hors banques	22,5%	310
<i>dont investisseurs hors zone euro</i>	17%	234
- banques hors zone euro	4%	55
- détenteurs hors zone euro hors banques	13%	179

* pour une dette négociable totale de 1380md€ au 30 juin 2012

Source : GenerationLibre

Cette structure est plutôt rassurante, au sens où les acteurs à fort potentiel systémique (banques et banques centrales), ainsi que les créanciers hors zone euro (par définition plus difficiles à convaincre en cas d'échange volontaire) détiennent une part relativement minime de la dette totale. **Les détenteurs les plus significatifs de la dette sont donc les investisseurs institutionnels français et européens : assureurs (Axa, Allianz...), mutuelles (MMA, MAAF, Groupama...), fonds d'investissement.**

5.3 QUELS GROUPES DE PORTEURS FAUDRAIT-IL CIBLER ?

Dès lors que les autorités françaises souhaiteraient proposer à leurs créanciers une restructuration négociée de la dette, il conviendrait pour elles de maximiser les chances d'une acceptation par une large majorité de créanciers, notamment dans le cas où des CACs seraient rétroactivement introduites dans les contrats obligataires.

Techniquement, une restructuration pourrait même chercher à cibler certaines catégories de créanciers, à condition de passer par la loi qui seule a le pouvoir de passer outre les clauses de pari passu (traitement égal des créanciers) présentes dans les contrats obligataires. Dans le cas de la Grèce, par exemple, un tel ciblage a clairement été recherché par les autorités lorsqu'elles ont envisagé, en juin 2011, de proposer plusieurs options possibles pour participer à la restructuration.

Passons en revue les principaux profils de créanciers.

5.3.1. Public / privé.

La première question est bien sûr la plus politique : faut-il faire payer les entités publiques ou les détenteurs privés ? Lors de la crise de la dette des années 1980, la démarche coopérative finalement adoptée à partir de 1988 (Plan Brady, termes de « Toronto » du Club de Paris) a visé à faire subir le même effort d'annulation de dette aux créanciers publics et privés. Cette démarche, conduite par les créanciers publics du Club de Paris, s'est manifestée dans l'affirmation du principe de « comparabilité de traitement » entre créanciers publics et privés qui demeure aujourd'hui au cœur des principes d'action de cette institution.

On a vu cependant que, dans le cas grec, les Etats avaient d'abord accepté de payer sous forme d'un bail-out (non pas remise de dette, mais prêts souverains bonifiés), avant d'imposer une « haircut » partiel au secteur privé exclusivement. Cette démarche, motivée principalement par des raisons politiques et par le fait que l'immense majorité de la dette grecque était détenue, en 2009, par des acteurs privés, a toutefois largement échoué. En outre, elle pouvait s'expliquer par des considérations d'ordre technique et comptable. Une partie des créanciers privés étant soumis à une comptabilité en valeur de marché (valorisation des portefeuilles d'actifs à la valeur de marché), une restructuration est pour eux indolore car les pertes de valorisation des créances en valeur de marché sont intégrées en temps quasi réel dans leurs comptes et donc leurs provisions. Cette situation concerne les détenteurs les plus spéculatifs qui détiennent leurs titres dans un « trading book ». Les autres créanciers privés, qui valorisent plutôt leurs actifs à la valeur d'acquisition (« banking book »), sont potentiellement plus exposés à des pertes en VAN dans le cadre d'une restructuration. Néanmoins, comme l'a montré le comportement des grandes banques européennes dans le cas grec, ces opérateurs sont aussi amenés, lorsque le risque d'une restructuration se précise, à « prendre leurs pertes » en ajustant leurs bilans.

De plus, les difficultés à faire payer les créanciers publics ne doivent pas être minimisées. Les banques centrales nationales de la zone

euro sont des organismes financiers relativement fragiles, dont les pertes sont, au final, supportées par leur Etat membre, ce qui est porteur à terme de fortes tensions diplomatiques, probablement au détriment de la cohésion de l'eurozone. Pour les pays émergents, la solidité financière de leurs banques centrales n'est pas en cause, mais le risque de rétorsions commerciales serait important.

Au final, les sains principes du Club de Paris (traiter de manière indiscriminée les détenteurs privés et publics) semblent devoir être nuancés devant la réalité économique et politique européenne. Si seulement 13% de la dette publique française est détenue par des banques centrales, le risque politique pris en les mettant à contribution ne serait pas à la hauteur de son rendement économique.

5.3.2. Résidents / non-résidents.

Il ne serait pas absurde de considérer, politiquement, que les « résidents » ont globalement une part de responsabilité plus importante dans la situation financière de la France, ne serait-ce qu'à travers le vote du budget par leurs représentants au Parlement. De plus, il serait plus facile pour les autorités françaises d'inciter les compagnies d'assurance et les banques nationales à accepter la restructuration des obligations souveraines compte tenu des nombreux leviers d'ordre réglementaire, prudentiel, et plus globalement politique, dont elles disposent vis à vis de ces détenteurs. Le cas grec a été de ce point de vue très éclairant : les autorités hellènes n'ont pas hésité à peser de tout leur poids pour inciter les grandes banques privées grecque à participer pleinement à la restructuration de la dette. Elles ont également fait en sorte que le fonds de pension public national participe à l'effort demandé aux créanciers.

Dans le cadre d'une initiative concertée avec nos partenaires européens, on pourrait envisager que les partenaires européens de la France agissent semblablement avec les détenteurs présents sur leur sol. En revanche, les créanciers internationaux privés seraient par nature beaucoup plus insaisissables.

Néanmoins, s'agissant des banques, la participation prioritaire des banques domestiques à la restructuration de la dette est dangereuse et revient, pour l'Etat à se tirer une balle dans le pied dès lors qu'il devra assurer lui-même la recapitalisation de ces banques en cas de perte en capital trop importante. C'est exactement ce qui est arrivé dans le cas grec : l'effacement d'environ 100 Md€ de créances obligataires en mars 2012 a fortement affecté les banques grecques, premières détentrices de la dette, et rendu nécessaire une recapitalisation par l'Etat grec de son secteur bancaire à hauteur de 50 Md€. L'Etat étant incapable de trouver de tels montants, il a dû les emprunter au FMI et à l'UE, ce qui a réduit d'autant l'effet net de la restructuration. Pour les banques domestiques, l'effort qui peut leur être demandé doit donc être précisément évalué (voir chapitre 6.1.1).

Les sains principes du Club de Paris - traiter de manière indiscriminée les détenteurs privés et publics - doivent être nuancés devant la réalité économique et politique européenne.

Au final, les créanciers domestiques sont susceptibles d'être convaincus plus facilement de prendre part à une restructuration de la dette, mais cette participation n'est souhaitable que si l'effort demandé reste raisonnable, notamment s'agissant des banques. Si l'Etat envisage une restructuration plus lourde, la mise à contribution des détenteurs étrangers de la dette est sans doute plus difficile à obtenir, mais ses conséquences directes sur la stabilité financière nationale moins graves.

5.3.3. Jeunes / vieux.

Au-delà des aspects purement financiers, une restructuration viserait également à rétablir une forme d'équité entre les générations en inversant la logique actuelle d'endettement au bénéfice des générations actives.

Au regard de cet objectif, une restructuration de la dette réussie permet de mettre relativement davantage à contribution les porteurs de la dette publique résidents et âgés qui ont été et qui sont encore les premiers bénéficiaires des déficits sociaux et des politiques d'allégement de l'impôt sur le revenu des années 2000 non compensées par des baisses de dépenses.

Or les statistiques publiées sur la détention des contrats d'assurance vie, i.e. le placement phare des ménages français pour leur épargne financière en vue de la retraite et de la transmission de leur patrimoine, témoignent d'une forte surreprésentation des ménages âgés et financièrement très avantagés dans la détention de ces produits. Selon l'enquête « Patrimoine » de l'Insee (2012), le taux de détention d'un contrat d'assurance vie est le plus élevé dans les catégories âgées de plus de 50 ans (56% pour la catégorie 50-59 ans, contre 48% en moyenne nationale) et va croissant avec le niveau du patrimoine. Cette catégorie de la population est la première bénéficiaire de la charge d'intérêt annuelle de la dette publique assise principalement sur l'impôt payé par les contribuables actifs.

Un tel résultat plaide donc en faveur d'un effort prioritaire de la part des détenteurs domestiques des produits de placement (contrats d'assurance vie et OPCVM) qui sont, très majoritairement, des épargnants âgés dont le patrimoine est élevé.

5.3.4. Obligations en droit local / droit international.

Comme on l'a vu, un régime contractuel de droit local offre la possibilité aux autorités de modifier par la loi, dont la valeur juridique est supérieure au droit contractuel, les termes de l'ensemble des obligations émises dans l'avenir, mais aussi dans le passé. En outre, en vue de conduire une restructuration moins agressive vis-à-vis des porteurs, les autorités ont aussi la possibilité, comme la Grèce en 2012, d'introduire rétroactivement des CACs dans les contrats obligataires passés afin d'organiser une consultation ordonnée des porteurs et une approbation à la majorité qualifiée de la restructuration sans que les créanciers minoritaires (holdouts) soient en mesure de bloquer l'opération.

Au contraire, émettre sa dette sous un droit étranger (le droit de New York ou le droit de Londres, dans la majorité des émissions souveraines des pays non OCDE qui émettent dans une devise différente de leur monnaie nationale) ne permet pas de conduire une restructuration ordonnée avec une telle efficacité car le souverain ne peut, par une loi de droit interne, modifier le droit international. L'exemple de l'Argentine, est de ce point de vue très éclairant.

Aujourd'hui encore, le défaut de 2001 sur ses obligations émises en droit international pose des problèmes juridiques : ainsi le hedge fund américain NML Capital Ltd a-t-il récemment réclamé auprès à une Cour New-Yorkaise le paiement de la valeur totale des obligations souveraines pourtant restructurées en 2005 avec l'assentiment d'une large majorité des porteurs, sur le fondement de l'égalité de traitement des créanciers (principe dit du « pari passu »). En l'absence de CAC dans ses contrats obligataires d'origine, les autorités argentines n'ont pas été en mesure d'éteindre juridiquement les droits des anciens porteurs non coopératifs (au premier rang desquels des « fonds vautours » spécialisés dans la récupération de créances souveraines dépréciées).

Dans le cas français, cette difficulté posée par les émissions en droit étranger n'existe pas. La France émet en effet sa dette en droit français, comme l'ensemble des pays de l'OCDE. Elle dispose donc de l'ensemble des instruments juridiques disponibles en droit domestique pour conduire une restructuration ordonnée de sa dette souveraine.

En conclusion, on peut imaginer qu'une restructuration vise en priorité certaines catégories de détenteurs, tels que les créanciers domestiques / privés (donc en épargnant les banques centrales étrangères) / âgés (via les assurances-vie et les OPCVM). Néanmoins, une telle approche ne serait sans poser d'importants risques juridiques et politiques qu'il conviendrait d'étudier plus en détails.

Dans le cas français, la difficulté posée par les émissions en droit étranger n'existe pas. En effet la France émet sa dette en droit français, comme l'ensemble des pays de l'OCDE. Elle dispose donc de l'ensemble des instruments juridiques disponibles en droit domestique pour conduire une restructuration ordonnée de sa dette souveraine.

PARTIE 6

Quels risques et comment les maîtriser?

« La crainte de détruire à jamais le crédit, à supposer que ce soit un mal, est un vain épouvantail. En réalité, un homme prudent préférera prêter à l'Etat dès que nos dettes seront épongées plutôt que maintenant. »

David Hume, *Du crédit public*

6.1 RISQUE SYSTÉMIQUE.

S'il y a un risque que l'Etat ne peut pas prendre, c'est celui de perdre la maîtrise du processus et de déstabiliser le système économique dans son ensemble.

6.1.1. Exposition des banques et assurances.

Les banques françaises et étrangères détiennent environ un cinquième de la dette souveraine française et la part des sociétés d'assurance française est à peu près équivalente. Il conviendrait donc de s'assurer qu'un défaut négocié n'entraînerait pas une situation de tension majeure sur ces acteurs à fort potentiel systémique.

Banques et assurances françaises.

On peut distinguer trois niveaux d'exposition au risque souverain pour les institutions financières :

- **l'exposition directe à travers les portefeuilles d'obligations souveraines qu'elles détiennent.** Il convient d'y ajouter toutes les expositions au travers de produits dérivés lorsqu'ils ne sont pas collatéralisés.
- **l'exposition indirecte : au-delà de l'exposition au souverain, ainsi qu'aux entités quasi publiques ou dépendantes des régions, une crise majeure de la dette s'accompagnera d'une récession importante dans le pays.** Une banque est structurellement exposée au travers de ses activités de détails et de financement des entreprises.

