

Contribution au colloque tenu devant les membres de l'association
« Nouveau Dialogue »
le 5 octobre 2006 à Paris
sur le thème des finances publiques

Pierre Rochat
HEC, Dr ès sciences économiques,
Associé de MM. Chmielewski, Rochat,
Cabinet de gestion et de conseil financier, Genève

Les conséquences sur le pouvoir d'achat des déficits publics récurrents

Tout ce que je vais vous dire se révélera probablement faux puisqu'il est dans la nature des choses d'évoluer de manière imprévisible et surtout de ne pas obéir au raisonnement qui se limite à extrapoler le présent. Prenons à témoin la bévée de l'économiste Malthus lorsqu'il prédit que l'augmentation exponentielle du trafic dans Londres, alors hippomobile, aboutira à sa cessation car le crottin s'accumulera plus vite que la voirie ne parviendra à l'enlever. Mais voilà, il n'avait pas prévu l'avènement de l'automobile.

Fort de cette humilité, je sollicite votre plus grande méfiance face à mes propos au cours du voyage dans l'avenir pour lequel vous embarquez.

Il y a déficit lorsque l'Etat dépense durablement plus d'argent qu'il n'en récolte. Et lorsque les caisses sont vides, il y a quatre solutions pour les renflouer. Nous verrons qu'aucune ne fonctionne. Ainsi, la crise monétaire est programmée et, avec elle l'effondrement du pouvoir d'achat. Ce sera ma conclusion.

La première solution consiste à dépenser moins. C'est la plus vertueuse en termes d'économie libérale. Elle conduit à reconsidérer le rôle de l'Etat, ce qui est pratiquement impossible dans le contexte de l'idéologie régnante au sein des démocraties sociales que nous connaissons. L'évolution de la démographie sera probablement un courant contraire qu'il sera difficile de remonter. On sait que la génération du baby boom d'après-guerre arrive maintenant à l'âge de la retraite et pèsera encore un peu plus sur les finances publiques. A son tour, le système de santé, dont la croissance suit le vieillissement de la population, n'allègera probablement pas les dépenses publiques.

La deuxième voie consiste à adapter les ressources aux dépenses en augmentant les impôts. Elle a déjà été si généreusement pratiquée que l'on ne peut plus y recourir. Les prélèvements publics sont déjà largement supérieurs à la moitié de la richesse produite dans les pays d'Europe. Or, à ce stade, on constate qu'on a dépassé la limite au-delà de laquelle l'esprit d'entreprise se décourage, l'investissement ralentit et les capitaux fuient. Trop d'impôt tue l'impôt, dit-on.

Les avantages et protections sociales concédées d'une manière générale en Europe ne sont pas de bon augure lorsqu'on se livre à une comparaison de la compétitivité des économies dans le monde. L'Asie va faire souffrir la vieille Europe. A terme, et si l'économie européenne ne retrouve pas sa flexibilité et sa productivité, ses résultats sont certainement appelés à baisser. Pour être non pénalisante, la ponction fiscale doit être limitée à une portion de la production d'une économie. Or, maintenant déjà, la ponction de l'Etat absorbe entre 60 et 70 % de cette production. Si la production est appelée à baisser, comme tout le laisse craindre, les prélèvements publics absorberont alors encore plus en termes relatifs, au point d'entamer l'outil de production. L'ISF français est un exemple avant coureur de cet état de fait, car cet impôt excède le rendement du capital investi.

La troisième solution est l'endettement. L'Etat emprunte année après année pour financer la différence entre les dépenses et les recettes. Cette voie a été sur-exploitée à son tour au point où les intérêts de la dette publique absorbent maintenant une part prépondérante des revenus de l'Etat. Les finances publiques se trouvent ainsi prises dans une spirale vicieuse inexorable dans laquelle le déficit s'alimente lui-même. Quelles sont les limites de l'endettement ?

