



DETTE PUBLIQUE : EN FINIR AVEC LES MANIPULATIONS

Épisode III - **FINANCER MIEUX ET SORTIR DE LA COUPE DES MARCHÉS**

Cette note constitue le troisième volet d'une série en trois épisodes consacrée à la dette publique.

Épisode I. «Les enjeux du chantage à la dette » rappelle que le niveau d'endettement public n'est pas un problème en soi. Cet épisode dresse un panorama historique et théorique du financement public et souligne que la dette est l'histoire d'un rapport social.

Épisode II. «De la souveraineté monétaire en zone euro» dresse un portrait historique des institutions monétaires européennes. Il présente les principaux enjeux de politique économique de l'endettement public, de la création de la zone euro à la situation actuelle.

Épisode III. «Financier mieux et sortir de la coupe des marchés» présente différents niveaux de propositions pour mettre au gouvernement par la dette. Les mesures mobilisables à court terme dans le cadre actuel assoupli sont suivies de solution

INTRODUCTION : ANNULER LE CHANTAGE À LA DETTE3

A. ÉVITER LE PIÈGE DE L'AUSTÉRITÉ À COURT TERME : IL N'Y A PAS DE RISQUE SUR LE FINANCEMENT DE L'ÉTAT4

1. Une configuration institutionnelle et financière favorable à l'endettement public4
2. Effacer une dette que l'on possède déjà est un leurre5
3. La mise à contribution de l'épargne des plus aisés8

B. S'ÉMANCIPER DE LA FINANCE : L'EXEMPLE HISTORIQUE DU CIRCUIT DU TRÉSOR 11

1. Une expérience historique utile pour critiquer le présent. 11
2. Captation publique de l'épargne et politisation du crédit 11
3. La confiance citoyenne dans l'épargne publique12
4. Quand l'État s'appuyait sur le contrôle du secteur bancaire 13
5. Subordonner la Banque de France.13

C. SORTIR DE LA FINANCIARISATION.....15

1. Le pôle public bancaire : des premières bases pour un circuit du Trésor du 21^e siècle 15
2. Des réformes plus ambitieuses pour se débarrasser de la discipline de marché16
3. Briser le tabou du financement monétaire18
4. Réformer le crédit privé et le mettre au service de l'intérêt général19

CONCLUSION : ON N'ANNULE PAS LES RAPPORTS DE FORCE D'UN TRAIT COMPTABLE, ON LES RENVERSE21



ÉPISODE III - FINANCER MIEUX ET SORTIR DE LA COUPE DES MARCHÉS

INTRODUCTION : ANNULER LE CHANTAGE À LA DETTE

Face aux velléités des défenseurs de l'austérité, l'épisode I a montré que l'histoire des dettes publiques était parsemée de confrontations entre les intérêts privés et l'expression de la souveraineté populaire et monétaire. Cet épisode présente et défend des changements d'ordre structurel et permanent afin de tuer dans l'œuf le chantage à l'austérité sur les comptes publics, qui se fonderait sur la peur de la dette. Il ne s'agit pas ici de chercher à suspendre ce chantage provisoirement, via l'annulation de la fraction de la dette détenue par la BCE, certainement au prix de concessions douloureuses. Il ne s'agit pas non plus de cotiser à l'argument que le niveau de la dette est un problème en soi. La question essentielle n'est pas le niveau d'endettement de la France, mais les conditions économiques, politiques et institutionnelles dans lesquelles l'État s'endette et se refinance. Plus généralement, il s'agit de rappeler que le cadre de gouvernement des finances publiques est fixé par les traités européens et leur mise en pratique par les institutions européennes que sont le Conseil européen, la Commission ou la Banque centrale européenne (BCE). Par ailleurs, les choix relatifs aux politiques économiques et budgétaires dépendent grandement des équilibres politiques nationaux. Ainsi, avant la crise de la covid-19, la majorité d'Emmanuel Macron n'a pas hésité à augmenter le déficit afin de mettre en place des mesures fiscales d'ampleur en faveur du capital.