- **une troisième exposition est celle qui surviendrait en cas d'éclatement de la zone euro avec le risque de redénomination.**

Les groupes financiers débordent largement nos frontières et chaque type de contrat peut se retrouver re- dénommé soit en "nouveau franc" soit en "euro" ou "DM". Il n'existe aucun précédent de ce type d'exercice et les juristes restent prudents sur la manière dont ce mécanisme pourrait fonctionner. Il est néanmoins très clair que si une banque avait l'essentiel de ses actifs re-dénomés en devise faible (le nouveau franc en cas de crise et de sortie de la France de l'euro) et ses ressources en DM (devise fortes), la perte correspondante serait imputée sur ses fonds propres. Compte tenu de l'effet de levier naturel du bilan bancaire, les conséquences seraient dévastatrices, et même un fort niveau de capitalisation ne suffirait pas à contenir le problème.

Par ailleurs, si la confiance accordée à un Etat venait à disparaître, les banques nationales seraient affectées à leur tour. On peut citer par exemple:

- **une dégradation des ratings des banques**, la plupart des agences de rating considérant qu'il est difficile pour une institution fortement exposée à un pays d'avoir un rating supérieur à celui du gouvernement.
- **des problèmes de liquidité**, exacerbés par les déposants qui auront encore la possibilité de déposer leurs fonds dans des banques en-dehors du pays. La garantie souveraine sur les dépôts, qui est valable uniquement pour les particuliers, ne constitue plus une réponse adéquate dans un contexte de doute sur la solvabilité du souverain et en absence d'une réelle garantie des dépôts dans le cadre de l'union bancaire européenne.
- **le rapatriement des capitaux étrangers**, rendue aisée par l'internationalisation de la finance.
- **l'effet domino. En cas de restructuration françaises, il est peu probable que d'autres pays périphériques - plus faibles a priori - ne voient également leur situation devenir se dégrader.** Dans ce cas-là, il ne faudrait pas simplement considérer l'exposition française mais également celle de tous les pays que l'on peut considérer comme « à risque » : l'Espagne, le Portugal, l'Italie mais aussi certains autres pays Européens dont les finances publiques sont relativement affaiblies comme la Belgique.

Aujourd'hui, les quatre banques les plus exposées sont, d'après la European Banking Authority, toutes françaises : BPCE (Banque Populaire / Caisses d'Épargne), qui détient à 36,2 Md€ de dette souveraine françaises ; Crédit Agricole (28,2 Md€) ; Société Générale (16,7 Md€) ; BNP Paribas (9,4 Md€). Pour relativiser ces chiffres, rappelons que BNP-Paribas (par exemple) dispose de plus de 59 Md€ de capital⁴⁸.

L'exposition des compagnies d'assurances est différente par nature : alors que les banques dépendent de la liquidité fournie par ses clients pour prêter, les compagnies d'assurance bénéficient de ressources structurellement stables. En France, les actifs longs gérés par les compagnies d'assurance proviennent en majorité de l'épargne collectée au travers de contrats d'assurance vie. Ceux-ci ne peuvent être rachetés avant l'échéance, généralement 7 ans, sans le paiement de pénalités. Le risque de rachat de ces contrats existe mais il est structurellement plus faible que celui des banques.

Même si le risque de liquidité est structurellement moindre, il n'en reste pas moins que les actifs généraux des compagnies d'assurances restent essentiellement investis en obligations. Ces contrats nécessitent des fonds propres afin de couvrir les éventuelles garanties en capital données aux clients. La quote-part des obligations d'état et en particulier du souverain domestique est traditionnellement très élevée dans ces portefeuilles (AXA France, CNP etc.). De plus, les obligations d'Etat constituent typiquement une grande partie des plus-values latentes des assureurs. La baisse des valeurs de marché des obligations souveraines va donc traditionnellement de pair avec une baisse de la solvabilité des assureurs (ex. Generali en Italie).

^[48] Au sens du « Common Equity Tier 1 » (voir Annexe 3)

Exposition des banques et assurances hors de France.

L'exposition des banques et compagnies d'assurances situées hors de France n'est pas de nature différente de celle des institutions financières nationales. Néanmoins, le quantum de l'exposition est naturellement plus faible. De leur point de vue, la restructuration de la dette d'un souverain non domestique s'analyse comme la restructuration de la dette d'un grand groupe industriel : des provisions sont passées qui affectent la profitabilité de l'exercice et donc les fonds propres, mais ces provisions devraient rester d'un montant gérable.

Il convient de souligner qu'en cas de stress sur la dette souveraine, les institutions non domestiques ont naturellement tendance à réduire très vite leur exposition en liquidant les actifs à risque.

Cet effet de « nationalisme » a été très net durant la crise européenne. Alors que les institutions locales n'ont réduit que lentement leurs engagements directs sur le souverain, les investisseurs institutionnels non domestiques ont très rapidement réduit leur exposition. En cas de stress, c'est ce mécanisme de réduction du risque qui impacte en grande partie le taux de la dette souveraine. En pratique, quand les grands investisseurs institutionnels ont liquidé leur position, laissant souvent celle-ci fortement décotée, la liquidité et la volatilité des titres souverains baissent significativement.

6.1.2. Outils de gestion de crise.

La première ligne de défense des institutions financières est bien sûr préventive.

D'une part, la plupart des acteurs ont d'ores et déjà entrepris de mieux diversifier leurs expositions, ce qui aura un impact relativement lourd à long terme sur la demande structurelle pour la dette souveraine, surtout du point de vue des compagnies d'assurance.

Mais surtout, comme on l'a vu, les nouvelles dispositions réglementaires ont abouti à augmenter les niveaux de fonds propres des banques. Le grand progrès des nouvelles normes, autant CRD IV pour les banques que Solvabilité II pour les compagnies d'assurances, est d'améliorer – voire pour les assurances de créer – des exigences de capital qui correspondent au niveau de risque de l'entité. Pratiquement, le passage de Bale II (norme pré-crise) à CRD IV revient à un quasi un triplement des minima de capital réglementaire. Ce renforcement massif de la capitalisation des banques est probablement la mesure la plus efficace jamais prise pour renforcer la capacité du système bancaire à faire face à des situations de stress que l'on pourrait qualifier de « normales », sans pour autant les immuniser contre un risque systémique.

Une troisième ligne de défense est de nature comptable. Les institutions financières ont eu tendance, dans les dernières années, à opter de plus en plus pour une comptabilisation à la valeur de marché de leurs actifs, ce qui les expose à des pertes massives en cas de dévalorisation des dettes sur les marchés (Grèce, Portugal, Espagne, Italie en 2011...). Néanmoins, cette pratique n'a pas que des désavantages en cas de restructuration : dans le cadre d'un échange de titres, les banques et les assurances prendront en compte la perte de valeur « réelle » (en VAN) de l'opération par rapport à la situation précédente. En cas de restructuration « maîtrisée » assortie d'un effet en VAN significatif mais raisonnable, l'impact comptable sur le bilan et les fonds propres de ces institutions serait donc maîtrisable.

Enfin, dans le cas où, malgré ces dispositions, une recapitalisation s'avérerait nécessaire, la logique qui tend à prévaloir aujourd'hui est celle du « bail-in ». Afin de garantir la stabilité du système financier et d'éviter qu'une faillite bancaire, en particulier celle d'une institution systémique, ne pèse sur les finances publiques, les régulateurs cherchent à faire supporter en priorité aux actionnaires et créanciers privés le coût d'une recapitalisation. L'objectif est de réduire le risque d'aléa moral et d'inciter les banques à une grande prudence dans leur gestion. La mise en œuvre de cette approche doit être finalisée dans la « Crisis Management Directive » (CMD), qui avec CRD IV renouvelle le dispositif de réglementation bancaire européen, et devrait garantir une meilleure résistance de celui-ci aux crises. De manière importante, la CMD distingue le rang de subordination des différents créanciers.

La CMD n'est pas encore finalisée, et aucun pays n'a encore adopté les dispositions idoines. Néanmoins, lors de la faillite récente de la banque Néerlandaise SNS, le gouvernement des Pays-Bas n'a pas hésité à utiliser de facto une approche de bail-in en nationalisant tous les titres subordonnés émis par la banque. En pratique, le gouvernement a exproprié les porteurs afin d'utiliser ces titres acquis pour zéro dans une opération de recapitalisation, tandis que les créanciers seniors de SNS semblent eux épargnés par le sauvetage de la banque. Le cas chypriote actuellement en discussion est plus dangereux. En effet, les créanciers senior non garantis (typiquement les dépôts de montant dépassant la garantie de 100 000 EUR ainsi que les dépôts des sociétés) pourraient être mis à contribution. Dans cette perspective, les entreprises et les détenteurs de capital deviennent les payeurs en dernier ressort.

La question n'est fondamentalement pas différente dans le cas des assurances. La constatation d'une perte en cas de restructuration va également amputer leurs fonds propres. Mais les assurances ont assez facilement la possibilité de répercuter sur les comptes de leurs clients l'impact de la restructuration (sous forme d'une moindre rémunération ou d'une perte en capital, comme cela été le cas pour l'ensemble des détenteurs d'assurance vie français dont les contrats ont subi, sans qu'ils s'en rendent véritablement compte, les effets de l'annulation partielle des titres de dette grecque qu'ils détenaient indirectement dans leurs portefeuilles). In fine, ce sont donc les assurés qui devront encaisser une grande partie de la perte.

En conclusion, les banques et assurances peuvent supporter une restructuration douce, à condition que celle-ci ait été opérée de manière ordonnée et n'entraîne donc pas de défiance généralisée. Si, malgré les précautions prises, les fonds propres devaient être trop affectés, le choc serait essentiellement supporté par les « grands comptes » et les bénéficiaires des assurances-vie.

L'annexe 3 (P. 129) présente plus en détail les effets d'une restructuration sur les ratios de capital des banques françaises, et montre qu'un « haircut » de 25% pourrait être absorbé. En revanche, un niveau plus important (de l'ordre de 50%) déstabiliserait l'ensemble du système bancaire et appellerait des recapitalisations.

6.2 RISQUE JURIDIQUE.

Comme on l'a vu, la France est de ce point de vue dans une position relativement confortable. Les OAT sont en effet régies par le droit français. Le cadre juridique est fixé par le Décret n° 2010-1722 du 30 décembre 2010 relatif à l'émission des valeurs du Trésor. Ce décret stipule notamment dans son article 1 que « le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie est autorisé à échanger ou à racheter, sur le marché, tout titre de la dette publique négociable. » L'Etat français a donc la flexibilité de proposer par décret aux détenteurs de dette de les échanger à perte, afin de réduire l'endettement global de l'Etat français.

L'option étudiée d'introduction rétroactive de CACs supposerait néanmoins de passer par la loi et donc un vote du Parlement, car seule la loi peut en droit français comporter des dispositions rétroactives. Selon la jurisprudence du Conseil Constitutionnel, un « intérêt général suffisant » doit cependant être démontré⁴⁹ ; le Conseil d'Etat juge en outre qu'un juste équilibre doit être ménagé entre l'atteinte aux droits découlant de lois en vigueur et les motifs d'intérêt général susceptible de la justifier⁵⁰. Au niveau européen, le règlement Rome I prévoit de la même manière des « overriding mandatory provisions » qui peuvent défaire les contrats au nom de l'intérêt général. Dans le cas d'espèce, la nécessité d'intérêt général est un présupposé de la décision de restructurer. Notons que la question ne se posera pas pour les nouvelles obligations incorporant déjà des CACs – c'est à dire toutes celles émises à partir du 1^{er} Janvier 2013.

S'agissant du droit européen, le cas grec a bien montré en 2010 que la restructuration de la dette souveraine n'est nullement interdite par les Traités, qui ignorent assez largement la question de la dette publique. En un sens, les traités envisagent même implicitement les défauts souverains lorsqu'ils introduisent une règle de non-renflouement des Etats et des institutions publiques (règle dite du « no bail-out » de l'article 125). Le défaut partiel de la République hellénique sur sa dette obligataire vis à vis des créanciers privés a d'ailleurs été mise en œuvre en 2012 en étroite coopération avec les institutions européennes.

^[49] CC, n° 98-404 DC du 18 décembre 1998 et n° 99-422 DC du 21 décembre 1999.

^[50] CE, Ass., 27 mai 2005, Provin, n° 277975.

6.3 CROSS-DEFAULT.

Une autre source d'inquiétude pour un débiteur désireux de renégocier sa dette avec ses créanciers a trait aux « cross default provisions » insérées dans la documentation contractuelle. Il s'agit de clauses qui prévoient que si le débiteur fait défaut vis-à-vis d'un ou plusieurs créanciers, alors l'ensemble de la dette régie par le même contrat devient exigible, au-delà d'un seuil de déclenchement. En l'absence d'information précise sur le contenu des contrats types régissant les émissions d'OAT, il n'est pas possible de mesurer très clairement ce risque, mais il est probable que ces contrats intègrent ce type de dispositions.

