

LA MARGE DE MANŒUVRE  
DES ÉTATS.  
LA DICTATURE DES MARCHÉS ?

71

**T**rès présent au moment des crises de la dette des pays émergents – Brésil, Mexique, etc. –, le thème de la dictature des marchés est réapparu à l’occasion de la crise financière qui a éclaté en 2007 et a pris de l’importance depuis lors. Il est devenu un thème politique de premier plan dans tous les pays qui connaissent des déficits budgétaires, qui ont laissé gonfler leurs dettes publiques et qui doivent faire appel aux marchés pour se refinancer. Comme les marchés de capitaux se sont internationalisés, la dette est souvent, pour une large partie, détenue par des non-résidents du pays concerné. Les tensions issues de la gestion – au sens large du terme – des déficits budgétaires et de la dette publique ont de ce fait une résonance forte car elles renvoient directement aux questions d’indépendance et de souveraineté nationales. Lorsque les tensions s’aiguisent fortement entre le pays emprunteur qui rencontre des difficultés de remboursement et les prêteurs qui exigent des garanties pour prêter davantage ou des taux d’intérêt plus élevés pour refléter le risque accru auquel ils font face, le débat politique s’enflamme et l’on évoque la dictature des marchés. Ce thème est évidemment développé par les forces politiques internes du pays emprunteur, mais est également repris dans les pays prêteurs, surtout quand ils risquent eux-mêmes de se retrouver, en raison de la dégradation de leurs finances publiques, dans une crise de la dette. Lorsque le risque de défaut de paiement se matérialise, les gouvernements des pays surendettés sont conduits, pour garder l’accès aux marchés internationaux des capitaux, à mettre en œuvre des plans de rigueur conjuguant hausse des prélèvements obligatoires et réduction des dépenses publiques et sociales. Même si ces plans sont

souvent conçus par les organisations internationales – le Fonds monétaire international (FMI), la Banque centrale européenne (BCE) – ou par d'autres pays souverains, on accuse « les marchés » d'être les responsables des politiques structurelles mises en œuvre, ils deviennent la cible principale de l'opinion publique, et acquièrent le statut peu enviable de bouc émissaire des difficultés nationales.

La référence à « la dictature des marchés » a beaucoup de résonance car elle conjugue deux termes à très forte connotation négative dans l'opinion : « dictature » et « marchés ». Inutile de gloser sur le terme de dictature entendu au sens de tyrannie. Ce qui est paradoxal, car aucune mesure nationale d'ajustement – qu'il s'agisse d'impôt ou de dépenses – ne peut être prise autrement que par le gouvernement et le Parlement du pays concerné. Les choix en cas de crise aiguë de la dette sont certes extrêmement contraints, mais la responsabilité de la situation critique dans laquelle se trouve le pays en quasi-faillite est bel et bien imputable à lui-même et à ses instances de gouvernement.

Les marchés, surtout financiers, suscitent des craintes, notamment du fait de leur caractère abstrait qui confère une aura mystérieuse à leur puissance. Ils ne se laissent pas facilement appréhender, particulièrement par ceux qui en sont éloignés. Les marchés financiers sont d'abord et avant tout un « lieu » où s'échangent des capacités et des besoins de financement, à différents horizons temporels, au travers de divers titres, à revenus fixes ou variables. Ils sont animés par des acteurs très divers (banques, assurances, *hedge funds*, fonds de pension, particuliers, banques centrales...) qui ont eux-mêmes recours à des instruments financiers variés (actions, obligations, produits dérivés), correspondant à des droits de propriété de natures diverses et à des partages de risques différents entre le prêteur et l'emprunteur. La quasi-totalité de ces acteurs sont l'objet de réglementations spécifiques, qui ont été renforcées depuis la crise, et ceux, rares, qui ne le sont pas encore, sont en passe de l'être. Certains d'entre eux sont de grande taille – mais, contrairement à une idée fort répandue, la plupart sont de dimension modeste. Ils sont concentrés géographiquement, autour de « places financières » telles que celles de New York, de Londres, de Francfort, de Zurich, mais aussi depuis quelques années de celles de Shanghai, de Singapour, de Dubaï ou de São Paulo. Si l'émergence de ces nouvelles places financières est impressionnante, la majeure partie des capitaux reste encore gérée dans les pays anglo-saxons. Cette localisation géographique n'est pas sans conséquence sur leur perception par les populations en général, particulièrement dans les pays qui ont un secteur financier marginal ou peu profond, ou qui ne

disposent pas au niveau national de certains acteurs importants. Souvent, les investisseurs sont présentés et perçus comme des forces étrangères aux pays demandeurs de capitaux, et ayant des intérêts divergents des leurs. Cela suscite des réactions nationalistes qui peuvent aller s'exacerbant si les prêteurs sont considérés par la population comme exigeant des conditions inacceptables. Comme on ne sait pas exactement qui détient la dette souveraine d'un pays, qui change d'ailleurs souvent de mains, on ne peut pas accuser d'institutions désignées : d'où l'accusation générale formulée de façon abstraite à l'encontre des marchés.

Insaisissables et perçus comme étrangers et puissants, les marchés financiers sont devenus l'objet de toutes les critiques, particulièrement dans leurs interactions avec les États souverains. Parmi les reproches traditionnels qui leur sont adressés : les marchés auraient pour seul objectif la spéculation, ils seraient myopes et court-termistes, ils fonderaient leurs décisions sur la base de notations émises par des agences irresponsables et ils exerceraient une pression inadmissible sur les pays emprunteurs qui apparaissent comme des victimes.

73

#### LES MARCHÉS AURAIENT-ILS POUR SEUL OBJECTIF LA SPÉCULATION ?

La vulgate veut que les acteurs des marchés financiers n'aient qu'une motivation : la spéculation. Dans les cultures catholiques notamment (mais pas uniquement), le mot de spéculation est extrêmement négatif. Il renvoie à l'enrichissement sans cause, à la manipulation des hommes, à l'extorsion de valeurs indues. On oppose la spéculation – vicieuse et qu'il faut condamner – à l'épargne – vertueuse et qu'il faut encourager –, part non consommée du revenu d'un travail. Il suffit par exemple de relire le livre de Jacques Le Goff, *La Bourse et la Vie*<sup>1</sup>, pour voir l'ancrage historique profond de l'attitude à l'égard de la finance dans notre propre pays, et plus largement dans les pays à forte tradition catholique. On y retrouve des sentences sans appel telles que : « il faut condamner ceux qui s'enrichissent en dormant », thème favori des prédicateurs du XI<sup>e</sup> siècle, reprise neuf cents ans plus tard par un président de la République, en l'occurrence François Mitterrand. On connaît la condamnation classique du prêt à intérêt car « le temps n'appartient qu'à

1. Jacques Le Goff, *La Bourse et la Vie. Économie et religion au Moyen Âge*, Paris, Hachette, 1997.

Dieu », thème d'ailleurs commun au catholicisme historique et à l'islam. On connaît la damnation à laquelle est voué l'« usurier », exclu de la communauté, excommunié. Les métiers d'argent sont immoraux et ceux qui s'y vouent connaîtront l'enfer. La condamnation récurrente des activités financières – et plus largement des marchés financiers – relève avant tout de l'ordre moral et religieux, avant d'être un jugement économique.