Même si le contexte est favorable aux politiques budgétaires expansionnistes grâce à des taux souverains bas ou négatifs (conséquence des politiques dites non conventionnelles menées par la BCE depuis 2015 et *a priori* jusqu'en 2022), la soumission des États aux marchés financiers n'a pas été définitivement neutralisée (partie I). Dans le cadre des traités européens, la question du refinancement continue de jouer le rôle d'arme de dissuasion massive. Les réformateurs néolibéraux instrumentalisent la dette pour enjoindre les États à couper dans leurs dépenses publiques et organiser la course au moins-disant social (voir Épisode II, *Pour ne jamais oublier le trauma grec*). Sans changement systémique, la dette accumulée et la contrainte de refinancement sur les marchés pourraient se retourner contre un gouvernement désireux de renverser l'ordre des choses. Après avoir présenté une expérience historique d'expression de la souveraineté budgétaire, monétaire et économique (partie II), cette note développe des propositions pour renverser le rapport de force avec les marchés financiers (partie III).

A - UNE CONFIGURATION INSTITUTIONNELLE ET FINANCIÈRE FAVORABLE À L'ENDETTEMENT PUBLIC

1. UNE CONFIGURATION INSTITUTIONNELLE ET FINANCIÈRE FAVORABLE À L'ENDETTEMENT PUBLIC

Le sort réservé à la politique économique et budgétaire est actuellement étroitement lié à celui de la pandémie. Même les voix les plus réticentes vis-à-vis de la dépense publique ont dû accepter l'action publique « *quoi qu'il en coûte* », comme l'attestent les plans de soutien massifs mis en œuvre et la suspension de certains tabous, notamment au sein de la zone euro (voir Épisode II, *De la souveraineté monétaire en zone euro*). Au sortir de la pandémie, la première bataille sera toutefois d'éviter la mise en œuvre d'une politique budgétaire à nouveau tournée vers l'austérité et la recherche d'économies au sein des dépenses publiques, quel qu'en soit le coût social.

Mais il convient de le rappeler d'emblée : les conditions de financement de l'État français sont actuellement *exceptionnellement* favorables.

L'État s'endette à taux nuls, voire négatifs pour des échéances d'emprunt allant jusqu'à 10 ans. Les taux souverains restent inférieurs à la cible d'inflation de la banque centrale, y compris à des maturités allant à 50 ans. Cette faiblesse des coûts de financement de long terme tient pour partie à certaines dynamiques à l'œuvre depuis plusieurs décennies, pendant lesquelles le rythme de la croissance et l'inflation a durablement reculé dans les pays avancés. Mais en zone euro, elle est aussi permise par l'assurance, d'abord affirmée en 2012 puis renouvelée depuis la crise Covid, d'une intervention de la BCE pour maintenir des « conditions de financement favorables » pour l'ensemble de l'économie, y compris pour les États¹ (voir le récit des évolutions de la zone euro dans l'Épisode II).

Ceci a des conséquences immédiates pour le budget de l'État. En 1981, la dette publique française était de 22 points de PIB et le service de la dette mobilisait 1,7 point de PIB. En 2020, même après la crise Covid, et une dette publique multipliée par 5,5, la France consacre moins de ressources pour servir la charge d'intérêt, à hauteur de 1,5 point de PIB (voir graphique Épisode I). Le chiffre est encore plus faible lorsqu'on tient compte de l'effet des intérêts versés à l'Eurosystème – et qui sont restitués à l'État – portant la charge de la dette à 1,1 point de PIB.