Pour relativiser le risque « d'accélération » des clauses de remboursement de la dette, il convient de rappeler que ces dispositions visent avant tout à instaurer une solidarité de fait entre les différents créanciers afin de ne pas les inciter à rechercher des termes plus favorables de traitement en cas de restructuration. **En pratique, les créanciers renoncent le plus souvent à demander l'accélération des créances pour ne pas perturber la conduite de discussions avec le débiteur sur une restructuration.**

Dans le cas d'un Etat, ces provisions pourraient néanmoins inciter à ne pas rechercher à discriminer au sein des différentes catégories de porteurs et de leur proposer des termes de restructuration équivalents, au moins en termes d'effort en VAN.

Maintenant, comme nous l'avons vu, les contrats obligataires de la France étant régis par le droit national, rien n'empêcherait une loi de suspendre l'application de ces clauses si l'Etat décidait de traiter inégalement ses créanciers dans son offre de restructuration.

6.4 DÉCLENCHEMENT DES CDS.

L'existence du marché des CDS souverains est une autre difficulté souvent mise en avant pour exclure l'hypothèse d'une restructuration. Lors des discussions sur la dette grecque en 2011, la France et la BCE ont, en particulier, utilisé longuement cet argument pour convaincre, en vain, l'Allemagne de renoncer à exiger un « haircut » sur la dette. **La**

difficulté supposée vient du fait qu'une restructuration souveraine constitue en principe un « événement de crédit » qui déclenche les contrats de couverture que sont les CDS.

Il faut néanmoins noter que ce déclenchement n'est pas entièrement automatique et se trouve soumis à de nombreuses et complexes considérations techniques sur la nature de la restructuration. La décision est ultimement prise par le ISDA (Credit Derivatives Determinations Committee), l'institution en charge du fonctionnement du marché des dérivés, où sont représentées les plus grandes banques internationales. Même en l'absence de défaut au sens technique, les CDS peuvent être déclenchés si l'ISDA juge qu'un événement de crédit s'est produit au sens de la définition incluse dans les CDS. De manière générale, tout changement unilatéral dans la composition du coupon qui induit une perte nette pour le créancier, ainsi que toute utilisation des CACs, suffit à définir un élément de coercition : le porteur d'obligation qui a souscrit un CDS est donc en droit d'obtenir de sa contrepartie le versement de la « prime d'assurance » permettant de couvrir sa perte. En cas d'échange « volontaire » des coupons, la situation est plus incertaine et nombre de possibilités sont envisageables.

En 2011, les autorités européennes ont redouté les effets d'un tel déclenchement : le CDS étant utilisé massivement comme un instrument de spéculation financière par des acteurs ne cherchant pas à assurer un portefeuille d'obligations souveraines, il était redouté que le déclenchement des CDS mette en péril des institutions financières ayant vendu des volumes importants de CDS. Le marché du CDS étant extrêmement concentré à l'échelle mondiale, un « effet Lehman » était potentiellement possible.

Malgré ces avertissements, la dette grecque a finalement été restructurée et les CDS sur cette dette « déclenchés » et « exercés » dans le cadre des règles de fonctionnement habituel de ce marché. L'ISDA a déterminé, dans le cadre d'enchères, le prix d'exercice des CDS, et l'intégralité des contrats ont été exercés dans créer de difficultés particulières.

Dans le cas français, et pour reprendre notre hypothèse principale, l'introduction rétroactive de CACs déclencherait très probablement les CDS. Cependant, l'exemple grec montre que les craintes exprimées sont excessives. En réalité, le trading de CDS par les très grandes institutions financières mondiales porte sur des volumes bruts importants mais celles-ci n'ont, en net, que des positions extrêmement limitées. Le 15 février 2013, l'encours notionnel brut de contrats CDS sur la République française était ainsi de 181,242 Md\$ et l'encours net de 15,4 Md\$ (source : DTCC, Trade Information Warehouse Data). Le nombre de contrats en cours était de 7,714. Ces chiffres signifient qu'en cas de déclenchement d'un événement de crédit, les versements nets entre institutions financières au bénéfice des acheteurs de protection seraient de 15,4 md\$ au niveau mondial, un montant important mais tout à fait gérable à l'échelle d'un grand nombre d'institutions.

En outre, depuis 2011, un règlement européen interdit la détention de CDS souverains « à nu » par les institutions financières européennes. Cela signifie qu'un détenteur de CDS souverain doit en principe faire la preuve qu'il détient en parallèle un portefeuille d'obligations sous-jacent. Cette mesure a donc probablement contribué à réduire les activités spéculatives sur les CDS de la France.

6.5 ACCÈS AUX MARCHÉS.

On entend souvent qu'un défaut ruine la confiance des investisseurs et interdit donc au pays l'accès au marché, ou alors à des taux prohibitifs. Est-ce si sûr ?

Il est exact de dire que, pour un émetteur souverain, la relation de confiance avec ses créanciers est un élément essentiel de son crédit à long terme. Il faut comprendre en effet que, du point de vue des créanciers, l'Etat est un débiteur très particulier : contrairement aux entreprises ou aux particuliers, il n'est pas aisé de procéder au recouvrement de créances impayées dans le cadre d'un droit de la faillite et de procédures judiciaires nationales ou internationales. Les tentatives du FMI d'instituer un mécanisme universel de restructuration ordonné des dettes souveraines a échoué dans les années 2000 (SDRM – Sovereign Debt Restructuring Mechanism) et la capacité d'un créancier

à obtenir la saisie d'actifs en compensation de créances souveraines en défaut de paiement reste très limitée (les créanciers de l'Argentine ont, depuis 2005, intenté de très nombreux procès sans grands succès, les actifs d'un Etat à l'étranger comme des résidences ou des locaux d'ambassade étant couverts par l'immunité souveraine). Au final, un créancier ne peut donc s'en tenir qu'à la « volonté de payer » de son débiteur souverain pour espérer retrouver ses fonds. Lorsque le souverain rencontre de réelles difficultés de paiement, il préférera toujours une restructuration raisonnable au risque de perdre l'intégralité de ses créances si l'Etat est poussé à la faillite.

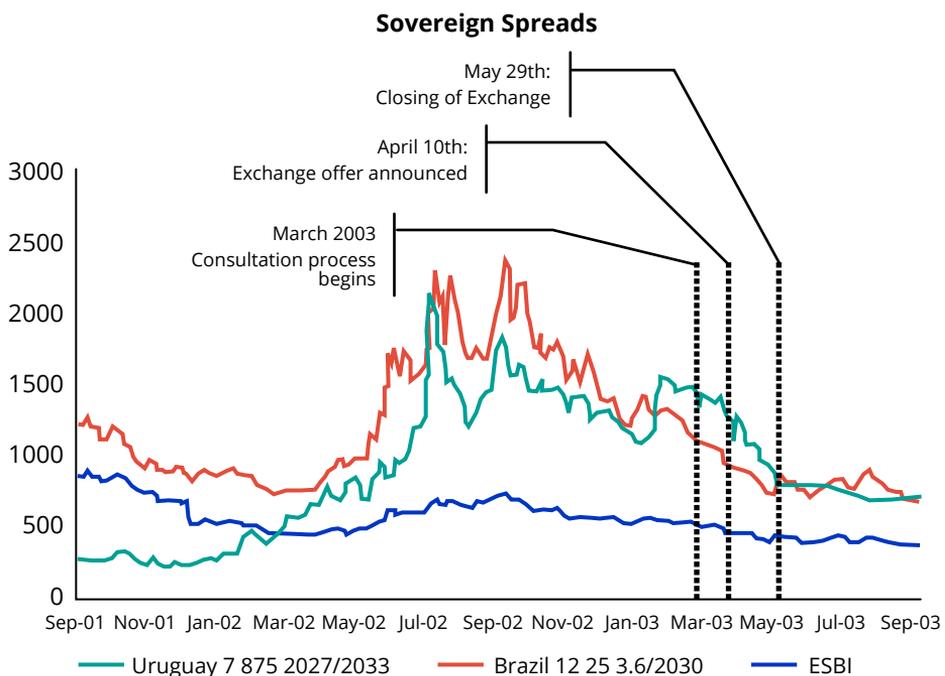
Ce constat de base permet de présenter l'histoire récente des relations entre les Etats et leurs créanciers sous un jour plus contrasté.

L'ostracisme contre un débiteur public qui n'a pas remboursé sa dette existe effectivement dans le cas des répudiations unilatérales de dette ou des défauts chaotiques motivés non pas par une « impossibilité de payer » d'un Etat, mais par un « refus de payer » lié le plus souvent à des considérations d'ordre politique ou idéologique. Le marché a du mal à oublier qu'un Etat qui disposait des fonds nécessaires a fait sciemment le choix de répudier sa dette. Un tel comportement crée une incertitude considérable pour le remboursement de nouvelles créances et condamne donc l'Etat en cause à connaître une longue période de mise à l'index : il lui faudra de longues années pour redonner confiance aux marchés en donnant des gages de bonne volonté et en créant des mécanismes complexes de garantie. Récemment, l'Equateur du Président Rafael Correa a répudié une partie de sa dette jugée « odieuse » en 2008 sans autre raison que politique : en 2013, ce pays n'a toujours pas retrouvé le chemin des marchés et reste lourdement pénalisé par les agences de notation (l'agence Moody's note d'Equateur Caa1, dans la catégorie « risque très spéculatif »).

Néanmoins, ce type rupture violente de la relation avec les marchés n'est pas une situation courante. Le plus souvent, un Etat se trouve dans l'obligation de restructurer sa dette pour des raisons strictement financières et les créanciers privés sont parfaitement en mesure de les comprendre, de les accepter, et d'accompagner l'émetteur dans ses efforts de remise en ordre de ses finances.

Dans le cas d'un défaut limité et ordonné, les investisseurs se montrent donc le plus souvent rassurés de voir que la courbe d'endettement est remise sur une trajectoire soutenable, et que donc les perspectives de remboursement futur deviennent paradoxalement meilleures. C'est ce qu'ont démontré avec force Bulow et Rogoff dans leur papier fréquemment cité de 1989 : « Debts that are forgiven will be forgotten ». La mémoire des acteurs des marchés financiers est courte s'agissant de la dette souveraine, à condition que le défaut se fasse de manière concertée, transparente et honnête.

L'exemple typique de ce genre de restructurations « amicales » est l'Uruguay qui a conduit une 2003 une opération d'échange acceptée par 93% de ses créanciers moyennant une réduction en VAN de 20% seulement de la valeur de la dette. L'Uruguay a été placé en défaut sélectif seulement quelques jours avant de retrouver une notation de crédit intermédiaire. Les taux sont revenus à un niveau presque normal après la clôture de l'échange obligataire, tandis que le spread sur le Brésil se refermait et même repassait en négatif !



Source : Carlos Steneri, UNCTAD conference on debt management, November 2003

Le pays a pu de nouveau accéder aux marchés moins d'un an après la restructuration de sa dette et a retrouvé, dix ans plus tard, un statut « investment grade » (BBB-) chez S&P.

Un tel phénomène « d'oubli » par les investisseurs des séquelles d'une restructuration a même été observé après des restructurations beaucoup plus sérieuses que l'Uruguay. En 2005, l'Argentine a réduit sa dette de 70% dans le cadre d'un échange négocié avec les créanciers, provoquant une remontée spectaculaire de sa prime de risque sur les marchés. Néanmoins, fin 2007, soit 18 mois environ après la restructuration, l'écart de rendement de l'Argentine avec le Brésil avait lui aussi disparu (il s'est rouvert ensuite, mais pour d'autres raisons liées à la crise économique de 2008). Même en Grèce, la restructuration négociée en mars 2012 avec les créanciers privés a permis d'améliorer la perception du risque grec. En février 2013, le rendement à 10 ans de la dette grecque était de 10% environ, un niveau très élevé mais en baisse régulière et bien plus bas que les 47% atteint avant la restructuration. En décembre 2012, l'agence S&P a remonté la note souveraine de six crans à B- (un niveau équivalent à celui de pays africains), prenant acte de ce retour relatif de la confiance.

Dans le cas d'un défaut limité et ordonné - ex. Uruguay en 2003 -, les investisseurs se montrent le plus souvent rassurés de voir que la courbe d'endettement est remise sur une trajectoire soutenable et donc, que les perspectives de remboursement futur deviennent meilleures.

Ajoutons pour finir qu'une hausse des taux raisonnable peut avoir des effets redistributifs intéressants, en faisant mécaniquement baisser les prix de l'immobilier qui aujourd'hui privent les nouveaux entrants de toute perspective crédible d'accéder à la propriété.

6.6 DÉGRADATION PAR LES AGENCES DE NOTATION.

Il convient d'abord de rappeler que la crise financière de 2008 a considérablement amoindri le rôle directeur des agences de notation sur les marchés financiers. L'impact d'un abaissement de notation sur le niveau du « spread » souverain est maintenant très limité, les agences suivant plutôt le comportement des investisseurs que l'inverse. C'est pourquoi nous posons la question du rating des agences après celle de l'accès au marché.