D'abord le mécanisme ne peut fonctionner que tant qu'il y a des prêteurs. Qui sont les prêteurs ? Pour l'essentiel, ce sont les investisseurs institutionnels, tels que les compagnies d'assurances et les fonds de pension et les banques. Ce qui veut dire en clair, que c'est votre argent, que vous avez ingénument confié à ces organismes, qui est prêté à l'Etat.

Rappelons-nous que dans un passé récent des pays se sont déclarés en cessation de paiement, l'Argentine par exemple. L'endettement total réel de l'Etat français, y compris ses satellites, se monte à 135% de son PIB, alors que le plafond fixé par le traité de Maastricht est de 60%. Le service de cette dette absorbe déjà l'intégralité de l'impôt sur le revenu. Et l'Allemagne, l'Italie et la Grande-Bretagne ne sont pas en reste. On

peut imaginer que si cette dérive continue, Il soit permis de penser que certains pays peineront un jour à trouver des prêteurs s'ils présentent un risque jugé trop grand. A tout le moins, l'emprunt devra être assorti d'un coupon plus élevé pour allécher les prêteurs. Ce qui alourdira encore un peu plus le déficit !

La perception du risque deviendra négative lorsque les intérêts de la dette absorberont une trop grande partie des recettes et que, conjointement, ces recettes commenceront à faiblir consécutivement à l'étouffement de l'économie. Force est de constater que nous ne sommes plus très loin de ce point d'inflexion. Au-delà, les taux d'intérêts offerts devront être de plus en plus élevés pour placer les emprunts, jusqu'à ce que les investisseurs ne répondent même plus, tant le risque d'insolvabilité sera perçu comme élevé.

J'insiste sur cette notion de perception du risque parce que sa mesure n'est pas une science exacte. Et c'est un danger car la perception est subjective, c'est-à-dire qu'elle est influencée par le contexte général. Ainsi, une accumulation de bonnes nouvelles rend les investisseurs globalement optimistes et élève le seuil de leur tolérance au risque. Inversement, cette tolérance peut diminuer si l'ambiance devient pessimiste. C'est l'histoire du verre à moitié plein ou à moitié vide. Les mêmes chiffres sont interprétés différemment selon l'état d'esprit du moment. Et c'est dangereux, car sans péjoration objective, le risque peut tout d'un coup être perçu comme inacceptable et provoquer la désaffection des prêteurs. On voit donc que finalement tout est plus une question de confiance que de calcul. L'Etat doit entretenir la confiance pour pouvoir continuer d'emprunter. Mais à l'heure actuelle, l'Etat n'entretient plus que l'illusion. Et cela semble suffire... provisoirement.

La quatrième et dernière solution consiste à créer de la monnaie pour combler les déficits. C'est l'œuf de Colomb pour certains que la dérive keynésienne n'effraie pas. Dans le passé, le Prince dévaluait simplement sa monnaie et en battait une nouvelle avec une moindre proportion d'or pour rembourser ses créanciers. Aujourd'hui, et après les ruineux abus du passé, les monnaies ne sont plus rattachées à l'étalon-or et ne sont plus liées entre elles dans le système de parités fixes qui a suivi, ce qui supprime toute possibilité de dévaluation. En outre, l'Etat ne bat plus monnaie. Il a confié sa régale monétaire à des institutions indépendantes que sont les Banques centrales ou Banques d'émission. Ce double dispositif est censé garantir le pouvoir d'achat.

Les statuts qui régissent la Banque Centrale Européenne (BCE) prévoient sagement, dans leur article 21, que celle-ci n'a pas le droit de souscrire aux emprunts d'Etats membre. En effet, il serait tentant de recourir à cette facilité, mais il faut se rappeler qu'une banque centrale n'a pas d'argent en caisse, et que lorsqu'elle met de l'argent sur le marché, elle crée de la monnaie. Ainsi les autorités européennes ont voulu éviter que les Etats membre ne puissent financer leur déficit par création de monnaie. En effet, si l'on veut assurer sa valeur à une monnaie, son rythme d'émission ne doit pas excéder la croissance de la production de biens et de services réels.