La réalité est que quantité d'acteurs du monde financier ne sont pas mus par la spéculation, entendue au sens traditionnel du terme d'enrichissement sans cause, mais bien au contraire gèrent les fonds dont ils disposent avec l'attitude connue sous le vocable de « gestion en bon père de famille ». En effet, ces investisseurs institutionnels ne sont très souvent que les mandataires d'épargnants dont la préoccupation légitime est de faire fructifier leurs économies avec un niveau de sécurité élevé.

74

Ainsi, lorsqu'un fonds de pension ou un assureur-vie investit, c'est pour pouvoir servir des rentes aux futurs retraités ou un capital au terme du contrat, en s'efforçant d'abord et avant tout de garantir et protéger la valeur des fonds dont il a la responsabilité.

Ces investisseurs, soumis à des normes prudentielles destinées à protéger leur solvabilité et donc *in fine* à protéger les épargnants, gèrent leurs placements, en règle générale, avec prudence et dans une optique de long terme. Leur aversion au risque est assez élevée, et ils privilégient la sécurité de leurs placements plutôt que la rentabilité maximale. Recherchant « un rendement raisonnable », la protection du principal l'emporte sur le gain marginal que pourrait engendrer une prise de risque excessive. Il suffit pour cela de regarder la structure des placements des investisseurs institutionnels. On constate que pour l'essentiel ce sont des obligations, et que dans cette classe d'actifs la masse de celles-ci sont des obligations d'États souverains ou d'agences publiques... Ce qui n'est d'ailleurs pas surprenant dans la mesure où les pouvoirs publics – par la réglementation – les incitent, quand ils ne les y obligent pas, à détenir principalement des titres de dette publique<sup>2</sup>.

Ceci ne veut pas dire que certains investisseurs – tels les *hedge funds* – n'ont pas une préférence pour le risque plus élevée, et ne vont pas privilégier le rendement sur le risque. Ces acteurs ne font généralement pas appel public à l'épargne, et ont longtemps échappé à la réglementation

---

2. Normalement, en raison d'une règle dite de congruence, les actifs doivent être libellés dans la même monnaie que les passifs, pour éviter que les investisseurs ne prennent un risque de change. Si bien que, avant la création de l'euro, les investisseurs français plaçaient leurs avoirs dans des titres de dette publique français. Mais depuis 2000, ils peuvent investir, sans risque de change, dans les dettes publiques émises par tous les pays de la zone euro.

pour cette raison: n'ayant pas de « déposants », étant financés par des fonds privés, les pouvoirs publics ont longtemps considéré qu'il ne fallait pas restreindre leur liberté d'investissement. Mais contrairement à ce que dit la vulgate, ces investisseurs sont eux aussi nécessaires au bon fonctionnement des marchés, à l'équilibre des besoins et des capacités de financement. En effet, face à un risque donné qui va croissant, certains acteurs avec une forte aversion aux risques vont chercher à se protéger, par exemple en souscrivant un contrat à terme: pour y parvenir, il faut bien que d'autres acteurs avec une aversion au risque plus faible acceptent d'être leur contrepartie. Autrement il n'y aurait pas de protection possible. Nous sommes là, sur les marchés financiers, en quelque sorte, dans le même registre que l'assurance, marché où s'échangent les risques de toute nature et de toute dimension entre acteurs ayant des anticipations et des contraintes différentes.

75

Illustrons notre propos par un exemple tiré de l'actualité. Un assureur, auquel des épargnants ont confié leurs économies, souscrit des emprunts grecs lors de leur émission, en considérant que le pays, membre de la zone euro, respectera les critères de Maastricht et s'imposera la discipline budgétaire requise par les traités en vigueur. Rien de répréhensible *a priori*. Mais la Grèce poursuit malheureusement une politique macro-économique déraisonnable et laisse filer son déficit qui devient incontrôlable. Ce pays parie peut-être sur le fait que l'Union européenne ou la BCE interviendra tôt ou tard et que, solidarité oblige, elle bénéficiera de nouveaux prêts et/ou subventions qui la dispenseront de réduire son train de vie. C'est ce que les économistes appellent le « hasard moral »: l'exposition au risque augmente si l'on est ou si l'on se croit assuré. Aussi le « profil de risque » de la Grèce change-t-il radicalement entre le moment où l'assureur a souscrit l'emprunt et, quelques années plus tard, celui où la situation est très dégradée. Il souhaite se débarrasser de ces titres qui lui apparaissent de plus en plus risqués, et dont la valeur est de plus en plus décotée. S'il veut se défaire de titres devenus risqués, il faut qu'il trouve un autre investisseur, qui acceptera de lui acheter ses titres de dette grecque avec décote, faisant le pari que la Grèce finira, avec l'aide de la communauté internationale et de la BCE, par rembourser intégralement ses dettes. Il y a échange de risques. L'investisseur qui rachète les titres grecs, par exemple avec une décote de 40 %, peut se retrouver quelques mois plus tard dans la situation d'un défaut partiel de la Grèce et d'une perte de 80 % du nominal. Cet investisseur a évidemment perdu, mais il aurait pu gagner si les autres États européens s'étaient portés forts de la dette de la Grèce et l'avaient remboursée. Un

marché suppose, pour fonctionner, des attitudes différentes vis-à-vis du risque mais également des analyses et des anticipations différentes de la part de ceux qui y participent. Les prix qui se forment sur le marché – le niveau et la structure des taux d'intérêt – reflètent le poids relatif des attitudes et des analyses des acteurs qui l'animent. Plus la majorité des acteurs perçoit un risque lié à la solvabilité de la Grèce, plus la décote des titres grecs sera élevée... jusqu'au point où plus aucun prêteur n'acceptera de prêter.