L' « événement de crédit » que constituerait une restructuration française pousserait sans aucune doute les agences de notation à dégrader la note française, ce qui peut avoir des conséquences graves. Mais si les marchés peuvent « oublier », les agences de notation le peuvent-elles aussi ? La réponse est, là encore, moins simple qu'on ne le dit souvent. Aux yeux des agences de notation, la « culture de paiement » d'un Etat est effectivement essentielle et contribue à limiter la note accordée à la dette publique lorsqu'il existe un historique de défauts multiples. Procéder à une restructuration condamne donc un pays à ne plus pouvoir bénéficier des tranches de notation les plus élevées (catégories « AA ») durant une longue période.

Néanmoins, ce coût d'opportunité de la restructuration doit être relativisé. D'abord, le seuil vraiment essentiel pour la notation d'un émetteur souverain n'est pas le « AA » mais le « BBB- », qui donne accès à la catégorie de créances « investment grade ». Cette frontière est importante car elle constitue un seuil réglementaire utilisé par les fonds d'investissement pour limiter leurs risques. Le passage sous BBB- est très négatif pour un émetteur car il le prive automatiquement de l'accès à bon nombre de fonds de placement internationaux, ce qui fait mécaniquement grimper son coût de financement⁵¹. **Dans le cas d'une restructuration douce de la dette française, le vrai défi sera donc que la notation ne passe pas sous BBB-.**

^[51] En Europe, par exemple, la Hongrie et le Portugal ont franchi récemment à la baisse cette frontière du BBB-. Il faut ensuite une longue période pour qu'un émetteur retrouve un statut investment grade. L'Uruguay a dû attendre 2012 pour retrouver une note BBB+ après son défaut de 2003. Le Brésil, qui avait connu de nombreux défaut, est en catégorie investment grade depuis 2008.

Ensuite, il ne faut pas oublier que dans une note souveraine, la mémoire des défauts passé n'est pas aussi importante que les perspectives futures de croissance et de stabilité financière. De ce point de vue, une restructuration suivie de mesures de redressement décisives aurait un impact limité et pourrait permettre à la France de conserver une notation « investment grade ».

Dans une catégorie bien sûr différente, la restructuration de la dette grecque a ainsi permis au pays d'améliorer sa notation. La Grèce n'a été maintenue en catégorie « D » (défaut) ou « SD » (défaut « sélectif ») par les différentes agences de notation que quelques semaines, ses nouvelles obligations ayant été rétablie dans la catégorie « B- » par Standard & Poor's.

Enfin, n'oublions pas que dans un scénario d'affaiblissement continu de la croissance et de montée inexorable de la dette, la notation souveraine de la France est de toute évidence condamnée à baisser fortement. Elle a perdu son AAA courant 2012. L'Italie donne une idée du scénario qui va suivre : avec un ratio d'endettement de 127% (et un solde primaire excédentaire !), sa note souveraine a été abaissée à BBB en 2012, à un « notch » seulement de la frontière de l'investment grade, et cela sans avoir procédé à une quelconque restructuration...



PARTIE 7

Les trois scénarios possibles d'une restructuration de la dette française.

Les principaux paramètres d'une restructuration de la dette française.

A l'issue de cet examen des différentes modalités de restructuration et des risques qu'elles comportent, voici les conclusions qu'il est permis de dégager pour la France :

- **Parmi toutes les méthodes possibles pour infléchir la dynamique de l'endettement public de la France, la restructuration négociée de la dette est, parmi les options réalistes, la meilleure.** Un fort retour de la croissance ou de l'inflation est totalement inenvisageable. Les politiques d'austérité ne peuvent réussir dans le contexte européen actuel. Un défaut unilatéral serait dévastateur. Des rachats massifs de titres de la dette par la BCE pourraient être envisagés dans un contexte de crise extrême, mais se heurteraient sans doute à un veto allemand. Il ne reste donc qu'un processus de négociation encadré avec les détenteurs de la dette pour envisager sérieusement d'enclencher une réduction progressive du poids de la dette sur l'économie française.
- **Il existe de nombreuses modalités techniques pour entreprendre une restructuration négociée de la dette dont l'impact peut être mesuré par la réduction en valeur actuelle nette des créances (VAN).** Le choix entre une réduction du service de la dette ou de son stock n'est toutefois pas neutre selon les catégories de créanciers. Des pertes en capital immédiates ont un effet instantané sur le stock de la dette mais sont dangereuses pour les banques créancières et porteuses de risque systémique. **Une réduction de la charge d'intérêt n'a d'impact sur le niveau de la dette qu'à long terme mais agit de manière plus douce sur les créanciers** dont le rendement de l'épargne est rogné mais non le capital.
- **La soumission de l'ensemble des titres de la dette publique au droit français constitue un élément de contexte extrêmement favorable** à la conduite par les autorités françaises d'une démarche ordonnée de restructuration négociée de la dette avec les créanciers,

en usant de la possibilité d'introduire des CACs à titre rétroactif dans les contrats obligataires, et en évitant ainsi l'apparition de créanciers résiduels non coopératifs (holdouts).

- **La grande diversité des détenteurs de la dette française à l'échelle nationale et internationale offre aux autorités françaises la possibilité d'offrir des modalités de restructuration de la dette différenciées en fonction des porteurs** et d'optimiser le résultat de cette opération. Elles peuvent par exemple décider de moduler l'effort demandé aux catégories de créanciers en fonction d'objectifs politiques propres (cibler les épargnants domestiques davantage que les créanciers internationaux et préserver les créanciers publics extérieurs, par exemple).
- **Enfin, une telle opération ne serait bien évidemment pas sans risques, mais ceux-ci peuvent être maîtrisés.** Le risque de réputation pour le souverain doit être relativisé dans la mesure où les marchés savent, plus qu'on ne le pense, « tourner la page ». La hausse du coût du risque français peut être inversée par une politique de retour de la croissance et de la confiance dans une société libérée du poids d'une dette excessive. Les risques de crise systémique peuvent être maîtrisés en évitant des pertes en capital immédiates pour les banques ou, au pire, en encourageant les intermédiaires financiers à répercuter leurs pertes sur leurs clients.

Trois scénarios possibles.

Le choix plus spécifique en faveur d'un scénario particulier dépend intimement du contexte dans lequel une restructuration ordonnée serait entreprise. On peut toutefois envisager trois grands types de situation, en considérant que, de manière générale, plus la restructuration est conduite « à froid », moins elle est douloureuse et plus il est aisé de la mener à bien.

Le scénario 1 est proche de la situation de 2013. La dette publique est en croissance continue depuis des décennies et dépasse pour la première fois le seuil critique de 90% du PIB. Les risques d'emballement de l'endettement s'accroissent.

Pour les réduire, les autorités proposent à leurs créanciers de procéder à un reprofilage de la charge d'intérêt de la dette durant une période transitoire de plusieurs d'année, par exemple (3 à 5 ans). Durant cette période, le gouvernement s'engage à allouer l'intégralité des marges financières dégagées dans le budget de l'Etat à la réduction du déficit public et à la relance de l'investissement dans les secteurs d'avenir. La réduction en VAN demandée aux créanciers est faible (inférieure à 20%).

Le scénario 2 est celui que la France pourrait connaître d'ici 2017, au gré de politiques d'austérité inefficaces, de hausses d'impôts létales pour la croissance et de coupes budgétaires très impopulaires. Les déficits n'étant pas réellement réduits, la dette continue son ascension jusqu'à dépasser largement 100% du PIB (le ratio de 120% a été retenu par le FMI comme la limite de soutenabilité de la dette dans la zone euro lors de l'examen de la Grèce en 2012). La France rejoint donc l'Italie ou l'Irlande dans la catégorie des pays européens surendettés, suscitant la méfiance des marchés qui demandent des rendements importants, mais encore relativement soutenables à court terme. Pour les autorités, le risque d'une perte de confiance brutale des marchés est réel mais non encore avéré. Un choc politique ou économique peut à tout moment déclencher une crise aussi violente que, par exemple, en Italie à l'été 2011. Nos partenaires européens s'inquiètent, notamment l'Allemagne qui perçoit très clairement qu'en cas de crise de marché, seule la BCE serait en mesure de rassurer les opérateurs, au prix d'une création monétaire massive. Dans un tel contexte, une démarche préventive vis-à-vis des investisseurs pourrait permettre de devancer la crise, mais dans des conditions assez difficiles.

Pour rétablir significativement les comptes publics, il convient d'obtenir une réduction substantielle de la charge de la dette sur une période assez longue (jusqu'à 10 ans) et, peut-être aussi, un haircut minimal pour provoquer un choc salutaire à la baisse sur le stock même de la dette. Compte tenu de la fragilité des marchés, une telle opération ne peut se concevoir que dans un contexte difficile, rendant nécessaire l'usage d'instruments juridiques comme des CACs rétroactives. Le défi pour les autorités sera recueillir l'assentiment d'une large majorité de créanciers convaincus par leur approche préventive. Ce scénario est celui qui est aujourd'hui étudié pour un pays comme l'Italie⁵².

^[52] Par exemple EDELEN Andrew, GENTRY Paige, LANDFRIED Jessalee, MONTELEONE Theresa, « A Mature Approach: Using a Unilateral or Voluntary Extension of Maturities to Restructure Italian Debt », *Social Science Research Network (SSRN)*, mai 2012.

Enfin, le scénario 3 est celui de la crise ouverte, comme dans le cas grec. Personne ne souhaite envisager un tel scénario, mais la crise grecque a montré, en 2010, combien un souverain peut perdre très rapidement la confiance de ses créanciers à la suite d'un fait générateur critique (par exemple un choc électoral, des événements sociaux ou des faillites de grandes entreprises rendant nécessaire un sauvetage couteux par l'Etat). Dans un tel contexte, les créanciers étrangers sont les premiers à vendre leurs titres et à fuir la dette française. Les taux d'intérêt explosent, les pouvoirs publics font pression sur les détenteurs domestiques pour maintenir leur exposition à la dette nationale, mais l'accès au marché cesse brutalement. Pour éviter une cessation de paiement dévastatrice, la France appelle au secours ses partenaires internationaux et la BCE, qui lui accordent des crédits d'urgence à des conditions draconiennes. Une restructuration de la dette obligataire est exigée par les créanciers publics en échange de leur assistance financière. Les créanciers privés sont durement mis à contribution et la France rejoint les autres pays de la zone euro ayant perdu leur souveraineté économique au profit des équipes d'experts de la Troïka. Dans un tel scénario, la restructuration de la dette est brutale, mais elle intervient trop tard pour éviter le cataclysme financier. Cette situation, décrite brillamment en 2006 par Philippe Jaffré dans *Le jour où la France a fait faillite*, n'est plus de l'ordre de l'impensable.

Au final, une restructuration préventive de la dette publique représenterait le meilleur scénario, selon des paramètres techniques qui dépendront de la situation financière réelle du pays. Comme l'a montré le second plan d'aide à la Grèce de 2012, une réduction importante de la charge d'intérêt est un moyen puissant pour inverser la dynamique de la dette publique et rétablir, sur une dizaine d'années, un niveau d'endettement plus soutenable. Néanmoins, plus cet ajustement est retardé, et plus l'effort requis de la part des créanciers sera élevé. Les créanciers de la France n'ont sans doute pas aujourd'hui pleinement conscience de cette réalité.

Tentative de modélisation.

Tentons de modéliser l'effet de nos différents scénarios sur la situation financière du pays (en excluant la « crise ouverte », qui échappe par définition au chiffrage). Nous nous appuyons sur les données du FMI dans son récent DSA (Debt Sustainability Analysis – décembre 2012) s'agissant de la croissance du PIB et de l'inflation, mais en modifiant en fonction des différents scénarios évalués les hypothèses concernant les dépenses et les recettes publiques, le taux d'intérêt moyen sur la dette publique, et le service de la dette. Les tableaux qui suivent n'ont aucunement la prétention de remplacer un travail analytique plus poussé. Ils n'ont d'autre vocation que d'illustrer les effets dynamiques des différentes hypothèses retenues.

Nous prendrons comme hypothèses :

- **l'absence de réformes structurelles** dans la ligne du Gouvernement actuel (dépenses primaires à 53,5% du PIB et recettes publiques à 52,50% du PIB – et donc déficit primaire à 1%)
- **l'absence de panique sur les marchés**, qui ne demandent pas plus de 5% à la France pour la nouvelle dette émise, conservant ainsi le taux d'intérêt moyen entre 3 et 4,5%⁵³

⁵³Voici à titre d'illustration l'évolution du taux moyen de la dette en fonction de l'évolution du taux nouveau. On voit que l'effet d'inertie est grand étant donné les volumes de dette accumulés.

Scénario 0 : Statu quo.

Tâchons d'abord d'évaluer la situation si « rien ne se passe » et que l'endettement poursuit son évolution naturelle en l'absence de choc majeur. La croissance est de 1% par an, l'inflation reste contenue autour de 2 - 2,5%.