Comme la dette publique résulte de la dynamique passée des émissions réalisées par l'État, tout le stock de dette n'a pas été émis aux conditions extraordinairement favorables de ces dernières années. L'encours actuel des titres de la dette publique paye actuellement un taux de 1,3 % en moyenne, et cette grandeur a tendance à diminuer avec le roulement de la vieille dette à taux élevé par de la nouvelle dette à taux nul. Dans ce contexte, les conditions de financement devraient continuer à s'améliorer de façon mécanique. Sans tenir compte des intérêts rétrocédés par l'Eurosystème à l'État français, la Commission européenne estime ainsi qu'en 2022 le taux moyen payé par la dette française serait de 0,9 %. Si on néglige cet effet d'amélioration mécanique de la dette par roulement et qu'on considère que les émissions à venir se feront aux conditions moyennes existantes en 2020, une dette publique qui atteindrait 230 % de PIB (soit un endettement comparable à celui du Japon aujourd'hui) ne porterait la charge d'intérêts qu'au même niveau qu'en 2001.

Même si l'État devait prendre à sa charge l'ensemble des prêts garantis consentis aux entreprises (131 milliards d'euros au 15 janvier 2021) et pérenniser les reports de créances fiscales et sociales (76 milliards d'euros selon le PLF 2021) – ce qui constituerait un scénario noir de la crise COVID – ceci laisserait encore de la marge pour une hausse de l'endettement de 110 points de PIB pour transformer notre économie² en maintenant la charge d'intérêts à son niveau de 2001.

1. P. Lane (2021), "The compass of monetary policy: favourable financing conditions", 25 février 2021.

2. X. Ragot, « Plus ou moins de dette publique en France ? », OFCE Policy Brief, n.84, 27 janvier 2021.

La mise en œuvre d'un plan d'investissement d'une telle dimension sur une période courte générerait bien sûr des déséquilibres dus aux contraintes de capacités productives ; mais cet exemple extrême montre à quel point l'environnement de taux bas change la donne et permet d'appréhender sereinement la charge de la dette. Nous vivons une ère où l'austérité est non seulement nocive socialement, mais relève surtout de la mauvaise gestion économique. Lorsque les taux sont négatifs, s'inquiéter du niveau de la dette selon les paramètres anciens constitue un non-sens. Ainsi, la zone euro est dans une situation exceptionnelle du fait de la crise : le soutien monétaire massif de la BCE se combine avec la suspension des règles budgétaires européennes. Ces mécanismes récemment mis en place s'inspirent d'ailleurs des solutions défendues par les courants de pensée opposés à l'ordo-libéralisme et aux dogmes monétaristes (voir Épisode I, *Les enjeux du chantage à la dette*).

Toutefois, cette situation est précaire et cet équilibre pourrait bien ne pas durer, et ce pour trois raisons.

Premièrement, le programme pandémique de rachats d'actifs de la BCE est, en l'état, censé durer *a minima* jusqu'en mars 2022. À l'épuisement de son enveloppe de 1 850 milliards, rien ne garantit que cette date sera repoussée et que cette enveloppe sera augmentée comme elle l'a été en juin et en décembre 2020.

Deuxièmement, ces conditions exceptionnelles sont potentiellement doublement temporaires. Les règles budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance sont actuellement suspendues jusqu'à la fin de l'année 2021 et *a priori* il semble que la suspension sera étendue à 2022, comme le souhaite la Commission et malgré les protestations des États les plus portés sur la rigueur budgétaire comme les Pays-Bas, l'Autriche et l'Allemagne. Là encore, il est tout à fait possible que les critères de Maastricht et le Semestre européen s'appliquent de nouveau à partir du 1^{er} janvier 2023.