76 Le terme de « spéculateur » est utilisé pour désigner les investisseurs qui prennent le maximum de risques sur un marché. Ils sont bel et bien nécessaires au fonctionnement global des marchés : leurs rémunérations, s'ils gagnent, leurs pertes, s'ils perdent, doivent être à la hauteur des risques effectivement encourus. Cette catégorie d'investisseurs cherche des situations marquées par une grande incertitude, une volatilité élevée. Ils parient à la hausse ou à la baisse de variables comme les taux d'intérêt, le taux de change, le niveau de la Bourse. Dans le cas grec, des *hedge funds* ont perdu beaucoup d'argent parce qu'ils avaient nettement sous-estimé la probabilité d'un défaut partiel ou total. Ils avaient de fait surestimé la capacité des autres États à venir en aide, et sous-estimé les débats politiques qu'un plan de sauvetage susciterait au sein de chacun des pays de la zone euro, en Allemagne notamment. Personne ne pleurera sur leur sort, ils ont tenté, ils ont échoué, et ils en subissent les conséquences financières. Mais la plupart des pertes ont été essuyées par des investisseurs ou des épargnants – dont beaucoup de ménages grecs – qui ont eu confiance dans la signature de l'État grec et dans la capacité de la communauté internationale à éviter un défaut.

Il est vrai qu'un certain nombre d'acteurs tente de réaliser des gains en manipulant les marchés, en jouant sur leurs imperfections ou en utilisant des informations privilégiées. Mais dire que les marchés ont pour seul objectif la spéculation revient à déformer la réalité.

#### LES MARCHÉS SERAIENT-ILS MYOPES ET COURT-TERMISTES, CONTRAIREMENT AUX ÉTATS PRÉVOYANTS ?

On oppose traditionnellement la vision court-termiste des marchés à celle, à plus long terme, des États guidés par le souci de l'intérêt général. Le temps des marchés serait celui de l'actualité immédiate, de l'information la plus récente. Il se mesurerait en minutes, en secondes, voire en fractions de seconde grâce aux techniques de *trading* par



ordinateur. À l'inverse, l'État inscrirait son action dans le temps long de l'Histoire.

Les développements récents ne semblent pas pleinement confirmer cette thèse : beaucoup d'États n'ont pas géré leurs finances publiques avec le seul souci de « soutenabilité » de leur situation financière. Ils ont accumulé des déficits courants et, au lieu de provisionner les charges auxquelles ils devront faire face à l'avenir, ont reporté sur les générations futures le poids de leur préférence pour le court terme. Ils ont laissé les dépenses de fonctionnement prendre le pas sur les dépenses d'investissement. Alors que la population vieillit, ils ont retardé l'ajustement des systèmes de retraite et des autres formes de transferts intergénérationnels. Il s'agit d'un paradoxe, dans la mesure où l'allongement de l'espérance de vie aurait pu conduire à élargir l'horizon temporel de tous les citoyens. Dans une période historique où vont coexister quatre générations, on est surpris de voir se propager la maladie du court-termisme généralisé.

77

D'un point de vue économique, la généralisation de la pensée keynésienne, en apportant une caution théorique aux politiques court-termistes de relance par la consommation, explique largement la situation dans laquelle se retrouvent actuellement nombre d'États. Dans sa version la plus simpliste – la seule connue par la majorité des dirigeants politiques... –, le déficit des finances publiques est salutaire, et au pire un *benign neglect*. Selon la thèse de la crise de sous-consommation, le déficit serait le moyen magique de relancer la consommation, de revenir au plein emploi et de retrouver la croissance. Celle-ci générerait des recettes fiscales supplémentaires permettant de rembourser sans effort la dette publique dans le futur. Désormais, au moindre ralentissement économique, et *a fortiori* lorsque celui-ci est prononcé, les gouvernements laissent filer les déficits... alors même que l'on constate que les effets réels en termes d'emploi et de croissance réelle de l'activité ne se manifestent pas. Ceci tient notamment au fait que la crise n'est pas une crise de « sous-consommation », mais de surendettement, d'offre atrophiée et de surconsommation ! À mauvais diagnostic, mauvaise thérapeutique. En outre, dans l'ère des économies ouvertes, la relance de la consommation dans un pays profite très largement aux producteurs étrangers, ce qui se traduit principalement par une dégradation de la balance commerciale sans effet notable sur l'activité domestique. Au final, le seul effet de ce recours récurrent au déficit budgétaire est de laisser gonfler la dette publique au détriment des générations futures, ce qui suscite un doute, une méfiance puis une défiance de la part des investisseurs qui

la portent. Cela se traduit par une prime de risque, donc par une hausse des taux d'intérêt, qui augmente à son tour la charge de la dette dans le budget. Le cercle vicieux est engagé.

Le court-termisme des États ne s'est d'ailleurs pas limité à leurs choix budgétaires. Il s'est également manifesté dans la gestion de leur endettement. Afin d'abaisser transitoirement la charge des intérêts qu'ils devaient payer, ils ont émis des dettes de court terme, moins coûteuses en raison de la courbe des taux. Ce faisant, ils n'ont fait qu'accroître leur dépendance envers les marchés : les échéances de remboursement se multiplient et ne cessent d'être de plus en plus difficiles à honorer.

78 Qu'en est-il de l'accusation de court-termisme et de myopie formulée à l'encontre des marchés ? Il est exact que les marchés n'ont pas su prévoir la crise des dettes souveraines, et que leur réveil a été tout à la fois tardif et brutal. Mais leur « myopie » doit être appréciée dans le contexte d'incertitude qui entoure leurs choix.

On pourrait se dire en première analyse qu'une crise telle que la crise des dettes souveraines était parfaitement prévisible : ce n'est qu'en partie le cas. On voit certes la dette s'accumuler, mais on ne dispose pas toujours d'informations fiables sur la situation économique et financière du pays emprunteur. Il y a toujours asymétrie d'information entre l'emprunteur, d'une part, et les prêteurs, d'autre part. D'autant plus que l'État qui commence à connaître des difficultés a tendance, comme tout débiteur dans une mauvaise passe, à masquer ou à enjoliver sa situation. En l'espèce, le cas de la Grèce est exemplaire, si l'on peut dire. Une crise de dette souveraine n'est pas parfaitement prévisible, car son déroulement n'est jamais linéaire. En outre, on ne sait pas ou mal qui détient la dette d'un pays souverain. Un investisseur ne connaît pas les engagements des autres investisseurs. Et les titres de dette publique changent de main sur le marché secondaire.