STATU QUO	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB en Md EUR	2039,9	2086,8	2153,6	2224,7	2298,1	2373,9	2452,3	2533,2	2616,8
Croissance réelle du PIB en %	0,2%	0,1%	1,0%						
Inflation en %	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Taux d'intérêt moyen sur la dette publique en %	3,09%	3,06%	3,11%	3,26%	3,45%	3,66%	3,90%	4,19%	4,47%
Taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts en %	2,00%	2,40%	2,70%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%	4,50%
Recettes publiques en % PIB	51,7%	52,7%	52,7%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Dépenses primaires en % PIB	53,6%	53,7%	53,6%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%
Deficit primaire en % PIB	1,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Deficit primaire en EUR	38,8	20,9	19,4	22,2	23,0	23,7	24,5	25,3	26,2
Refinancement annuel en Md EUR	305,0	348,0	336,0	317,0	284,0	277,0	265,0	248,0	260,0
Charge de la dette en Md EUR	53,0	57,4	60,8	66,4	73,3	81,2	90,6	102,3	114,8
Deficit public en Md EUR	91,8	78,3	80,2	88,6	96,3	105,0	115,1	127,6	141,0
Deficit public en % PIB	4,5%	3,8%	3,7%	4,0%	4,2%	4,4%	4,7%	5,0%	5,4%
Dette publique en Md EUR	1875,7	1954,0	2034,2	2122,8	2219,1	2324,1	2439,2	2566,8	2707,7
Dette publique en % PIB	89,5%	93,6%	94,5%	95,4%	96,6%	97,9%	99,5%	101,3%	103,5%

Source : GenerationLibre

Composition de la dette	en fin d'année 2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ancienne dette	1520,7	1553	1646	1756	1895	2013
Nouvelle dette	305	348	336	317	284	277
taux ancienne dette	3,31%	3,09%	2,96%	2,92%	2,96%	3,03%
taux nouvelle	2%	2,4%	2,70%	3,20%	3,50%	3,70%
taux moyen	3,09%	2,96%	2,92%	2,96%	3,03%	3,11%
Dette fin année	1825,7	1901	1982	2073	2179	2290

Source : GenerationLibre

Selon ce scénario somme toute généreux en ce qu'il exclut toute récession, la dette continue à augmenter de manière relativement linéaire pour franchir le seuil des 100% du PIB en 2016, tandis que le déficit public continue à se creuser.

Scénario 1 : Moratoire préventif pour enrayer la dynamique de la dette.

Toujours à croissance constante, voyons quels seraient les effets d'un moratoire sur les intérêts de la dette appliqué de 2014 à 2019, et destiné essentiellement à combler le déficit.

Dans ce scénario, les titres de la dette publique dont les échéances tombent entre 2014 et 2019 sont échangés contre des titres ne portant pas intérêt sur la période. Les titres tombant à échéance durant la période se voient appliquer le même traitement. **Seuls les nouveaux emprunts liés au financement du déficit public de l'année sont eux servis normalement.** Pour ne pas complexifier la modélisation, il est supposé que l'opération négociée avec les créanciers privés ne provoque pas une hausse forte du taux d'intérêt sur ces nouveaux emprunts.

Scénario 1 : MORATOIRE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB en Md EUR	2039,9	2086,8	2153,6	2224,7	2298,1	2373,9	2452,3	2533,2	2616,8
Croissance réelle du PIB en %	0,2%	0,1%	1,0%						
Inflation en %	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Taux d'intérêt moyen sur la dette publique en %	3,09%	3,06%	0,03%	0,04%	0,04%	0,05%	3,90%	4,22%	4,51%
Taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts en %	2,00%	2,40%	2,70%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%	4,50%
Recettes publiques en % PIB	51,7%	52,7%	52,7%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Dépenses primaires en % PIB	53,6%	53,7%	53,6%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%
Déficit primaire en % PIB	1,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Déficit primaire en EUR	38,8	20,9	19,4	22,2	23,0	23,7	24,5	25,3	26,2
Refinancement annuel en Md EUR	305,0	348,0	336,0	317,0	284,0	277,0	265,0	248,0	260,0
Charge de la dette refinancée en Md EUR	nd	8,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,2	11,7
Charge de la dette en Md EUR	53,0	57,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	87,3	98,4
Déficit public en Md EUR	91,8	78,3	19,9	23,0	23,8	24,7	25,5	112,7	124,6
Déficit public en % PIB	4,5%	3,8%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	4,4%	4,8%
Dette publique en Md EUR	1875,7	1954,0	1973,9	1996,9	2020,7	2045,4	2070,9	2183,6	2308,2
Dette publique en % PIB	89,5%	93,6%	91,7%	89,8%	87,9%	86,2%	84,4%	86,2%	88,2%

Les chiffres surlignés en jaune correspondent au moratoire

Source : GenerationLibre

Autant le moratoire permet de ramener la dette sous 85% du PIB en 2018 (ce qui n'est pas non plus spectaculaire), autant **l'absence d'efforts sur le déficit primaire condamne l'endettement à reprendre une dynamique ascendante** dès que cesse le moratoire, et ne permet pas diminuer durablement le déficit public.

Scénario 2 : Dégradation de la situation économique et restructuration brutale.

Le pays entre en stagnation, avec récession en 2014 et risque de déflation. Face à une dette qui atteint 104% du PIB dès 2015, le Gouvernement doit prendre des mesures d'urgence et réaliser un échange de titres en 2016 : moratoire de 50% sur les taux d'intérêt de 2017 à 2019 et haircut de 33% sur le principal en 2017. Encore une fois, pour simplifier, l'effet éventuel de l'échange sur le niveau des taux d'intérêt sur la nouvelle dette n'est pas pris en compte.

Scénario 2 : MORATOIRE + HAIRCUT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB en Md EUR	2039,9	2062,3	2062,3	2041,7	2041,7	2072,3	2124,1	2187,9	2253,5
Croissance réelle du PIB en %	0,2%	0,1%	-1,0%	-1,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%
Inflation en %	2,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,0%
Taux d'intérêt moyen sur la dette publique en %	3,09%	3,06%	3,11%	3,26%	3,45%	1,85%	1,23%	1,01%	1,74%
Taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts en %	2,00%	2,40%	2,70%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%	4,50%
Recettes publiques en % PIB	51,7%	52,7%	52,7%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%	52,5%
Dépenses primaires en % PIB	53,6%	53,7%	53,6%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%	53,5%
Deficit primaire en % PIB	1,9%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Deficit primaire en EUR	38,8	20,9	19,4	22,2	23,0	23,7	24,5	25,3	26,2
Refinancement annuel en Md EUR	305,0	348,0	336,0	317,0	284,0	277,0	265,0	248,0	260,0
Charge de la dette refinancée en Md €	nd	8,4	9,1	10,1	9,9	5,1	5,3	5,6	11,7
Charge de la dette en Md EUR	53,0	57,4	60,8	66,4	73,3	41,1	18,3	15,3	27,2
Deficit public en Md EUR	91,8	78,3	80,2	88,6	96,3	64,8	42,8	40,7	53,4
Deficit public en % PIB	4,5%	3,8%	3,9%	4,3%	4,7%	3,1%	2,0%	1,9%	2,4%
Dette publique en Md EUR	1875,7	1954,0	2034,2	2122,8	2219,1	1479,3	1522,1	1562,7	1616,1
Dette publique en % PIB	89,5%	94,7%	98,6%	104,0%	108,7%	71,4%	71,7%	71,4%	71,7%

Les chiffres surlignés en jaune correspondent au moratoire et au haircut

Source : GenerationLibre

En 2017, l'endettement revient donc mécaniquement aux alentours 70% du PIB, et le déficit public est réduit mais non résorbé. Le problème est donc « résolu » à court terme (au prix d'une perte extrêmement sévère pour les créanciers) mais reste entier à horizon 2030.

S'il y a une leçon à retenir de ces tableaux, c'est que la restructuration, quelle que soit sa forme, n'est qu'une partie de la solution. Tant que le problème du déficit primaire ne sera pas réglé, la dynamique de l'endettement restera fatalement ascendante.

Une restructuration réussie doit donc accompagner et favoriser une inversion de la dynamique de la dette qui suppose des réformes structurelles telles que :

- **des mesures de libéralisation rendues possibles par le défaut et porteuses de croissance**
- **un effort sur la dépense publique seul à même de dégager un excédent primaire, condition nécessaire de l'assainissement des finances publiques à terme**

Pour définir un scénario optimal, il nous faut à présent intégrer la mise en place de réformes structurelles accompagnant la restructuration.

PARTIE 8

Essai de modélisation du scénario optimal.

Seules des réformes structurelles peuvent produire des effets durables et inverser la courbe de l'endettement. Bien entendu, pour avoir la moindre crédibilité sur ce point auprès des créanciers, il est difficile d'imaginer que le présent gouvernement en soit chargé.

8.1 COMBIEN COÛTENT LES RÉFORMES ?

L'objet de ce rapport n'est pas de définir les réformes nécessaires, par ailleurs assez consensuelles chez les économistes libéraux. En s'en tenant très prudemment au dernier rapport du FMI sur la France⁵⁴, on peut citer :

- diminution de la dépense publique ;
- rationalisation du système de sécurité sociale ;
- hausse de l'âge de la retraite ;
- élargissement de l'assiette de l'impôt ;
- encouragement fiscal à l'entrepreneuriat ;
- modération salariale ;
- réforme du marché de l'emploi dans le sens d'une plus grande flexibilité ;
- ouverture de la concurrence dans le secteur des services.

Or, **seule une restructuration de la dette permettrait la réalisation de ces réformes**, et ce pour deux raisons essentielles :

- **en produisant un choc psychologique** dans la société française par la brutale prise de conscience que le pays est – littéralement – au bord de la faillite
- **en dégagant les marges de manœuvre budgétaires nécessaires** pour mettre en place les réformes de libéralisation.

Sur ce deuxième point en particulier, il serait aveugle de croire, à l'image de ceux qui voient dans la baisse des dépenses publiques une panacée pour résoudre le problème de la dette, que les réformes structurelles produisent immédiatement des économies. Bien au contraire : il faut faire des économies pour pouvoir se payer des réformes structurelles.

^[54] Article IV, déc 2012 (précédemment cité), en particulier § 42 - 43.

C'est ce qu'expliquent magistralement Jacques Delpla et Charles Wyplosz dans leur livre sur La fin des privilèges (2007) : dans une société comme la France, il faut « payer pour réformer ». Pour supprimer les rentes, il faut les racheter. Et donner à ceux qui en bénéficiaient un chèque pour solde de tout compte. Pour abolir le statut de la fonction publique, pour supprimer les licences des taxis ou pour demander aux salariés de travailler plus longtemps, il faut payer, à la fois au nom d'une certaine justice (respect du contrat implicite) et afin de préserver la paix sociale.

L'ouvrage des deux économistes, assez vite oublié, avait suscité quelques sarcasmes lors de sa parution car il recommandait rien moins qu'un endettement supplémentaire de 20% du PIB (2007) pour financer les compensations nécessaires aux réformes, soit 380 milliards d'euros, dont 110 Md€ pour compenser un passage à la retraite à 67 ans, 75 Md€ en contrepartie de la flexibilisation de l'emploi public, 29 Md€ pour la fin des régimes spéciaux de retraite, 46 Md€ pour supprimer la PAC (Politique Agricole Commune), etc... Malheureusement, dans un contexte d'après crise, une telle thérapie « douce » par l'endettement supplémentaire n'est plus envisageable. Si la logique des auteurs conserve toute sa pertinence, les moyens pour financer la compensation des réformes devront être trouvés dans l'allègement des charges de la dette.

8.2 UN MORATOIRE DE TROIS ANS SUR LES TAUX D'INTÉRÊT POUR PAYER LES RÉFORMES STRUCTURELLES.

Attachons-nous à présent à développer l'hypothèse du moratoire en intégrant à la modélisation l'effet des politiques de libéralisation :

- **choc sur la croissance dû aux politiques de libéralisation (libéralisation du marché du travail, ouverture du marché des biens et services), estimé modestement à 4% sur deux ans, avant de revenir à 2%, un niveau encore supérieur au taux de croissance structurel actuel**
- **baisse des dépenses publiques qui rejoignent le niveau moyen des pays de l'OCDE (privatisations de certains services et modernisation de l'Etat), afin de ramener les dépenses primaires de l'Etat à 47% du**

PIB en 2020

• fiscalité légèrement décroissante, qui revient à 50% du PIB en 2020

Faisons l'hypothèse d'un choc lancé en 2015, avec trois ans de moratoire sur les intérêts sans réduction du principal.

Par hypothèse, la charge d'intérêt « économisée » ne sert pas à rembourser le déficit mais est intégralement consacrée au financement des réformes de libéralisation, selon la logique du « payer pour réformer » (rachat des rentes).