Pour parfaire le verrouillage de la BCE, la Commission européenne a prévu dans ses statuts, à l'article 7, son indépendance de décision et d'action par rapport aux gouvernements des Etats membre. La BCE n'est pas aux ordres des ministres des finances. Ainsi est garanti que l'émission monétaire ne servira pas à couvrir les déficits publics. Les fondateurs de la BCE ont agi vertueusement, il faut le relever, en privant les pays membres de l'accès à la planche à billets.

A ce stade de l'évolution des finances publiques, nous observons que nous avons pratiquement épuisé toutes les solutions pour revenir à l'équilibre des comptes. La liberté de manœuvre est devenue très mince entre les dépenses incompressibles, la fiscalité confiscatoire, la spirale de l'endettement et le renoncement à la planche à billets. Nous sommes bientôt au pied du mur.

Se pose maintenant la question de savoir comment le jeu va continuer.

* * *

Je vous soumetts tout d'abord trois axiomes qui me paraissent être des constantes dans la manière de procéder des gouvernements soumis à élection:

Le premier est qu'un gouvernement cherche toujours un responsable en dehors de lui-même. Le deuxième stipule qu'un gouvernement élu décide toujours en premier lieu les actions dilatoires nécessaires à différer la crise. Le troisième est qu'un gouvernement élu adopte systématiquement les solutions les plus faciles et les plus populaires.

Ceci veut dire que les gouvernements chercheront à faire régner l'illusion le plus longtemps possible pour repousser la crise fatidique. Ainsi, ils vendront ça et là une autoroute ou tout autre bijoux de famille pour faire

diversion, ils feront semblant de procéder à des coupes budgétaires, par des décisions spectaculaires, mais sans portée réelle et surtout durable, et pendant ce temps les Etats emprunteront à des taux d'intérêts de plus en plus élevés, comme nous venons de le voir, car gagner du temps primera sur l'aggravation du déficit.

Mais même la période de l'illusion prendra fin un jour. Alors voici, en trois actes, le déroulement du drame.

Un ministre se lèvera et montrera du doigt la BCE en décrétant : « tout est de sa faute, elle nous étouffe avec sa politique restrictive ! ». Et le monde politique fera bloc derrière cette voix courageuse. On réclamera des têtes, pour faire sérieux. Et, à la faveur de la fronde montante contre ce nouveau bouc-émissaire, la politique obtiendra l'abrogation des articles 7 et 21 des statuts de la Banque Centrale. On lui retirera son indépendance. Fin du premier acte.

Deuxième acte : On se réveille avec une Banque Centrale Européenne aux ordres des ministres qui s'empressent de faire créer la monnaie nécessaire pour remplir les caisses. Et, dans la foulée, on impose à la BCE de pratiquer des taux d'intérêt très bas pour soulager le service de la dette. Tout est réglé. On crie au génie ! Tout le monde est réélu. Fin du deuxième acte.

Troisième acte : reprenons la définition de la monnaie. La monnaie est une unité de compte qui permet de définir les prix des biens disponibles dans une économie. Vous échouez sur île déserte avec 100 euros en poche. S'il y a dix noix de coco, et rien d'autre, le prix de la noix de coco sera de 10 Euros et s'il y en a 20, leur prix sera de 5 Euros. On voit que le niveau des prix des biens disponibles est égal au quotient de la masse monétaire par la quantité de biens disponibles.

Ainsi, si la masse monétaire baisse par rapport à la quantité de biens disponibles, les prix baissent. On est en situation de déflation. Au contraire, si la masse monétaire augmente par rapport à la quantité de biens disponibles, les prix montent. On est en situation d'inflation. Pardonnez-moi d'avoir été trivial, mais je crois qu'il faut parfois ne pas craindre de revenir à l'abc, comme un pianiste fait inlassablement des gammes.