Il demeure l'incertitude intrinsèque aux décisions politiques du pays emprunteur. Va-t-il spontanément prendre conscience de la gravité croissante de sa situation et se lancer dans une politique résolue de maîtrise des finances publiques pour enrayer la crise de sa dette ? Va-t-il rencontrer une opposition politique interne qui l'en empêchera, alors même qu'il aurait la volonté de remettre de l'ordre dans ses affaires ? Les prochaines élections vont-elles modifier la donne politique et l'orientation budgétaire du pays dans un sens plus laxiste ou plus rigoriste ? Les tensions sociales peuvent-elles dégénérer ? Le gouvernement est-il crédible et tiendra-t-il ses promesses ?

Rajoutons enfin l'incertitude intrinsèque concernant les décisions



de la communauté internationale et de ses acteurs. Par exemple, quelle va être l'attitude du FMI, dont la vocation principale est précisément d'aider les États à faire face à une crise de liquidités et de dette ? Quelles dispositions est prête à prendre la BCE pour enrayer une crise monétaire qui pourrait se propager à l'ensemble de la zone euro ? Quelle sera l'attitude des autres pays à l'égard du sauvetage du pays en crise : aide, sous condition ou non, avec contreparties ? On le voit, la crise a une conséquence majeure : elle multiplie les incertitudes, qui se renvoient l'une à l'autre, et ainsi l'univers décisionnel devient stochastique.

Face à cela, les marchés sont, comme nous l'avons rappelé, atomisés. Il y a des investisseurs de toutes nationalités et de tous horizons. Ils sont d'ailleurs souvent en concurrence les uns avec les autres. Ils ne s'échangent qu'imparfaitement les informations dont ils disposent sur la situation du pays emprunteur. Lorsque le doute sur la capacité d'un pays à rembourser sa dette apparaît, la façon dont cette interrogation percole et se diffuse reste très complexe. Ce processus peut être très rapide – lorsqu'une échéance n'est pas honorée par exemple, ce qu'on appelle le défaut de paiement –, ou plus lent, lorsque la dégradation est progressive. À regarder la courbe des *spreads* (écarts de crédit) des pays qui connaissent des difficultés, on constate que le processus est souvent brutal et semble résulter d'une sorte d'effet mayonnaise lié au caractère discontinu des scénarios possibles : défaut ou absence de défaut. Si les investisseurs pensent qu'il n'y aura pas défaut, le taux exigé reste faible, mais, si la probabilité d'un défaut à court ou moyen terme s'accroît, le taux de marché (ou le *spread*) peut augmenter tout d'un coup dans des proportions considérables. La panique est géométrique.

79

Pendant longtemps, la situation de la Grèce semblait n'inquiéter personne et ce pays trouvait à se refinancer sans problème sur les marchés internationaux des capitaux. Son appartenance à la zone euro lui procurait un parapluie efficace. Les prêteurs pensaient que la sortie de la Grèce de la zone euro était impossible, pour des raisons techniques ou pour des raisons politiques. Ce n'est que très tardivement que la prise de conscience de ses difficultés s'est faite et que ses primes de risque ont explosé. Bien entendu, quand le pays devient l'objet de l'attention des instances internationales (FMI ou Commission européenne, G20, BCE...), cela signifie que la situation est grave et que la crise est déjà dans sa phase aiguë. Le marché est alimenté par des rumeurs et il est sujet à tous les effets panurgiques, y compris la panique qui est au cœur des risques systémiques. Mais tout cela ne fait que résulter, pour l'essentiel, du contexte d'incertitude et d'information imparfaite dans lequel les marchés évoluent.

Les agences de notation, dont le métier est d'apprécier les risques, auraient probablement dû tirer plus tôt la sonnette d'alarme. Paradoxalement, les principales critiques qu'elles essuient ne portent pas sur ce point, mais sur le fait qu'elles aient osé le faire face à des émetteurs souverains.

#### LES AGENCES DE NOTATION SERAIENT-ELLES IRRESPONSABLES ?

80 Les agences de notation sont sous le feu de critiques appuyées depuis qu'elles ont dégradé les notes de certains États. Pendant longtemps, les États industrialisés ont été considérés comme étant à l'abri du risque de défaut, cet événement étant *de facto* historiquement très rare. Et même quand la note d'un État n'était pas AAA – niveau de sécurité le plus élevé –, les agences n'étaient pas réellement critiquées car les marchés prêtaient sans beaucoup de réserves aux États souverains. D'ailleurs, les différences de taux d'intérêt entre les États bien notés et ceux qui l'étaient moins bien étaient relativement faibles. Alors que le rôle des agences a toujours été très important lorsqu'il s'agissait de noter les entreprises émettrices d'obligations privées, il était secondaire quand il s'agissait de noter les dettes souveraines. L'État emprunteur aurait en effet toujours la capacité de lever l'impôt en exerçant son pouvoir légitime. L'entreprise, elle, ne peut pas le faire.

#### UNE IMPORTANCE ET UN RÔLE ACCRUS

Les agences de notation, et en particulier les principales d'entre elles, toutes trois privées, ont vu leur rôle et leur audience renforcés depuis le début de la crise. En effet, les risques de contrepartie se sont multipliés, et les notes d'un nombre croissant d'émetteurs ont été abaissées. La note d'un émetteur exprime la probabilité d'un défaut, en d'autres termes que l'émetteur ne puisse pas rembourser les dettes – notamment obligataires – qu'il a contractées. À titre d'exemple, selon Standard and Poor's (S&P), la probabilité de défaut d'un émetteur noté A est de 0,9 pour mille, et de 8 pour mille si la note est BB. Ces notes ne sont que les opinions des agences, et les investisseurs sont en général libres d'en tenir compte ou non. Dans la réalité, ils les prennent bien en compte, car on constate que les taux d'intérêt sont inversement proportionnels aux notes de l'émetteur. En outre, les États ont édicté au fil des ans des réglementations qui prennent comme référence les notes octroyées

par les agences. Ils leur ont ainsi eux-mêmes conféré une portée et une influence qu'ils dénoncent aujourd'hui...

La dégradation de la note d'un État revêt inévitablement un contenu politique. Lorsque la situation des finances publiques se détériore, la « perte d'une note », ou une « perspective négative » ou encore la « mise sous surveillance » est interprétée comme une sanction du gouvernement en place. Tout le monde a à l'esprit l'emballement du débat politique lorsque l'agence S&P a abaissé la note des États-Unis en août 2011 ou la note de la France au mois de janvier 2012. Les réactions consistent, comme toujours, à traiter les agences de notation d'irresponsables, à affirmer qu'elles sont sous le contrôle des marchés anglo-saxons, à demander qu'elles soient soumises à une réglementation renforcée, qu'elles n'aient pas le droit de noter les États souverains. On les accuse de s'immiscer dans les affaires intérieures et d'être elles-mêmes politisées. Enfin, certains forment le projet de créer une agence de notation publique, éventuellement européenne, afin de garantir (*sic*) son indépendance...