<i>MORATOIRE 3 ANS</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB en Md EUR	2039,9	2086,8	2153,6	2224,7	2364,8	2513,8	2647,0	2760,9	2879,6
Croissance réelle du PIB en %	0,2%	0,1%	1,0%	1,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Inflation en %	2,0%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Taux d'intérêt moyen sur la dette publique en %	3,09%	3,06%	3,12%	3,15%	3,29%	3,66%	3,71%	3,80%	3,89%
Taux d'intérêt moyen sur les nouveaux emprunts en %	2,00%	2,40%	2,70%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,50%	4,50%
Recettes publiques en % PIB	51,7%	52,7%	52,5%	52,5%	52,5%	52,0%	52,0%	51,0%	50,0%
Dépenses primaires en % PIB	53,6%	53,7%	53,6%	53,5%	52,5%	50,0%	49,0%	48,0%	47,0%
Déficit primaire en % PIB	1,9%	1,0%	1,1%	1,0%	0,0%	-2,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Déficit primaire en EUR	38,8	20,9	23,7	22,2	0,0	-50,3	-79,4	-82,8	-86,4
Refinancement annuel en Md EUR	305,0	348,0	336,0	317,0	284,0	277,0	265,0	248,0	260,0
Charge de la dette refinancée en Md EUR	nd	8,4	9,1	0,0	0,0	0,0	10,6	11,2	11,7
Dépenses pour les réformes structurelles				63,5	69,9	75,7			
Charge de la dette en Md EUR	53,0	57,4	60,9	64,2	69,9	139,3	84,7	87,1	89,2
Déficit public en Md EUR	91,8	78,3	84,6	86,5	69,9	89,0	5,3	4,2	2,8
Déficit public en % PIB	4,5%	3,8%	3,9%	3,9%	3,0%	3,5%	0,2%	0,2%	0,1%
Dette publique en Md EUR	1875,7	1954,0	2038,6	2125,1	2195,0	2284,0	2289,3	2293,5	2296,3
Dette publique en % PIB	89,5%	93,6%	94,7%	95,5%	92,8%	90,9%	86,5%	83,1%	79,7%

Les chiffres surlignés en jaune correspondent au moratoire
Notons qu'un déficit primaire « négatif » correspond en fait à un excédent primaire

Source : GenerationLibre

Le modèle permet de dégager les conclusions suivantes :

Les pertes nettes en VAN des créanciers sont limitées à moins de 10% (9,6% exactement), ce qui reste très modeste au regard de l'histoire des défauts souverains.

Les finances publiques retrouvent une **dynamique positive, avec un excédent primaire dégagé dès 2017, ce qui permet à la dette de repasser sous les 90% en 2018, et sous les 50% à horizon 2030.**

Les comptes de la nation retrouvent – enfin – l'équilibre en 2020. La charge d'intérêt économisée sur les années 2015-2017 se chiffre à 209 Md€, un ordre de grandeur comparable au chiffre de Jacques Delpla, ce qui permet largement d'entreprendre les réformes de libéralisation nécessaires.

Dans cette étude, nous avons volontairement évité l'aspect global

Le modèle ici proposé permet de dégager les conclusions suivantes : les pertes nettes (en VAN) des créanciers sont limitées à moins de 10%, les finances publiques retrouvent une dynamique positive, la dette passe sous les 90% du PIB en 2018 - et sous les 50% à l'horizon 2030 - les comptes de la nations retrouvent l'équilibre en 2020. Pour les seules années 2015-2017 la charge d'intérêt économisée se chiffre à 209 Mds€.

PARTIE 9

Vers un défaut croisé européen.

du sujet pour nous concentrer sur le cas de la France toutes choses égales par ailleurs. Mais il est clair que le problème devra être abordé dans un cadre commun à l'Occident, c'est-à-dire aux pays de l'OCDE dont l'endettement moyen a dépassé 100% l'année dernière, un niveau jamais enregistré depuis le lendemain de la seconde guerre mondiale. A tout le moins, il faudra envisager une coordination européenne pour les pays les plus menacés : Espagne, Italie, France, Belgique, en plus de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal qui font déjà l'objet de mesures particulières dans le cadre de programmes d'ajustement UE/FMI.

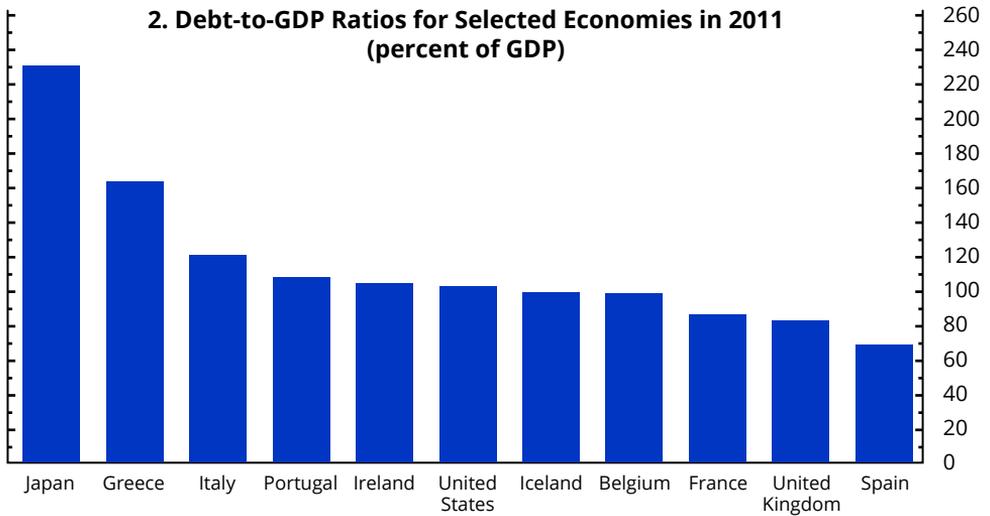
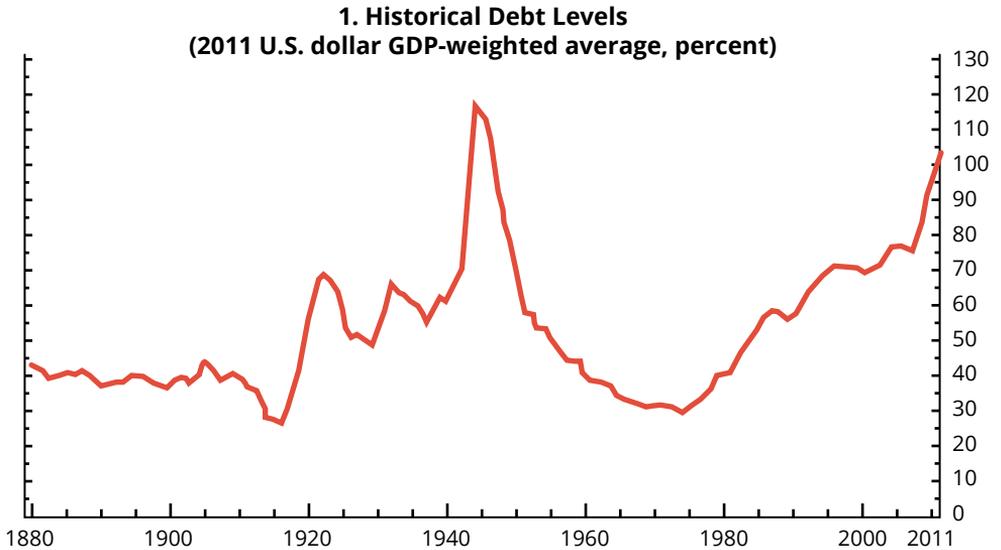
Cette problématique dépasse le cadre de la présente étude et, de fait, en appellerait une nouvelle. Nous suggérons néanmoins dans ce dernier chapitre quelques pistes de réflexions.

9.1 UN PROBLÈME COMMUN AUX GRANDES ÉCONOMIES « DÉVELOPPÉES ».

Le problème du surendettement est partagé par la plupart des économies dites jusqu'à présent « développées », et soulève la question de la survie du modèle de l'État Providence tel que l'Occident l'a mis au point après la seconde guerre mondiale.

Non seulement cette situation est facteur de ralentissement économique, mais elle place certains pays sous la dépendance des émergents à forte croissance, plantant les germes de fortes tensions diplomatiques voire militaires. La Banque de Chine détient ainsi 1,200 Md\$ de bons du Trésor américains, ce qui représente 8% de la dette publique américaine (comme on l'a vu, l'Allemagne est un peu « notre Chine », puisqu'elle détient plus de 6% de la dette publique et privée française⁵⁵). Comme le souligne Jacques Attali dans son livre déjà cité sur la dette publique, « on retrouve toujours le même schéma : quand émerge une nouvelle puissance dominante, elle prête aux souverains dominants avant de les remplacer ».

⁵⁵ Notons néanmoins que, contrairement aux idées reçues, la Bundesbank elle-même ne détient pas ou peu d'OAT françaises.



Source : IMF, World Economic Outlook, October 2012

9.2 UN DÉFAUT PANEUROPÉEN ?

Une idée vieille comme... le Christ.

L'idée d'une annulation réciproque des dettes est séduisante. Elle n'est pas neuve: elle remonte à la naissance même du christianisme.

L'Évangile de Matthieu (rappelons que Matthieu, avant devenir apôtre, était... collecteur d'impôt) l'introduit à travers la Parole du Débiteur Impitoyable (Matthieu, 18 : 21-35).

Pour mémoire, un serviteur devait 10 000 talents au Roi, une somme considérable. Après bien des atermoiements, le Roi accepte d'annuler sa dette sans contrepartie. Mais il apprend par la suite que ce même serviteur refuse de renoncer aux 100 deniers (un montant beaucoup plus modeste) qu'un autre lui doit. Le Roi reprend alors sa créance et jette le serviteur en prison. La leçon de cette parabole est double : d'une part, une remise de dette ne saurait être unilatérale et doit entraîner des annulations en série ; d'autre part, et c'est là le point important, les montants sont indifférents. L'annulation réciproque va au-delà du simple calcul. Il faut, à un moment, savoir remettre les comptes à zéro, en tirant un trait sur les pertes.

Cette idée est si importante que Matthieu croit bon de l'introduire dans la prière du Notre Père (*Matthieu, 6 : 11-13*) : « Donne-nous aujourd'hui notre pain quotidien *Remets-nous nos dettes comme nous-mêmes avons remis à nos débiteurs* Et ne nous soumetts pas à la tentation ; mais délivre-nous du Mauvais »

Ainsi, au fondement de la doctrine chrétienne réside l'idée que, chacun étant à la fois créancier et débiteur, un seul défaut de paiement doit entraîner un pardon généralisé.

Cette question s'est déjà posée au niveau européen en 1932, lors de la conférence de Lausanne. La nécessité d'annuler les réparations allemandes conduisit en effet de nombreux Etats européens (France, Belgique, Italie, Royaume-Uni) à s'interroger sur le remboursement de leurs propres créances vis-à-vis des Etats-Unis.

Le Chancelier britannique, Neville Chamberlain, proposa un « coup d'éponge général » qui devait être discuté l'année suivante à la Conférence Economique de Londres, afin de « soulager le monde » du fardeau des dettes. Même si l'histoire en décida autrement, le principe du « coup d'éponge » ne cessera depuis d'être discuté.

Une solution pour l'Europe aujourd'hui ?

Aujourd'hui, Michel Rocard s'est fait, à plusieurs reprises, le porte-drapeau de l'idée d'une annulation générale. Un défaut paneuropéen représenterait la seule solution crédible de long terme à la crise de la dette que traverse l'Europe. Bon nombre d'Etats sont déjà en faillite (Grèce, Portugal), en passe de l'être (Italie, Espagne), ou ne font rien pour éviter d'arriver à une telle situation (France). L'Europe est donc confrontée à un choix aussi simple que terrible : orchestrer un défaut généralisé des Etats européens en courant le risque d'une nouvelle récession, ou s'enliser dans scénario à la japonaise, où le poids de la dette empêche tout redémarrage de la croissance et condamne tout le continent à des décennies de chômage de masse, récession et déflation, le tout dans un contexte de vieillissement de la population.

La proposition de principe de Michel Rocard n'est pas aussi farfelue qu'elle pourrait apparaître aux yeux des tenants de l'austérité généralisée. Un paramètre important qui crédibilise cette proposition est le taux de détention croisé des dettes souveraines entre créanciers européens. Comme on l'a vu dans le cas de la France, les créanciers de la zone euro détiennent environ 30% de notre dette, mais les institutions financières françaises (banques, assurances, fonds d'investissement) détiennent également une part significative de la dette souveraine de nos partenaires - notamment l'Italie, l'Espagne, la Belgique, les Pays-Bas... Demander un effort à nos créanciers européens serait donc d'autant plus acceptable pour eux qu'en contrepartie, les créanciers français accepteraient un effort comparable vis à vis des autres souverains européens.

Raisonner à l'échelle européenne revient donc à transposer à l'échelle du continent la logique de redistribution et de partage de l'effort discuté au plan national (effet sur le système bancaire, mise à contribution des épargnants âgés, coordination avec les créanciers, programme de réformes crédible présenté aux investisseurs, intervention de la banque centrale pour assurer la stabilité financière durant la période de restructuration...).

Quel meilleur sujet pour animer un réel débat politique à l'échelle du continent et redonner confiance aux jeunes générations dans le projet européen ?