Enfin, le rachat de dette publique par la BCE fait l'objet de contestations judiciaires de la part des ordolibéraux allemands les plus orthodoxes, qui considèrent le programme du *Quantitative easing* comme une forme déguisée de financement monétaire, alors que ce dernier est interdit par l'article 123 du traité³. Si la CJUE a validé la légalité des précédents programmes de rachats de titres de la BCE, c'est au prix de conflits juridictionnels avec le tribunal constitutionnel allemand qui s'est rallié à plusieurs reprises aux arguments ordolibéraux. À cette occasion, la Cour européenne a insisté sur les limites que s'auto-imposait la BCE dans ses rachats pour écarter la violation de l'interdit du financement monétaire. Or, la BCE a levé ces limites dans son programme pandémique, dont la légalité est attaquée devant le tribunal constitutionnel allemand et pourrait donc être invalidée.

2. EFFACER UNE DETTE QUE L'ON POSSÈDE DÉJÀ EST UN LEURRE

Une analyse rationnelle de la situation ne laisse donc pas augurer d'un renversement des conditions de financement à moyen terme, en tout cas pas avant 2022 voire 2023. Mais nous ne pouvons pas faire confiance à la supposée rationalité des marchés financiers. Un mouvement de panique ou une attaque spéculative face à un gouvernement de rupture peut faire dérailler la charge de la dette rapidement (voir Encadré 1 ci-après). Pour éviter cela, les économistes Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau ont publié en avril 2020 une note pour Terra nova⁴ dans la série « Coronavirus : regards sur une crise », dans laquelle ils défendent une « annulation de dettes publiques par la BCE, conditionnée à des investissements dans la transition écologique » en vue de « pallier les carences institutionnelles de la zone euro, c'est-à-dire à l'absence de budget fédéral ». Cette proposition⁵ est à l'origine d'un intense débat au sein des universitaires hétérodoxes⁶ et parmi les organisations politiques de gauche⁷. Comme les bilans privés ont été mis à mal par la crise, ce débat se concentre sur l'annulation des dettes détenues par les banques centrales. Cette proposition prend la forme d'un abandon de créance de la BCE auprès des États, c'est-à-dire d'un effacement comptable dans son bilan, présenté comme une « distinction cruciale » avec un « renouvellement perpétuel de ses achats de dette publique »⁸.

3. Antoine Cabanes et Clément Fontan, « La Cour de Justice face à Gauweiler. La mise en récit de l'indépendance de la BCE », in Les récits judiciaires de l'Europe: concepts et typologies, Antoine Bailleux, Elsa Bernard, Sophie Jacquot, (dir), Bruylant, 2019, pp. 169-191

4. Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau, « Des annulations de dette publique par la BCE : lançons le débat », Terra nova, avril 2020.

5. Laurence Scialom, Baptiste Bridonneau, *Pandémie de Covid-19 : « Il faut percer le mur de la dette »*, Le monde, 10 avril 2020.

6. Romaric Godin, « Annulation de la dette publique : la pomme de discorde des économistes hétérodoxes », *Médiapart*, janvier 2021.

7. Fabien Escalona, « Annulation de la dette publique : les gauches en quête de doctrine », *Médiapart*, janvier 2021

8. Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau, « Des annulations de dette publique par la BCE : lançons le débat », Terra nova, avril 2020.

En janvier 2021, l'Eurosystème détenait 627 milliards d'euros de titres souverains français au titre des programmes d'achat de titres publics tels que PSPP et PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), soit un quart du total de la dette maastrichtienne. La quasi-totalité de ces titres est détenue par la Banque de France, qui elle-même est détenue à 100 % par l'État français. Si les sommes en jeu sont importantes, une annulation de cette dette n'aura pas d'impact direct sur les finances publiques⁹. Dans le bilan de l'Eurosystème cette annulation se traduirait par une diminution des fonds propres de l'ensemble. Les titres détenus par les banques centrales dans le cadre du programme d'achat des titres publics (PSPP) représentent à eux seuls 23 fois le niveau du capital et des réserves disponibles. Une annulation totale implique des banques centrales nationales opérant avec des fonds propres négatifs. Il est à douter que cela soit juridiquement¹⁰ possible dans le cadre actuel, mais laissons de côté la contrainte juridique. Après tout, il est envisageable *théoriquement* qu'une banque centrale opère avec des fonds propres négatifs. Toutefois, cette possibilité théorique n'a jamais été engagée de façon délibérée dans l'histoire monétaire.