81

### *L'indépendance des agences de notation : gage de neutralité*

En réalité, les agences sont une fois encore apolitiques. Elles se bornent à quantifier et qualifier les risques d'un émetteur quel que soit son statut, public ou privé, État, collectivités locales, agences gouvernementales, entreprises publiques ou privées... Leur jugement peut être erroné. Elles peuvent à l'évidence se tromper sur la situation de tel ou tel émetteur. Elles sont conduites dans certains cas à brutalement dégrader une note et on leur reproche alors de n'avoir rien vu venir et de réagir tardivement. Mais leur nombre – elles sont en concurrence les unes avec les autres – et leur statut indépendant – elles ne dépendent pas d'un État – sont en réalité une garantie de leur responsabilité. Si elles se trompent souvent, elles perdront des clients.

### LES MARCHÉS EXERCERAIENT-ILS UNE PRESSION POLITIQUEMENT INADMISSIBLE SUR LES PAYS EMPRUNTEURS ?

L'une des critiques principales à l'encontre des marchés financiers est que la pression qu'ils exercent sur les pays emprunteurs serait inacceptable d'un point de vue démocratique. Lorsqu'il s'agit de pays, les marchés financiers bafoueraient la souveraineté nationale et, pour faire court, nieraient le choix des peuples à choisir leur propre destin. Et

l'on évoque les principes fondamentaux de la démocratie pour affirmer que les marchés financiers vont à leur rencontre.

*Comment exiger qu'un État honore sa signature ?*

82 Ce reproche est une fois encore largement excessif. Tout prêteur est normalement appelé à mettre des conditions aux fonds qu'il apporte. Lorsqu'il s'agit d'un prêt entre une banque et une entreprise, l'établissement de crédit assortit toujours de conditions la mise à disposition des fonds et leur remboursement éventuel avant l'échéance si jamais l'entreprise ne respecte pas certaines conditions. Ceci figure explicitement et de manière très détaillée dans le contrat de prêt. En cas de non-remboursement de tout ou partie du prêt, en cas de défaut, le contrat et la loi prévoient les mesures que l'on peut mettre en œuvre à l'égard du débiteur défaillant. Ceci va jusqu'à la mise en faillite du débiteur incapable d'honorer sa signature. Il y a, dans ce cas, saisie et liquidation judiciaire pour que le prêteur récupère une partie de sa mise, en fonction du rang de sa créance dans l'ordre des privilèges. Mais, dans le cas d'un prêt à un État souverain, le prêteur est beaucoup plus démuni, notamment parce qu'il ne peut rien saisir. La seule chose qu'il puisse faire, et qu'il fait en pratique, est de décider de ne plus prêter à cet État à l'avenir. C'est ce qui est arrivé à l'URSS après la révolution d'Octobre, quand le nouveau gouvernement a décidé de ne pas honorer les dettes de la Russie tsariste : ce n'est que quatre-vingts ans plus tard – et après un changement politique majeur – que la Russie a pu émettre à nouveau des emprunts sur les marchés internationaux.

*Seuls les acteurs publics  
peuvent imposer leur volonté*

Comme il y a beaucoup de prêteurs pour un État, aucun d'entre eux n'a la capacité de négocier l'apurement de ses propres créances, que ce soit par un rééchelonnement ou une remise partielle du principal. Et il est difficile à un État de rembourser certaines dettes et pas d'autres, car cela serait immédiatement interprété comme un incident de paiement, un défaut, qui bloque toute nouvelle opération de financement. La créance détenue par les prêteurs est en quelque sorte indivise. Encore faut-il savoir qui va négocier, avec l'État en difficulté, un plan de restructuration de sa dette. Dans le cas de la crise grecque, ce ne sont pas les marchés qui, au travers des créanciers privés, ont dicté au pays le programme de réformes à accomplir. Ce sont les créanciers publics, et plus particulièrement la troïka constituée du FMI, de la Commission

européenne et de la BCE, qui ont imposé les programmes de stabilisation successifs. Les marchés, pour leur part, ne sont pas en capacité de décider, encore moins d'imposer, des mesures spécifiques de politique économique, sociale ou fiscale. Ils se contentent de donner une cotation permanente sur les risques des politiques économiques menées et d'exprimer leur confiance ou leur défiance mesurée par les taux d'intérêt exigés. En ce sens, les prêteurs ne sont animés d'aucune « intention politique » autre que le souhait d'être remboursés. D'ailleurs, les prêteurs privés ont été – dans le cas de la crise grecque – forcés par les négociateurs publics d'abandonner une partie très importante de leurs créances, soit 80 % du principal.

### *Des mesures légitimes: la règle d'or*

La pression des marchés a certes conduit les États européens à prendre au cours des deux dernières années un certain nombre de mesures. Mais celles-ci sont-elles pour autant illégitimes ? Alors que l'on savait depuis la création de la monnaie unique qu'il y avait des risques importants en cas de divergence économique et budgétaire entre les pays membres, aucun mécanisme n'avait été prévu pour régler une éventuelle crise. Il aura fallu attendre la pression des marchés pour que l'on mette progressivement en place un pare-feu et pour que les États membres de l'Union européenne s'engagent à adopter une règle d'or.

83

Ainsi, l'idée selon laquelle le monde serait sous l'emprise de la dictature des marchés financiers doit être relativisée. En réalité, ils jouent souvent le rôle de bouc émissaire face à la réticence des citoyens et des gouvernements à assumer la responsabilité et les conséquences des choix budgétaires passés. Et les craintes qui entourent leur pouvoir apparaissent comme la prise de conscience par les gouvernements de la perte d'une partie du leur, et de la situation de dépendance dans laquelle ils se sont eux-mêmes placés.

L'INVOCATION DE LA DICTATURE DES MARCHÉS  
TRADUIT-ELLE L'INCAPACITÉ DES POLITIQUES  
À ASSUMER LEURS RESPONSABILITÉS ?

### *À qui profite la dette ?*

La dette publique soulève des problèmes de répartition très complexes qui expliquent pourquoi les crises de finances publiques se traduisent par des tensions politiques et sociales difficiles à gérer et qui peuvent dégénérer.