Bien entendu, un défaut paneuropéen ne serait pas gratuit et entrerait dans le cadre d'un projet politique cohérent. **Il faudrait proposer un contrat aux peuples européens : la restructuration de la dette en échange de réformes structurelles à travers le continent**, pour s'assurer que l'Europe ne se retrouve plus jamais dans une situation similaire.

La proposition d'un fonds d'amortissement paneuropéen.

Un défaut ordonné, passant par une solution européenne coordonnée, pourrait être déclenché par une nouvelle crise touchant un pays majeur de la zone euro. L'Italie est aujourd'hui un candidat de choix, compte tenu de son endettement trop lourd, de son instabilité politique, et de ses difficultés à maintenir sa compétitivité industrielle sans les dévaluations traditionnelles de la Lire. Dans une situation de crise, les Etats européens n'auront en réalité que peu d'options réalistes à leur disposition. L'Allemagne elle-même, principal obstacle politique à toute forme de restructuration de la dette compte tenu de son attachement à la « sainteté des contrats » issu de l'ordolibéralisme, pourrait être tentée par une remise à plat ordonnée des dettes européennes. Cela représenterait la seule alternative crédible à une dislocation pure et simple de la zone euro et à une re- création du Deutsche Mark, qui impliquerait des pertes financières colossales pour les institutions financières allemandes (en 2011, Natixis évaluait à 216 Md\$ la détention de dettes de la zone euro par les seules banques allemandes).

Les « sages allemands » ont proposé en 2011 un mécanisme pour procéder à une remise en ordre des finances publiques européennes, le « Pacte européen de rédemption », dont l'architecture générale pourrait utilement reprise pour imaginer une restructuration coordonnée de la dette publique européenne.

La proposition des sages allemands n'est pas réaliste en l'état car elle s'inscrit dans une logique d'hypercraustérité. Reprenant les paramètres du traité budgétaire européen ratifié en 2012 (« TSCG » ou « fiscal compact »), les Sages proposent de mutualiser le refinancement de la part de la dette publique excédant 60%, ce refinancement étant soumis à des conditions strictes, notamment la mise en œuvre d'une austérité très forte (i.e. des excédents primaires extraordinairement élevés durant des décennies ...).

Une version amendée de la proposition des sages consisterait à utiliser le fonds d'extinction de la dette comme instrument pour une restructuration ordonnée des dettes souveraines. Au lieu de refinancer 100% des échéances de la dette, le Fonds – un fonds d'amortissement, cette fois - pourrait proposer ses titres en échange de la dette actuelle (pour sa part dépassant 60% du PIB) en lui appliquant un « haircut » suffisant. Ainsi, les Etats membres bénéficieraient de marges financières accrues pour atteindre les objectifs de réduction de leur endettement sans avoir à mettre en œuvre des mesures d'austérité irréalistes dans la durée. Les créanciers détiendraient des titres de valeur faciale réduite, mais plus sûrs compte tenu de la garantie conjointe des Etats membres.

Par ailleurs, il semble que le système bancaire français puisse encaisser sans recapitalisation un certain niveau de « haircut » (autour de 25% en VAN) sur l'ensemble des dettes des pays « du Sud » (France, Belgique, Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande). L'annexe 3 fournit à cet effet un chiffrage approximatif. En revanche, l'analyse reste à faire pour l'ensemble du système bancaire européen.

La Commission européenne a annoncé en février 2013 la création d'un groupe d'experts chargé de réfléchir à l'idée du Fonds de rédemption. Celui-ci pourrait donc utilement élargir la proposition des Sages allemands de 2011 à un plan de restructuration ordonnée. Un travail d'évaluation technique est bien sûr nécessaire pour paramétrer dans le détail les termes d'une telle opération (notamment l'impact prévisible sur les institutions financières européennes et la définition d'objectifs spécifiques à chaque Etat membre). Souhaitons que les Etats membres aient le courage et la volonté politique de s'engager dans cette réflexion.

Proposition des sages allemands de European Redemption Pact (ERP) Description de la proposition

Création d'un European Redemption Fund (ERF) dans lequel sont transférées toutes les dettes des Etats membres ayant souscrit au Pacte pour la part de la dette supérieure à 60% du PIB.

Le Fonds ERF fait l'objet d'une garantie conjointe de tous les Etats participant (joint liability). Il n'y a pas de transfert immédiat de la dette vers le Fonds mais un refinancement progressif de la dette par endettement auprès du Fonds jusqu'à ce que le seuil de la dette éligible soit atteint (le Fonds assure le refinancement à taux réduit de la dette excédentaire). Ce seuil sera un plafond établi une fois pour toute qui ne pourra pas être augmenté.

Chaque Etat membre reste débiteur de premier rang pour toute sa dette publique, vis à vis des marchés et vis à vis du Fonds. En cas de défaillance d'un participant, les autres Etats membres garantiront les engagements du Fonds en fonction d'une clé de répartition agréée à l'avance.

Le Pacte prévoit un schéma de réduction de la dette à 60% du PIB sur 20 à 25 ans pour chaque Etat participant, soit un rythme équivalent à la règle du 1/20 établie dans le traité sur le pacte fiscal (Traité sur la stabilité, la convergence et la gouvernance). Cette réduction serait crédibilisée par des engagements fermes en terme de réduction des dépenses publiques et de réformes structurelles. En cas de non respect de ces engagements, le fonds cesserait d'assurer le roll-over des nouvelles dettes éligibles des Etats.

Le Pacte prévoit l'introduction d'une règle d'or constitutionnelle pour limiter à l'avenir toute dette au-delà de 60% du PIB (déficit structurel limité à 0,5% du PIB, comme dans le fiscal compact). Une agence européenne indépendante serait chargée de surveiller l'application de la règle avec sanction à la clé en cas de violation sous forme d'une amende (par exemple, une retenue sur la part des profits de la BCE attribuée à la banque centrale de l'Etat en question).

Le Pacte prévoirait l'affectation obligatoire d'une partie des recettes tirées d'un impôt national (par exemple la TVA) au Fonds ERF. La loi nationale imposerait la priorité au paiement de la dette vis à vis du Fonds par rapport aux autres dépenses.

Les Etats membres mettraient en garantie leurs réserves de change et leur stock d'or a hauteur de 20% du total du passif du Fonds.

Enfin, le Pacte exclurait clairement la possibilité de transformer le Fonds en mécanisme permanent de financement des dettes publiques.

Selon les Sages, le mécanisme serait créé par Traité intergouvernemental sans modification des traités européens.

Cadrage financier

Le Fonds devrait représenter un total de 2325 md€ au terme de la phase de montée en puissance (chiffres des dettes de la Zone euro à fin 2011).

Avec les données à fin 2011, le fonds serait créancier des Etats membres à hauteur de :

- 958 md€ pour l'Italie
- 580md€ pour l'Allemagne (25%) - 498md€ pour la France
- 136md€ pour Belgique
- 87 md€ pour l'Espagne

Un point sensible du mécanisme porte sur la manière dont les Etats membres remboursent le principal de la dette contractée vis à vis du fonds ERF. Le but de la mesure étant de faire disparaître à terme toute dette au-delà de 60% du PIB, il ne s'agit pas pour les Etats de se refinancer à la sortie sur les marchés. Il faut donc imposer aux Etats d'assurer le remboursement dans la durée, selon un échéancier pré-agréé en % du PIB (pour lisser en cas de choc asymétrique sur la croissance). Pour cela, les Sages proposent une période de transition de 5 ans durant laquelle les Etats convergent vers le niveau d'excédent primaire permettant d'atteindre un rythme de remboursement de la dette « de croisière » compatible avec le remboursement total de la dette éligible au bout des 20-25 ans.

Exemple : l'Italie. Sa dette fin 2011 est de 120%. Elle transfère au Fonds 958 md€ soit 60,3% de son PIB. Son profil de remboursement actuel implique que le refinancement de sa dette jusqu'en 2016 permettra d'atteindre le plafond de 958 md€. Avec un excédent primaire de 4,2% du PIB jusqu'en 2031, l'Italie pourrait rembourser intégralement le Fonds en 2035. Hypothèses: croissance nominale de 3% par an, financement du Fonds à 4%. L'Italie consacrerait 3% du PIB par an pour payer le service de la dette vis à vis du Fonds (intérêt et principal).

Pour l'Allemagne, le coût de financement de la dette contractée vis à vis du Fonds impliquera une charge d'intérêt supérieure à la charge actuelle de l'ordre de 0,3% du PIB par an, mais les Sages espère que la liquidité plus grande du marché des titres du Fonds permettra de limiter ces coûts supplémentaires. En outre, l'application du Pacte permettrait à l'Allemagne de prendre de l'avance sur la programmation induite par la règle d'or actuelle et de passer sous 60% de dette en 2023.

Dans cette étude, nous avons volontairement évité l'aspect global du sujet pour nous concentrer sur le cas de la France toutes choses égales par ailleurs. Mais il est clair que le problème devra être abordé dans un cadre commun à l'Occident, c'est-à-dire aux pays de l'OCDE dont l'endettement moyen a dépassé 100% en 2012.

Conclusion.

Après avoir examiné différents scénarios envisageables, nous proposons donc de négocier la mise en œuvre en 2015, à titre préventif, d'un moratoire de trois ans sur les intérêts de la dette souveraine française, sans réduction du principal. En pratique, les titres de la dette seraient échangés contre de nouveaux titres portant un intérêt très réduit en 2015, 2016 et 2017, la charge d'intérêt due sur cette période pouvant être reportée dans le temps.

Ce moratoire serait mis en œuvre de la manière suivante :

1. Introduction rétroactive, via une loi votée au Parlement, des CACs (Clauses d'Action Collectives) dans les contrats obligataires.

2. Négociation avec les créanciers sur la base d'un échange volontaire de titres en vue d'obtenir l'accord d'une majorité qualifiée (de l'ordre des 2/3), sur la base d'un vaste programme de réformes structurelles.

3. Potentiellement, mise en œuvre prioritaire du moratoire par certaines catégories de créanciers selon des critères à la fois d'efficacité économique et de responsabilité globale dans la situation du pays. Cela pourrait viser par exemple les créanciers domestiques / privés (donc en épargnant les banques centrales étrangères) / âgés (via les assurances-vie et les OPCVM). **Néanmoins, une telle approche ne serait sans poser d'importants risques juridiques et politiques qu'il conviendrait d'étudier plus en détail.**

4. Dans la mesure du possible, intégration des dettes sociales (CADES) dans le stock de dettes sur lequel porterait l'échange.

Pour être efficace et avoir une chance d'être accepté par le marché, ce moratoire devra s'accompagner d'un choc de libéralisation sans précédent, selon la logique du «payer pour réformer» (rachat des rentes). La charge d'intérêt « économisée », soit 209 Md€, ne servira donc pas à rembourser le déficit mais sera intégralement consacrée au financement des réformes structurelles qu'aucun gouvernement n'a été capable de mettre en œuvre depuis trente ans. On peut en attendre une remontée de la croissance (4% sur deux ans puis 2% à terme) et une diminution des dépenses publiques (à 50% du PIB).

Bien expliqué aux marchés, cet assainissement de la situation économique et financière ne devrait pas provoquer de hausse de la charge d'intérêt au-delà de l'ajustement inévitable des taux (taux apparent de 4,5% à l'horizon 2020). Par ailleurs, l'impact sur le système bancaire international resterait limité : les pertes nettes en valeur actuelle nette (VAN) des créanciers ne dépasseraient pas 10%, ce qui reste très modeste au regard de l'histoire des défauts souverains.

Les finances publiques reprendront alors une dynamique positive, avec un solde primaire positif dès 2017 (et atteignant à terme 3% du PIB), ce qui permettra à la dette de repasser sous les 90% en 2017, et sous les 50% à horizon 2030.

Les comptes de la nation retrouveront – enfin – l'équilibre en 2020, près de cinquante ans après le dernier budget voté à l'équilibre.

ANNEXE 1 LES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA DETTE FRANÇAISE.

La dette négociable, constituée de titres financiers émis sur les marchés, constitue la vaste majorité des dettes des administrations publiques françaises (Etats, collectivités locales, administrations de sécurité sociale et divers organismes d'administration centrale, au sens de la comptabilité de Maastricht). En septembre 2012, elle représentait 85,6% de la dette publique totale soit 1556 md€, pour une dette totale de 1818 md€. Le reste des dettes prennent la forme de crédits bancaires (pour l'essentiel souscrit par les collectivités locales) et marginalement de dépôts.