L'effacement comptable, en amputant le stock total des dettes publiques, est censé diminuer le risque d'une attaque spéculative au moment du roulement des titres arrivés à maturité. Pourtant, la BCE s'est engagée à maintenir ses achats d'actifs à court et moyen terme et plusieurs de ses dirigeants à les poursuivre tant que l'inflation reste en dessous de la cible de l'institution. Selon les projections réalisées en décembre 2020, les économistes de la BCE projettent une inflation inférieure à 2% au moins jusqu'à l'horizon décembre 2023. Dans ce contexte, si la BCE maintient ses programmes d'achat et si la taille du bilan de l'Eurosystème conserve sa tendance haussière, la politique monétaire devrait contribuer – comme au cours des dernières années – à atténuer le risque de refinancement des États.

L'effacement de 20 à 25% de la dette publique ramènerait le ratio dette / PIB à des niveaux plus proches de l'objectif contraignant du Pacte de stabilité et de croissance, fixé à 60 % du PIB. Or, ce ratio est largement remis en cause, y compris par les économistes orthodoxes, et de plus en plus d'experts plaident pour une refonte des règles budgétaires européennes à l'unisson du Commissaire européen aux affaires économiques et monétaires Paolo Gentiloni. C'est donc le moment de se débarrasser de ces règles inutiles et austéritaires, plutôt que celui de mobiliser du capital politique pour une opération comptable cosmétique se rapprochant de leur respect.

Alors que les critères de Maastricht ont fini de perdre toute pertinence dans un contexte de taux souverains bas (voir Épisode II), cette proposition d'effacement se place dans le cadre d'analyse des ardents défenseurs de ces critères car elle en valide le présupposé principal selon lequel le niveau de dette est un problème. Elle pourrait même rapidement devenir un argument d'appui au discours austéritaire puisque le financement étatique serait toujours soumis aux marchés : une fois 25% de la dette ainsi « annulée », les marchés continueront à noter les dettes souveraines, à les détenir et les échanger en fonction de leurs seuls intérêts en matière de liquidité et de refinancement, et bien évidemment à spéculer sur celles-ci. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si cette idée d'annulation trouve parmi ses défenseurs des personnalités telles qu'Alain Minc ou, à la marge, certaines voix du marché de capitaux : sans remettre en cause les fondamentaux de l'aliénation des États, elle est même compatible avec le retour au « monde d'avant ». Pire, en un sens, elle le facilite et en permet la continuation.

Débattre sur le niveau de dette en tant que tel revient donc à donner le point aux adversaires qui n'ont cessé de faire du chantage à la dette pour privatiser les services publics et détruire l'État social (Épisode I). Cela revient à valider le mythe d'une dette publique qui pose problème. Et c'est aussi cela qu'il faut combattre : l'endettement public, si tant est que l'on sorte de la coupe des marchés financiers et qu'on le mette au service de politiques redistributives, est une partie de la solution¹¹.

9. Lire la tribune signée par plus de 80 économistes, « Vouloir effacer la dette que nous possédons déjà est un leurre », publiée dans *Le Monde* du 27 février 2021 et accessible en ligne sur [dette-publique.eu](https://www.dette-publique.eu).

10. L'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran, qui défend cette proposition d'effacement comptable, reconnaît son caractère « contraire à l'esprit des traités ».

11. Raul Sampognaro, « La dette publique n'est pas un problème, mais un pilier de la solution », *Le Monde*, 12 juin 2020.