84 Lorsque la dette est contractée, personne ne s'estime véritablement bénéficiaire du déficit. Dans la réalité, le déficit des finances publiques et sociales signifie que les contribuables ont payé moins d'impôts qu'ils auraient dû, compte tenu du niveau des dépenses. Les bénéficiaires du déficit sont donc globalement les contribuables qui, au moment où le déficit est constaté, ont eu un revenu après impôts supérieur à celui qu'ils auraient eu si le budget avait été équilibré. Par ailleurs, les autres bénéficiaires du déficit sont les agents économiques, entreprises ou particuliers, qui ont reçu des aides ou des transferts publics et sociaux dont ils n'auraient normalement pas dû bénéficier. Malheureusement, selon la perception politique du corps social, personne en particulier ne bénéficie du déficit public. Pourtant chacun profite, en tant que contribuable/cotisant ou en tant que consommateur, du surcroît de niveau de vie, certes transitoire, que cette stratégie publique permet, ce qui explique que les gouvernements, dont l'horizon temporel est souvent limité à la date des prochaines élections, y aient largement recours.

L'idée selon laquelle les citoyens considéreraient le déficit comme une pure aubaine, leur permettant de bénéficier d'impôts plus faibles ou de davantage de dépenses publiques, a été contestée il y a deux siècles par David Ricardo. Selon lui, les citoyens d'un pays ne se feraient pas gruger par la dette, et réaliseraient pleinement qu'elle doit nécessairement être remboursée un jour. Pour éviter de reporter le poids de la dette sur les générations futures, les citoyens décideraient d'augmenter leur épargne pour laisser davantage d'héritage à leurs enfants, afin de leur permettre de rembourser la dette publique : les transferts intergénérationnels privés (donations et héritages) compenseraient exactement les transferts intergénérationnels publics. Il n'y aurait donc pas de possibilité de privilégier grâce à la dette certaines générations au détriment d'autres. La pure équivalence ricardienne (dette = impôt) ne semble cependant pas empiriquement vérifiée, même si les ménages semblent davantage épargner lorsque le déficit public s'accroît.

### *Rembourser la dette publique*

Traisons maintenant du sujet de la crise de la dette. Si personne ne considère qu'il ait bénéficié de la dette, il n'en reste pas moins que chaque citoyen est du croire de la dette publique. Il en est responsable de façon indivise. Il appartient à la masse des débiteurs. La dette publique a été contractée par l'État au nom de la population tout entière et de chacune des personnes qui la compose. Lorsqu'il faut rembourser cette dette publique, les débats de répartition se font de plus en plus aigus. L'État,



pour honorer les engagements du pays, va devoir lever l'impôt et/ou réduire les dépenses publiques. Comme on peut aisément l'imaginer, les débats politiques vont rapidement s'exacerber. Certains considéreront que la dette a été contractée par une majorité politique différente et se livreront à une recherche en responsabilité... bien inutile dans la mesure où l'engagement est celui d'un État et non d'un gouvernement donné. D'autres refuseront le plan d'austérité et les hausses d'impôt qui l'accompagnent. D'autres encore s'opposeront à la réduction des dépenses publiques et sociales en affirmant qu'ils sont les victimes de l'impéritie et de la mauvaise gestion des gouvernements.

Un pays mal géré – qui s'endette de manière excessive – est souvent un pays qui tarde à prendre les mesures nécessaires, qui finissent par lui être imposées de l'extérieur... C'est à ce pays qu'il revient de trouver le juste équilibre entre hausse des impôts et baisse des dépenses, et de répartir la charge de l'ajustement entre consommateurs et producteurs, actifs et retraités, secteur public et secteur privé... Mais les déficits démocratiques qui ont poussé à l'endettement excessif demeurent vivaces lorsqu'il s'agit de résorber les déficits budgétaires. Dans ce contexte, la tentation est forte d'accuser les marchés et les prêteurs en clamant que les programmes d'ajustement qui, *nolens volens*, doivent être adoptés leur sont imputables. Situation paradoxale que d'accuser les prêteurs... d'avoir prêté à un État et de vouloir se faire rembourser par le même État. Les marchés sont alors accusés de tous les maux, et servent de bouc émissaire aux difficultés que traverse le pays surendetté. Et celui-ci ne cesse de se livrer à un jeu stratégique pour obtenir rééchelonnement des remboursements, nouveaux prêts relais, intervention des prêteurs internationaux et surtout remises de dettes. Les marchés deviennent, dans l'esprit du public, dictatoriaux : ils imposeraient des choix de politique économique et budgétaire que les États n'adopteraient jamais de manière spontanée... alors qu'en réalité ces ajustements sont inévitables, sauf à faire défaut et à se mettre au ban de la communauté internationale, sortir de la zone monétaire, etc. Plus la crise dégénère, plus les tensions montent, et les prêteurs internationaux deviennent la cible principale de la vindicte populaire.

85

## L'ÉTAT EST-IL ENCORE LA MEILLEURE SIGNATURE SUR LES MARCHÉS ?

L'émergence du thème de la dictature des marchés, notamment vis-à-vis des États souverains, est indissociable de la prise de conscience de

la fragilité de la situation financière des États et de la perte de puissance qu'elle implique. Au-delà de l'abaissement de leur notation par les agences, les États ont découvert que leurs titres de dette avaient perdu le statut de référence qui leur semblait jusqu'à présent consubstantiel. Dans tous les manuels de finance, on évoque le taux sans risque, étalon fondamental qui permet d'évaluer toutes les prises de risque que représente tel ou tel investissement. L'échelle des risques part en quelque sorte d'un taux plancher qui permet d'apprécier le couple rendement/risque de tout placement alternatif. Le taux sans risque est donné, pour une maturité donnée, par le taux auquel l'État s'endette. Ces manuels expliquent que l'État est considéré comme étant à la fois *de facto* et *de jure* le meilleur émetteur d'un pays donné, la preuve étant que les entreprises situées dans le pays en question ne peuvent pas avoir une note supérieure à la sienne, quelle que soit leur qualité intrinsèque. L'État est supposé ne pas pouvoir faire faillite, contrairement à tous les émetteurs privés. Il a en effet le pouvoir de lever l'impôt et le droit de recourir à la violence légitime, si nécessaire, pour le percevoir. Il a le monopole de la violence légitime: il a les moyens d'« imposer » !

Mais voilà que s'est insinué, dans le contexte de crise financière, un doute sur la qualité de la signature de certains États en particulier, et aussi sur celle de l'État en général.

