

- Rien n'est plus désastreux qu'un investissement rationnel
  - dans un monde qui ne l'est pas.
- J.M. Keynes

## Le supplice de Tantale.

« Une France plus vieille, plus petite, moins riche », telle est la vision du rapport réalisé par Jean Pisani-Ferry, commissaire général à la prospective, et il faut le préciser socialiste. Son rapport est en tout cas plus sérieux et réaliste que les rapports de rentrée des ministres qui ont oublié la leçon de leur prédécesseur Teulade, ridiculisé pour avoir prêté en 2000 une croissance de 3,5% pendant 40 ans afin de justifier la non réforme des retraites de Jospin.

La véritable question pour l'investisseur moyen long terme qu'est l'épargnant en assurance vie, est celle de savoir si la crise que nous traversons est conjoncturelle ou structurelle. Les gouvernements irlandais, portugais, espagnol, grec et italien, ne trouvant plus personne pour les financer, n'ont pas eu le choix. En croyant que l'appartenance à l'euro leur permettrait de bénéficier de crédits illimités à des taux proches de ceux de l'Allemagne, l'Espagne a bétonné à bon compte, la Grèce a vécu du clientélisme et l'Italie a subi l'immobilisme de Berlusconi. Les marchés les finançant avec des taux usuraires et les prêts du FMI ou de la BCE accordés sous conditions les ont obligés à prendre des mesures drastiques.

La France fait malheureusement exception à la règle. Comme elle n'a pas de problème de financement de sa dette, les gouvernements successifs se contentent d'attendre une hypothétique reprise de la croissance. Alors que Fillon avouait qu'il était à la tête d'un Etat en faillite, les largesses de la loi TEPA voulues par Sarkozy et la relance de la croissance en pleine crise des subprimes ont créé une augmentation sans précédent des déficits publics. La perte du triple A de la France en fin de mandat ont obligé le gouvernement à revenir sur ces acquis et à changer de cap.

Avec presque un tiers d'augmentation de la CSG, le report des plus values immobilières à trente ans au lieu de quinze, le gel du barème de l'impôt sur le revenu, l'instauration d'un plafonnement des réductions d'impôts, la fin du mandat Sarkozy alourdissait singulièrement la fiscalité des contribuables français. Le nouveau gouvernement socialiste a poursuivi sur la lancée avec une différence, la relance de l'augmentation des dépenses.

Deux raisons l'expliquent. La crise ayant débuté en 2007, Hollande estime qu'elle n'a que trop duré, la reprise étant imminente (voir son interview du 14 juillet). La deuxième raison est qu'il reste une gauche survivante des années 1960 qui préfère avoir tort avec Sartre plutôt que d'avoir raison avec Aron. Ainsi, un jour, on accuse de tous les maux la réforme de 1973 qui interdit à la Banque de France de prêter à taux zéro au Trésor Public. Un autre jour, certains, comme l'économiste Bernard Maris, prônent le non remboursement de la dette pour remédier aux problèmes budgétaires. La tentation est évidemment forte de tirer un trait sur les 1.800 milliards de dettes qui génèrent plus de 50 milliards d'intérêts annuels et représentent le deuxième poste du budget de l'Etat après l'enseignement.

Les chiffres suivants ne se veulent évidemment pas une analyse fine et exacte du budget, mais ils essaient de faire comprendre son fonctionnement de manière simple et logique. En 2014, le Trésor français devrait emprunter un peu plus de 200 milliards d'euros, 100 milliards devant servir à rembourser les prêts qui arrivent à échéance, (ce sont ce qu'on appelle des emprunts in fine), et 100 milliards devant couvrir le déficit budgétaire de l'année 2014, les dépenses étant estimées à 400 milliards d'euros pour 300 milliards de recettes. Le défaut de paiement préconisé par certains résoudrait-il vraiment le problème budgétaire français et quelles en seraient les conséquences réelles ?.../...

Une soustraction démontre que la solution n'est pas aussi simple et que le défaut de paiement risque même d'aggraver les difficultés car les 400 milliards de dépenses n'intègrent pas les 100 milliards d'emprunts arrivant à échéance. Seule en effet est comptée la charge de la dette, c'est-à-dire les intérêts payés dans l'année et estimés à 50 milliards d'euros. Avec le défaut de paiement, le gouvernement n'économiserait donc que 50 milliards, les dépenses passant de 400 milliards à 350. Avec 300 milliards de recettes, il resterait toujours un déficit de 50 milliards que plus aucun prêteur, échaudé par le non remboursement, ne viendrait évidemment combler. Le gouvernement n'aurait alors que deux choix;

- Un, augmenter les recettes de 50 milliards en doublant par exemple l'impôt sur les sociétés ou en relevant le taux de tva d'un tiers pour le passer à 30%.
- Deux, diminuer les dépenses en réduisant de 50% le budget de la Défense et celui de l'Enseignement.