La dette négociable de l'Etat se répartit entre instruments de court terme, de moyen terme et de long terme, créés en 1985 et émis par l'Agence France Trésor (AFT) :

- **Les BTF (Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté)** sont des titres de créance négociables à court terme, d'une durée de vie inférieure à 1 ans à l'émission
- **Les BTAN (Bons à Taux Annuel Normalisés)** sont des valeurs

assimilables⁵⁶ du Trésor émises pour des durées de 2 ou 5 ans

- **Les OAT (Obligations Assimilables du Trésor français)** sont aussi des titres assimilables, émis pour des durées de 7 à 50 ans

Les titres à long terme, les OAT, sont le principal instrument de la dette avec un stock de dette de 950 md€ fin 2012 soit 68,5% de la dette négociable. Il s'agit d'obligations dites « in fine » (en anglais « bullet ») : le capital est remboursé intégralement à l'échéance, le débiteur servant seulement un coupon d'intérêt durant la période de l'emprunt. Certaines obligations (OATi) sont indexées sur l'inflation. La France émet jusqu'à 50 ans (il existe une OAT 2055 et une OAT 2060).

<i>En milliards d'euros</i>	fin 2005	fin 2006	fin 2007	fin 2008	fin 2009	fin 2010	fin 2011	fin nov. 2012	fin déc. 2012
Encours de la dette négociable	877	877	921	1 017	1 148	1 229	1 313	1 393	1 386
<i>dont titres indexés</i>	90	110	132	152	148	159	166	173	173
OAT	593	610	641	681	719	816	888	951	950
BTAN	189	200	202	198	215	226	247	271	270
BTF	95	66	78	138	214	187	178	171	167
Swaps outstanding	52	44	42	28	20	16	13	10	10
Durée de vie moyenne de la dette négociable									
avant swaps	6 ans	7 ans	7 ans	6 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans
	267 jours	45 jours	51 jours	292 jours	246 jours	68 jours	57 jours	43 jours	37 jours
après swaps	6 ans	7 ans	7 ans	6 ans	6 ans	7 ans	7 ans	7 ans	7 ans
	228 jours	16 jours	29 jours	276 jours	233 jours	60 jours	52 jours	40 jours	34 jours

Source : Agence France Trésor

La durée de vie moyenne de la dette française est un peu supérieure à 7 ans.

ANNEXE 2 LA DETTE SOCIALE (CADES).

En complément de la dette de marché émise par l'Etat, **la CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale) constitue un second émetteur souverain important sur le marché de la dette française.**

⁵⁶ Un instrument de dette est dit assimilable lorsqu'il est possible pour l'émetteur de procéder à une gestion active du stock de titres par émissions successives dans le temps, les nouveaux titres émis pouvant être « assimilés » à la souche de titres d'origine.

Au 31 décembre 2012, la dette de la CADES s'établissait à 137 md€, principalement sous forme d'emprunts obligataires à long terme.

Au plan juridique, la dette émise par la CADES est distincte de celle de l'Etat. En pratique, elle est pleinement garantie par le Trésor et s'apparente clairement à une dette souveraine.

Contrepartie des déficits des régimes de sécurité sociale accumulés depuis les années 1990, la CADES avait été créée en 1996 par Alain Juppé pour une période limitée comme instrument d'extinction de la dette sociale grâce aux recettes annuelles d'un nouvel impôt social, la CRDS. En réalité, cet instrument bien pratique de financement des déficits sociaux a été pérennisé par les gouvernements successifs.

Au plan des principes, la dette sociale portée par la CADES est injustifiable. Elle n'est que la contrepartie de l'incapacité chronique des autorités à ajuster le système de protection sociale et son financement aux nouvelles réalités économiques. Elle ne correspond à aucun investissement productif porteur de croissance. Elle devra être remboursée par les générations futures, au moins jusqu'en 2025 (mais personne ne croit que cet instrument pourra cesser ses émissions à brève échéance).

Au plan technique, le mécanisme de la CADES est critiquable. En faisant le choix du cantonnement et de la transparence, Alain Juppé avait décidé de sortir la dette sociale de la dette globale de l'Etat. Néanmoins, ce souci louable n'est plus de mise maintenant que la CADES est devenue un outil de financement pérenne de la dette sociale. Or, cette distinction de la CADES par rapport au Trésor a un coût : la CADES émet en effet à un taux d'intérêt proche de celui des émissions du Trésor, mais avec un spread résiduel significatif. Sur longue période, ce spread représente une charge d'intérêt importante.

Au final, la dette sociale aurait bien évidemment vocation à être réintégrée dans la dette de l'Etat en cas de restructuration de la dette, et soumise aux mêmes conditions.

Une difficulté technique pourrait toutefois apparaître pour la partie de la dette de la CADES qui a été émise en devises (22% de l'encours est en dollar) et qui est donc soumise à un droit étranger. L'utilisation de CACs serait probablement impossible pour cette part de la dette sociale.

ANNEXE 3 IMPACT D'UNE RESTRUCTURATION SUR LE SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS.

Tentons de modéliser les effets d'une restructuration de la dette française et/ou européenne («pays du Sud»⁵⁷) sur le capital des principales banques françaises (BNP Paribas, Société Générale, Banques Populaires, Crédit Agricole).

Il existe de nombreuses manières de calculer le capital d'une banque. Afin de simplifier l'approche, on utilisera le « Common Equity Tier 1 » (CET 1) calculé sur la norme CRD IV. Ce ratio a considérablement augmenté sur les 5 dernières années et la plupart des banques ont un objectif affiché de dépasser 9.5-10% d'ici fin 2013. C'est le chiffre le plus souvent regardé par les analystes, qui donne l'appréciation la plus fine du montant de capital dur pouvant supporter des pertes.

Par ailleurs, les stress tests européens étant basés sur la valeur de marché, on peut tout à fait simuler l'impact d'une restructuration en imputant la perte en VAN sur les fonds propres CET1

Nous prendrons deux hypothèses : une perte de 25% et une perte de 50% (résultant de la combinaison des haircut, moratoires sur les taux d'intérêt, rééchelonnement, etc...).

⁵⁷ Nous considérerons les pays les plus directement menacés par une crise de surendettement : France, Belgique, Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande.

Md€				
CRD 4 estimation				
Name	BNPP	SocGen	BPCE	CA Group
CET1 capital	59,304	39,876	34,405	54,663
CET1 ratio	9,48%	8,57%	9,00%	9,30%
Implied RWA	625,288	465,298	382,274	587,777
Exposure (June 2012 source EBA)				
France	9400	16671	36206	28205
Belgium	12000	656	1300	2980
Italy	11400	1584	3715	3921
Spain	300	1026	27	265
Portugal	400	119	59	149
Greece	0	43	25	33
Ireland	200	298	176	152
Total	33700	20397	41508	35705

HAIRCUT 25% Dette France					
Haircut	25%	2350	4167.75	9051.5	7051.25
CET 1 after haircut		56,954.08	25,594.46	25,353.19	47,612.02
CET 1 ratio after haircut		9.11%	5.50%	5.38%	8.10%

Dette France + Europe du Sud					
Haircut	25%	8425	5099.25	10377	8926.25
CET 1 after haircut		50,879	24,663	24,028	45,737
CET 1 ratio after haircut		8.14%	5.30%	5.10%	7.78%
Shortfall to	7%	-	7,907.91	8,954.10	-

HAIRCUT 50% Dette France					
Haircut	50%	4700	8335.5	18103	14102.5
CET 1 after haircut		54,604.08	31,540.55	16,301.69	40,560.77
CET 1 ratio after haircut		8.73%	6.78%	4.26%	6.90%

Dette France + Europe du Sud					
Haircut	50%	16850	10198.5	20754	17852.5
CET 1 after haircut		42,454	29,678	13,651	36,811
CET 1 ratio after haircut		6.79%	6.38%	3.57%	6.26%
Shortfall to	8%	7,568,93	7,546.30	16,931.26	10,211.40

Source : GenerationLibre

Ce tableau montre que le poids des dettes souveraines françaises sur le capital est extrêmement variable, de 15% pour BNPP à plus de 100% pour BPCE. En moyenne, les engagements des banques françaises sur les obligations d'Etat françaises s'élèvent à près de la moitié de leurs fonds propres. Si l'on inclut l'ensemble des obligations des pays européens affaiblis, l'exposition monte à 74%.

Le seuil minimum de CET1 nécessaire au bon fonctionnement des banques est difficile à cerner. Clairement, aujourd'hui, les banques se dirigent vers 10%. Par ailleurs, du point de vue réglementaire, certaines mesures de conservation du capital doivent automatiquement être mises en œuvre dès que le CET1 passe sous 7%. Il est clair qu'une banque qui passerait sous les 7% devrait très rapidement combler ce déficit et remonter, au minimum, à un niveau de 8%.

Une restructuration modérée (impact en VAN de 25%) de la dette française et européenne semble donc gérable pour les banques françaises. Même si certaines (Société Générale et BPCE) se retrouvaient sous les 7%, il ne s'agirait pas de lancer de recapitalisations massives. **En revanche, une restructuration plus sévère (de l'ordre de 50% en VAN) aurait des conséquences beaucoup plus graves et une recapitalisation s'imposerait :** les quatre principales banques françaises auraient besoin de plus de 40 Md€ pour revenir à 8% de capital.

GLOSSAIRE

AFT	Agence France Trésor
BTAN	Bon du Trésor à Intérêt Annuel
BTF	Bon du Trésor à Taux Fixe
BCE	Banque Centrale Européenne
BERD	Banque Européenne de Reconstruction et de Développement
BPCE	Banque Populaire/ Caisses d'Épargne
BTAN	Bons à Taux Annuel Normalise
BTF	Bons du Trésor à Taux Fixe et a intérêt précompte
CACs	Clauses d'Action Collectives
CADES	Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale
CDS	Credit Default Swap
CET	Common Equity Tier
CPIS	Coordinated portfolio investment survey
CRD IV	Capital Requirements Directive IV
CMD	Crisis Management Directive
ERF	European Redemption Fund
ERP	European Redemption Pact
FESF	Fonds Européen de Stabilité Financière
ISDA	Credit Derivatives Determinations Committee
LTRO	Longer-Term Refinancing Operation
OAT	Obligations Assimilables du Trésor Français
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeur Mobilière
SDRM	Sovereign Debt Restructuring Mechanism
SNS	la banque Néerlandaise SNS
SVT	Spécialistes en Valeurs du Trésor
VAN	Valeur Actuelle Nette

GENERATION LIBRE

La raison d'être du think tank.

Tocqueville déplorait déjà, dans *L'Ancien Régime et la Révolution*, « l'effrayant spectacle » des philosophes français, coupés du reste de leurs semblables, ignorants de la vie de la Cité, aveugles au reste du monde. « Même attrait pour les théories générales, les systèmes complets de législation et l'exacte symétrie dans les lois ; même mépris des faits existants ; même confiance dans la théorie. »

A l'inverse, les politiques restent bien souvent détachés de toute réflexion philosophique, en se reposant trop exclusivement sur l'administration pour imaginer les projets de réformes.

« C'est donc à mieux marier théorie et pratique, principes philosophiques et action politique, que doivent travailler les think tanks »

Sur le fondement d'une doctrine claire, ils rassemblent les compétences d'experts pour décliner des idées parfois inhabituelles en politiques publiques précises et chiffrées. S'agissant du revenu universel par exemple, GenerationLibre s'est emparé d'un concept puissant mais très abstrait pour élaborer une proposition économiquement viable sous la forme d'un impôt négatif.

Il est heureux que les think tanks jouent un rôle croissant sur la scène publique française. Au-delà des convictions de chacun, c'est la garantie d'un débat riche et informé sur les grands sujets de notre temps.

ACTIONS

Notre combat quotidien.

Nos objectifs.

- 1. Vivre et laisser vivre**, pour permettre à chacun de définir ses propres valeurs dans une société ouverte.
- 2. Briser les rentes**, parce que la libre concurrence des échanges comme des idées est le meilleur moyen de contester l'ordre établi.
- 3. Penser le progrès**, pour que les innovations technologiques demeurent au service de l'individu.

Nos dernières publications.

- « Redéfinir le contrat de travail : de la subordination à la coopération », janvier 2017 ;
- « LIBER, une proposition réaliste, tome II », janvier 2017 ;
- « Le sexe et l'Etat : de l'indisponibilité à la libre détermination », juin 2017 ;
- « Retrouver l'Europe, pour un Etat minimal européen », chapitre I, avril 2017 ;
- « Schumpeter et les robots, le cas de la France », novembre 2017.

— NOUS SOUTENIR

Soutenir de nouvelles idées.

GenerationLibre est un jeune think tank fondé en 2013 par le philosophe Gaspard Koenig. Il défend un libéralisme à la fois économique, politique et sociétal, plaçant l'individu et ses libertés au cœur de la politique publique. Au quotidien, le think tank élabore des propositions pour briser les rentes publiques - comme privées - transformer notre organisation sociale, la rendre plus juste et l'adapter à l'ère numérique.

Son financement repose exclusivement sur la générosité de ses membres, seule garantie de sa liberté de ton et de son indépendance. GenerationLibre refuse toute subvention publique, ne prend aucune commande et ne dispense aucune activité de conseil ou d'expertise auprès d'entreprises ou particuliers.

Nous écrire, nous rencontrer.

GenerationLibre
24, rue Saint-Lazare
75009 Paris
contact@generationlibre.eu

www.generationlibre.eu