### *Des signatures mises en doute*

Affirmer que l'État a toujours la meilleure signature mérite à l'évidence débat. D'abord, la qualité irréfragable de cette signature n'est pas historiquement confirmée. Que l'on se souvienne de la faillite de l'État français en 1798 ou des fameux emprunts russes... Évoquons la dette de guerre allemande au titre de la Première Guerre mondiale qui ne fut jamais honorée: pourtant, on affirmait haut et fort « l'Allemagne paiera ». Que l'on se souvienne aussi des nombreuses opérations de remises de dettes intervenues en faveur d'États impécunieux dans les années 1970 et 1980. Plus récemment, la crise islandaise a montré qu'un État pouvait déposer en quelque sorte son bilan comme une entreprise quelconque. Cela dit, il est vrai que rares sont les États qui ont fait totalement défaut. L'histoire nous montre que, dans la très grande majorité des cas, ils se sont débarrassés de leurs dettes en les dévalorisant par l'inflation, forme moderne de la rognure des monnaies d'antan. Un franc-or de dette perpétuelle de 1914 ne valait plus que quelques centimes en 1945... Deux guerres mondiales et une grande crise économique et financière étaient passées par là !

Ensuite, la « qualité » de la signature varie fortement, à la fois dans le temps et d'un État à l'autre. Ce sont les CDS (*credit default swaps*) qui permettent de mesurer en quelque sorte la prime d'assurance à verser contre le risque de défaut d'un émetteur. Les CDS à cinq ans des pays comme la Grèce (près de 15 000 points de base), le Portugal (près de 800 points de base), l'Irlande, l'Italie ont crû depuis la fin de l'année 2009, alors même que ces pays appartiennent tous à la zone euro ! Hors monnaie commune, tous ces pays auraient dévalué leurs monnaies... comme ils l'ont fait historiquement avant la création de la zone euro. Si les États-Unis sont notés aujourd'hui (juin 2012) AA + avec des CDS inférieurs à 50 points de base, les différents États américains sont moins bien notés et leurs CDS sont aussi en hausse. Le CDS de la Californie – l'un des États les plus riches au monde – a même dépassé il y a quelques mois celui de la Russie.

87

### *Des entreprises plus crédibles que les États*

Enfin, caper la signature d'un émetteur à celui de l'État où il se situe fait de moins en moins sens. Beaucoup d'entreprises bien gérées présentent un profil de risque significativement inférieur à celui de nombreux États. Ces entreprises génèrent un *cash flow* élevé, sont diversifiées par zones économiques, sont multidevises et maîtrisent leur endettement. Le temps est désormais venu où certains États empruntent à un taux plus élevé que certaines entreprises qui exercent leurs activités à partir du pays en question. D'ailleurs, en janvier 2010, l'indice ITraxx des entreprises de qualité en Europe a été pour la première fois inférieur à l'indice des CDS moyens des États de l'UE. Quel renversement historique !

L'hypothèse selon laquelle les États pourraient augmenter sans problème majeur la pression fiscale pour limiter le creusement explosif du déficit se révèle de moins en moins vraie au fur et à mesure que la globalisation se poursuit. La mobilité géographique des hommes et des capitaux ne fait que croître et les activités, comme le vent, se déplaceront des zones de haute pression fiscale vers les zones de basse pression. Le critère clé de la compétitivité des nations sera demain celui de leurs systèmes fiscaux, compte tenu de l'ampleur des déséquilibres accumulés. Comment les États vont-ils éviter de s'engager dans le cercle infernal de la dette explosive ? Lorsque le déficit se creuse, la dette augmente, le doute s'installe, les taux d'intérêt croissent, reflétant les risques anticipés, le coût de la dette s'accroît, et les menaces fiscales détériorent les anticipations des entreprises et des ménages, ce qui ralentit l'activité et freine les recettes, et se traduit par des délocalisations...

La réponse est simple : lorsque l'on a dévié fortement de sa trajectoire, ce qui est le cas de la plupart des États, pour maintenir sa crédibilité et donc éviter que le prix du risque ne s'envole, il faut se donner un programme contraignant de retour à l'équilibre des finances publiques, avec un calendrier intangible prévoyant des étapes intermédiaires. Sans cela, les dépenses de consommation et d'investissement du secteur privé ne se substitueront pas aux dépenses publiques et l'économie ne retrouvera pas un sentier de croissance durable... L'État est ainsi appelé à se réformer et se désendetter, s'il veut retrouver son statut de meilleur emprunteur... et ainsi bénéficier des taux d'intérêt les plus bas.

#### L'ÉTAT ET LES MARCHÉS : L'INVERSION DE LA TUTELLE ?

88

Il est excessif de parler de dictature des marchés financiers. Il n'en reste pas moins vrai que l'affaiblissement considérable des États, suite à des années de politiques budgétaires laxistes, non soutenables, qui les placent en situation de faiblesse vis-à-vis des marchés, tranche avec la position de force que leur a traditionnellement conférée leur puissance régalienn.

#### *Les États surveillaient les marchés...*

Pendant longtemps, les États ont exercé une surveillance étroite des marchés financiers. Pour ce faire, ils ne laissaient qu'une place réduite aux mécanismes purs de marché. Ils avaient mis en place des institutions financières spécialisées, intervenaient directement au travers de procédures financières *ad hoc*, édictaient des règles contraignantes (tels le contrôle des changes, l'encadrement du crédit, etc.), exerçaient le contrôle direct de l'institut d'émission et possédaient les établissements de crédit les plus importants qui étaient nationalisés... On s'est rendu compte à la fin des années 1980 que la gigantesque tuyauterie développée pendant toute la période d'après-guerre ne correspondait plus aux exigences d'une économie moderne. Ce mélange complexe d'institutions, de réglementations et d'interventions de toute nature limitait l'efficacité du système financier et la bonne allocation des ressources. Nombreux ont été ceux qui ont mis en évidence les effets pervers de cette intervention massive de l'État dans les équilibres financiers. Du fait, principalement, des biais introduits par l'État, les ressources disponibles n'étaient pas allouées selon les règles du marché mais selon des critères politico-administratifs. Or le capitalisme moderne est caractérisé d'abord et avant tout par une décentralisation des décisions, par

une mise en concurrence permanente des institutions et par une liberté d'arbitrage guidée par le couple rendement/risque. Les mots clés qui ont guidé les trente dernières années sont bien connus : déréglementation, privatisation, banalisation, interconnexion, autonomisation, « marchéisation »... et, surtout, ouverture des marchés financiers aux niveaux européen et mondial. Plus d'encadrement du crédit, plus de contrôle des changes, privatisation des banques, transfert d'une grande partie du pouvoir de régulation aux instances européennes et internationales... Les avantages de cette vaste réforme financière sont indéniables, bien que diffus. Et contrairement à une idée souvent répétée, il n'est pas sûr, comme le montre l'étude attentive des évolutions financières sur une longue période, que cela se soit traduit par une plus grande volatilité des marchés.