Quelle que soit la solution retenue, elle serait bien insuffisante. En effet, un tiers de la dette non remboursée étant détenue par les français sous forme de sicav, FCP ou contrats d'assurance, les recettes prévues risquent de fondre comme neige au soleil. Les banques et sociétés d'assurances devraient provisionner leurs pertes, certaines devant peut-être même être nationalisées pour éviter leur faillite. Les français qui avaient économisé pour compléter leur retraite et ayant vu partir en fumée capital et intérêts devront réduire leur consommation. La première conséquence du défaut de paiement serait donc de minorer les recettes de l'IS, celles de la TVA, celles de l'impôt sur le revenu et enfin celles de la CSG ainsi que des plus values sur produits financiers. Seuls les ordinateurs de Bercy pourraient chiffrer ce scénario catastrophe, l'issue fatale étant le retour au franc et à l'inflation.

En conclusion, pour faire défaut « sereinement », il faudrait que l'Etat soit au minimum en excédent primaire, c'est à dire que les recettes soient supérieures aux dépenses avant remboursement des intérêts de la dette. Le défaut de paiement ne semblant malheureusement pas être une perspective inenvisageable pour une certaine « élite » française, il n'est pas étonnant qu'étant liés à l'avenir de l'euro, les milieux financiers allemands, ne voyant venir aucune mesure d'économie structurelle des finances françaises, commencent à douter de leur principal partenaire.

Mais le pire est-il le plus vraisemblable ? La France peut-elle vraiment faire éclater l'euro ? Au paroxysme de la crise financière, le gouvernement grec avait deux choix, rester dans l'euro ou faire défaut. La solution la moins pénalisante pour le peuple grec était certainement de revenir à la drachme. En ne remboursant plus ni capital ni intérêts, le retour à une monnaie locale dévaluée aurait permis à la Grèce de booster ses exportations agricoles ainsi que le tourisme, tous deux pénalisés par une monnaie trop forte. Mais revenir à la drachme signifiait aussi retour au clientélisme, abandon des réformes, maintien d'une administration pléthorique et corrompue, bref un retour aux mœurs orientales traditionnelles et à une sortie de l'Europe.

En restant dans l'euro, les grecs ont fait jusqu'à présent un autre choix. En acceptant non seulement une aide financière de l'Europe, mais aussi son appui concret pour mettre en place une administration digne d'un état moderne, ils ont privilégié l'avenir au détriment du présent. Après la gabegie des années passées dont ils sont aussi responsables que leurs politiciens, les grecs se résignent à accepter la réorganisation de la Nation. Encore faut-il que la réussite d'une telle politique ne soit pas trop lointaine pour éviter que des élections ne la remettent en question comme en Italie avec Mario Monti. La France ferait-elle moins bien que la Grèce ? D'où sa lourde responsabilité soulignée par le rapport Pisani-Ferry.

En bénéficiant de temps pour leur restructuration, les Etats de la zone euro profitent aussi d'un autre avantage. Comme la FED américaine, la BCE a adopté une politique d'argent facile à taux bas. Pour les Etats, c'est tout bénéfique, le coût de l'emprunt étant annulé par l'inflation et les ponctions fiscales. Ainsi, souscrire à une obligation allemande à 10 ans rapporte 1,90% tandis qu'une OAT française en rapporte 2,40%, les investisseurs faisant plus confiance à l'Allemagne qu'à la France. Une inflation de 2% fait donc perdre à l'épargnant 0,10% avec un Bund allemand et gagner 0,40% avec une OAT française. Mais si on enlève les prélèvements sociaux et l'impôt sur le revenu, le rendement réel devient négatif. Les Etats, avec ces taux bas et très peu d'inflation, empruntent donc aujourd'hui à coût zéro et rembourseraient en monnaie de singe si l'inflation devait repartir. Le journal « Le Point » du 21 février avait réalisé un tableau qui calculait par investissement le taux de rendement à atteindre pour préserver le pouvoir d'achat en fonction du taux marginal d'imposition et d'une inflation à 1,9%. Ainsi, dans une tranche à 41%, il faut générer un minimum de 4,17% de rendement net dans l'immobilier et 2,47% dans l'assurance vie après huit ans. Si on y rajoute une taxation à l'ISF à 1%, ces taux montent respectivement à 6,36% et 3,77%.

Avec les réformes fiscales, les réformes structurelles, les politiques financières accommodantes ainsi que la décision de la BCE de racheter les emprunts des pays bons élèves, les Etats défailants du sud regagnent peu à peu la confiance des marchés et les taux se détendent. Seule la France attend une meilleure conjoncture et estime qu'un retour de la croissance suffira à équilibrer ses comptes. En 2014, elle continuera à augmenter sa dette et sera le premier emprunteur de la zone euro devant l'Allemagne qui commencera à réduire la sienne. Rares sont les pays qui ont autant d'atouts que la France, mais rares sont aussi ceux qui se tirent autant de balles dans le pied en sanctifiant par exemple le principe de précaution et en maintenant la rigidité de ses structures étatiques et syndicales. En persistant dans l'augmentation des prélèvements obligatoires et dans son refus des réformes, la France risque de subir le supplice de Tantale, à savoir, comme le dieu grec, voir se dérober à elle la consommation et la croissance alors que ses voisins récolteront les fruits des efforts passés.

Mario Schneider