En émettant la monnaie, la Banque Centrale veille donc à maintenir la masse en circulation de manière à maintenir stable les prix des biens à disposition. Lorsque l'économie est en croissance, c'est à dire que la

quantité de biens augmente, la Banque Centrale crée une masse correspondante de monnaie. Si elle émet trop de monnaie par rapport à la croissance de la production de biens, elle provoque une montée des prix. Et le corollaire est que si j'ai 10 euros en poche et que le prix du café augmente, je m'appauvris.

Revenons au troisième acte : sur ordre, la BCE émet la monnaie en fonction des déficits des comptes publics et non plus en relation avec la quantité de biens disponibles. La masse monétaire enfle de manière disproportionnée et le niveau des prix ne tarde à s'élever. Le pouvoir d'achat s'effondre. Les fourmis sont ruinées. Fin du troisième acte.

Ce scénario n'a rien d'une fiction intellectuelle. Rappelons-nous que l'Allemagne de Weimar a connu cette crise monétaire en 1923 où il fallait 1 million de Mark pour acheter une livre de pain. Et en France, sous la Régence, souvenons-nous de la ruine des épargnants causée par le banquier Law qui avait inondé le royaume de papier-monnaie émis sans richesse sous-jacente. Et, tout près de nous, en 2004, gardons en tête avec quelle facilité les gouvernements de Etats européens ont obtenu l'assouplissement des règles qui garantissent le pouvoir d'achat de l'Euro et qu'ils avaient fixées eux-mêmes peu de temps auparavant dans un document intitulé, oh ironie, « Pacte de stabilité ».

Pour ma part, cette issue est la plus probable, car elle est en ligne avec la manière dont les démocraties résolvent les problèmes. Toutefois, et sans que le fond du raisonnement soit touché, il est aussi possible, et peut-être raisonnablement plus probable encore, que l'un ou l'autre pays de la zone Euro sorte, volontairement ou forcé, du système monétaire commun et réémette sa propre monnaie pour sauver sa situation. Plutôt que de voir l'édifice européen emporté dans la crise, préférera-t-on ne sacrifier qu'un membre malade ? Une autre difficulté survient lorsqu'on se demande quand cela pourrait arriver. Le moment où une crise se déclenche est proprement imprévisible. Cela arrivera lorsque le verre à moitié plein sera perçu comme à moitié vide. C'est tout ce que j'ose dire. Mais soyez tout de même vigilants aux signes avant-coureurs. Lorsque vous entendrez les politiques commencer à contester la souveraineté de la BCE, préparez-vous, c'est que l'histoire se met en marche.

Pour l'heure, les politiciens se bornent à critiquer la politique que mène la BCE en matière de taux d'intérêts, son instrument principal pour réguler la masse monétaire. Or, je me demande si les banques centrales ne deviendront pas un jour l'otage de l'endettement général. En effet, on peut se poser la question de savoir si ces Institutions oseront monter les taux d'intérêts pour contenir l'émission de monnaie sachant que cela

pourrait provoquer une récession ? Le remède sera-t-il pire que le mal ? Tel est le dilemme qui se posera tôt ou tard aux banquiers centraux. Gageons que ceux qui s'obstineront dans l'orthodoxie verront leur souveraineté retirée et ceux qui se montreront accommodant seront décorés... pour avoir posé les bases de votre ruine. Il est vital pour les états européens d'avoir accès à des capitaux à bas prix et le rapport de force ne laisse pas de doute sur l'issue de la confrontation.

On pourrait ainsi connaître une période aberrante, un paradoxe, où l'on aurait une inflation importante due à l'émission non contrôlée de monnaie et des taux d'intérêts bas, maintenus artificiellement bas, veux-je dire. Si ce jour arrive, n'hésitez pas à vous endetter pour investir. La dépréciation de la monnaie travaillera pour vous !