### *L'inversion de la tutelle :*

#### *les marchés surveillent désormais les États*

Mais une des conséquences les plus fortes de ces réformes n'avait sans doute pas été anticipée par ceux-là mêmes qui les mirent en œuvre. C'est ce que l'on pourrait appeler « l'inversion de la tutelle ».

Alors que l'État surveillait les marchés et exerçait une tutelle pesante sur leur alimentation, leur fonctionnement et leur évolution, ce sont désormais les États qui sont surveillés. C'est particulièrement vrai à l'échelle internationale, mais l'est également à l'échelon national. Lorsqu'un État ne fait pas la preuve dans la gestion de ses propres affaires de la rigueur nécessaire, les marchés le sanctionnent. Un dérapage des finances publiques, une erreur manifeste de politique économique, une instabilité politique, un flottement dans la mise en œuvre des réformes entraînent des réactions de plus en plus vives des marchés. Et l'on assiste sans délai à l'apparition de primes de risque, à des évolutions négatives de la Bourse ou à des mouvements de sortie de capitaux, à une baisse du taux de change...

Les marchés sont de plus en plus sensibles à la chose publique et jouent désormais un rôle de *watchdogs* des gouvernements, des administrations, des pays et des zones monétaires. Les marchés veulent de la lisibilité, de la visibilité, de la stabilité. Ils exercent une sorte de *State governance*. Ils veulent de la rigueur dans la gestion des finances publiques, ils exigent de la discipline pour éviter des déséquilibres croissants et déstabilisateurs. C'est l'un des paradoxes de la crise : depuis 2008, les États affirmaient à grands cris vouloir surveiller les marchés, en multipliant les réglementations, aux niveaux national, européen ou mondial, et les voilà, par un surprenant retour de flammes, surveillés à leur tour très étroitement par les marchés.



*Un contre-pouvoir efficace*

Les opinions sont partagées sur le nouveau rôle que jouent ainsi les marchés. Certains s'en réjouissent. Face à des gouvernements soumis en permanence à la pression des revendications catégorielles, enclins à reporter sur les générations futures le poids des ajustements nécessaires, confrontés sans cesse aux cycles électoraux, frappés de court-termisme, les marchés, même s'ils sont maladroits, exerceraient une sorte de contre-pouvoir nécessaire. Davantage favorables à l'orthodoxie qu'à l'hétérodoxie, ils représenteraient *de facto* un pouvoir normatif utile. Ils constitueraient en quelque sorte une corde de rappel, pour éviter que les pays, mal gouvernés, ne dévient trop et ne se retrouvent en situation de quasi-banqueroute.

90 D'autres, au contraire, le regrettent, car selon eux la politique d'un pays ne doit pas se faire « à la corbeille », surtout si celle-ci est internationale. Les marchés commettraient en quelque sorte un délit d'ingérence et limiteraient indûment, par leur action et surtout par leur éventuelle sanction, la souveraineté des États-nations. Les opérateurs des marchés n'auraient pas la légitimité démocratique nécessaire pour venir ainsi distribuer, même indirectement, « bons » et « mauvais » points. Et d'aucuns de les considérer comme uniquement animés par la spéculation, étant en cela bien éloignés de la recherche de l'intérêt général. Et de rêver de limiter leur influence, de brider leur pouvoir, de freiner leur expansion. Et de vilipender leur myopie et de leur demander de faire preuve d'éthique. On assiste depuis 2008 à une extraordinaire floraison de projets de réglementation des marchés, jugés responsables de la crise et de son approfondissement. On veut les encadrer, les domestiquer, les réguler. Au nom de la stabilité, les États multiplient et renforcent les règles prudentielles : Bâle II, Bâle III, Solvabilité II... Le politique, partout dans le monde, accuse les marchés des dérèglements économiques et financiers qui se sont manifestés tout au long des cinq dernières années. Les marchés n'ont certes pas toujours raison. Mais ils n'ont pas toujours tort. Résultat de milliers, voire de millions de micro-décisions prises individuellement, les marchés envoient en tout cas, en permanence, des signaux qu'il convient de ne pas ignorer. C'est d'ailleurs lorsque ces signaux sont négatifs que la critique se fait vive, acerbe, exagérée. Mais quand les marchés se font confiants, il est bizarre de voir le peu d'attention qu'on leur prête.

Lorsque les États émettent des centaines de milliards de titres publics chaque année, qu'ils laissent gonfler leur dette publique au-delà du raisonnable, ils s'exposent eux-mêmes à être un jour sanctionnés par



les marchés. Lorsque l'on est dépendant des marchés pour boucler son financement, on décide de s'exposer tôt ou tard à leur jugement. Aussi la meilleure manière de ne pas s'exposer à cette sanction éventuelle réside-t-elle bel et bien dans la réduction des besoins de financement publics et sociaux. C'est le prix à payer pour l'indépendance.

Parce que les démocraties modernes sont frappées de myopie, et que le débat politique fait peu de place au bien-être des générations à venir, les gouvernements sont enclins à suivre des politiques budgétaires laxistes. Ils accusent ensuite les marchés de les sanctionner lorsque ces derniers envoient des signaux forts pour prévenir les États que les politiques économiques qu'ils suivent sont sans issue... autre que le défaut de paiement, voire le dépôt de bilan. Les marchés semblent plus efficaces que les populations concernées à prévenir les dangers associés à l'accumulation inconsidérée de dette publique. Accuser le messenger pour ne pas entendre le message est une posture irresponsable, même si elle est millénaire.

91

## R É S U M É

*La crise des dettes souveraines qui s'est aiguïlée au cours de ces dernières années a fait réapparaître le thème de la dictature des marchés. Derrière celui-ci se cache une longue liste de reproches : les marchés auraient pour seul objectif la spéculation, ils seraient myopes et court-termistes, ils fonderaient leurs décisions sur la base de notations émises par des agences irresponsables et ils exerceraient une pression inadmissible sur les pays emprunteurs. En un mot, ils bafoueraient la démocratie. La plupart de ces critiques ne résistent pas à l'analyse. Elles découlent largement du besoin des gouvernements de désigner un bouc émissaire face à la réticence des citoyens à accepter des efforts. Ceux-ci paraissent d'autant plus injustes à l'opinion publique qu'ils visent à rembourser des dettes dont les citoyens ne se sentent pas individuellement responsables. Il n'en demeure pas moins vrai que, en menant des politiques budgétaires insoutenables, les États se sont eux-mêmes placés dans une situation de dépendance vis-à-vis des marchés conduisant à certains égards à une situation d'inversion de la tutelle.*