* * *

Si l'on accepte l'idée philosophique que l'on ne se baigne jamais dans la même eau, il faut alors accepter que le contexte mondial dans lequel l'endettement public européen déploiera ses effets désastreux sera différent de celui d'aujourd'hui et ne manquera pas de catalyser l'émergence de la crise monétaire. Les économies sont liées et cloisonner le raisonnement pourrait conduire à une simplification trompeuse.

A la fin du XIX^e siècle, l'Empire britannique devait céder son hégémonie sur le monde aux Etats-Unis d'Amérique. Le Dollar devint la monnaie de réserve et reléqua la Livre Sterling, qui devait s'effondrer dans la foulée.

Un siècle plus tard, la Chine défie sérieusement, à son tour, la primauté américaine. La balance des paiements chinoise et ses réserves monétaires voudraient que le Yuan s'apprécie fortement, de l'ordre de 30% selon les économistes. Ce sera le cas tôt ou tard, lorsque le Yuan sera déclaré convertible. Alors, le Dollar s'effondrera, comme la Livre Sterling un siècle plus tôt et le Yuan deviendra à son tour la monnaie de réserve du monde.

Le processus sera graduel car les autorités chinoises ne renonceront que peu à peu à l'avantage commercial d'une monnaie sous-évaluée. Pourtant, ces mêmes autorités ont franchi le 14 avril un pas décisif vers la convertibilité en autorisant les investissements à l'étranger. Il s'agit de neutraliser l'excédant d'épargne pour contenir l'inflation intérieure engendrée par une économie en surchauffe. C'est la menace de l'inflation qui forcera le Yuan à devenir convertible.

Dans le prolongement de sa convertibilité, apparaîtra l'internationalisation du Yuan, c'est-à-dire son usage comme moyen de paiement universel. Le corollaire sera que les matières premières échangées dans le monde seront cotées en Yuan, tels que l'énergie, les métaux et les denrées alimentaires. Ces matières deviendront chères pour ceux qui devront acheter des Yuan pour se les procurer.

Dans l'intervalle, les monnaies occidentales seront gérées en fonction de contraintes internes à l'occident, soit essentiellement l'endettement généralisé et la perte de compétitivité. Sous ces facteurs conjoints de pression, les banques centrales seront condamnées à créer de la monnaie afin de maintenir des taux d'intérêts bas, quelle que soit l'inflation, pour repousser la banqueroute générale. Changeant de combat, elles délaisseront leur mission qui est de garantir le pouvoir d'achat.

C'est dire l'effet de ciseaux dans lequel seront prises nos monnaies. Entre dévalorisation vis-à-vis du Yuan et inflation intérieure, la perte de pouvoir d'achat provoquera une fuite devant la monnaie. Les épargnants lucides, anticipant cette situation, achèteront de l'or, valeur qui ne dépend ni de la solvabilité d'un créancier ni des décisions des banques d'émission. Comme vous le savez, ce sont les moutons qui sont tondus, pas le berger.

* * *

Après ces conclusions assez pessimistes, mais qui sont mes convictions, il est nécessaire de se rappeler Malthus et du piège de l'extrapolation. En effet, l'histoire montre parfois des retournements de tendance que personne n'avait imaginés, de véritables changements de paradigme. Alors ne prenez pas ce que je vous ai dit trop au tragique. Les choses se passent rarement comme on les a prévues.

Ma grande consolation est que l'éminent économiste et conseiller du Général De Gaulle pour les questions monétaires Jacques Rueff ne m'aurait pas désavoué, car il aimait à dire « exiger l'ordre financier ou accepter l'esclavage ! ».

J'ai dit.

*Cabinet Chmielewski, Rochat
4, rue François-Bellot, CH-1206 Genève,
0041 22 702 08 00*