En outre, les plaidoyers récents pour l'effacement de la dette détenue par la BCE laissent croire que les mécanismes de réorientation monétaire et comptable qu'ils proposent peuvent opérer sans « léser personne » comme le défend une tribune de l'eurodéputée Aurore Lalucq et d'économistes¹². Tout se passe comme si agir à l'échelle des rapports entre banque centrale nationale et banque centrale européenne pouvait se faire de façon indolore et en apesanteur, indépendamment des rapports de force intra-européens ou liés aux pressions politiques que les marchés de capitaux restent en capacité d'exercer, en déposant ou non leur confiance dans la monnaie et les titres de dettes. Et comme si une « future augmentation d'impôts », après des décennies de cadeaux fiscaux aux plus aisés et aux grandes entreprises, était une chose souhaitable et raisonnable.

Enfin, cette proposition d'effacement est accompagnée d'une « demande aux États de s'engager »¹³ à investir tout autant. Mais l'incohérence logique est sévère : elle suppose d'annuler une dette qui n'a pas de propriétaire autre que nous-mêmes, pour en recréer immédiatement une autre détenue par le secteur privé. À structure de financement inchangée, ceci est non seulement inutile (puisque la dette ne fait que rouler – cf. Épisode 1), mais cela revient à se remettre encore plus sous la coupe des marchés puisque les nouveaux titres seront possédés par les acteurs actuels des marchés primaires.

Une alternative à l'effacement comptable des dettes publiques détenues par l'Eurosystème, qui aurait des effets identiques pour les finances publiques sans entrer dans le monde inconnu des fonds propres négatifs, serait de « geler » le stock de dettes publiques actuellement dans le bilan des banques centrales. Adair Turner, ancien président de l'autorité régulant les marchés financiers au Royaume-Uni, propose ainsi de remplacer les titres actuellement à l'actif des banques centrales par des titres de la dette perpétuelle non porteuse d'intérêt (ou à des taux très bas)¹⁴. Une façon de le faire serait d'émettre des titres perpétuels lors des prochaines arrivées à maturité des titres de la dette publique. La dette publique perpétuelle ainsi émise entrerait progressivement dans le bilan des banques centrales, au rythme des rachats. Cette opération permet d'éliminer le risque de refinancement des titres détenus par l'Eurosystème et prend acte de l'impact des crises économiques qui ont eu lieu depuis 2008 sur le bilan des banques centrales. Cette forme d'annulation de la dette peut permettre d'annuler le chantage à la dette et ainsi éviter que « le néolibéralisme [ne mette] la création monétaire au service des marchés et instrumentalise la dette publique pour imposer des politiques d'austérité » comme l'écrivent trois économistes membres d'Attac et de la Fondation Copernic¹⁵.

Néanmoins, il est nécessaire de signaler que les montants en jeu sont en réalité tout à fait maîtrisables car les titres de dette arrivent à échéance de façon échelonnée. Au cours du prochain quinquennat, des titres de dette publique française pour un montant de 658 milliards d'euros arriveront à maturité (dont 150 milliards au cours de la première année). En tenant compte de la proportion détenue par l'Eurosystème, transformer ces titres arrivant à échéance en dette perpétuelle à taux nul impliquerait une réduction du risque de refinancement sur 165 milliards (dont 37,5 milliards la première année). Ce montant est par exemple comparable au coût annuel pour les finances publiques des mesures fiscales du quinquennat Macron en faveur du capital. En effet, le coût annuel de la suppression de l'ISF, de l'instauration de la *flat tax*, de la taxe d'habitation sur les 20 % plus aisés et de la baisse des impôts sur la production, est supérieur à 20 milliards d'euros par an.

Ainsi, l'effacement de la dette détenue par l'Eurosystème, ou la pire des options que constitue le cantonnement de la dette Covid (cf. Épisode II, *Conclusion partielle* : Éviter le piège du cantonnement), ne permettent pas d'affronter les enjeux avec sérénité et de proposer une solution pérenne. Au mieux ces alternatives portent-elles sur un quart de la dette publique : ce n'est pas rien, mais l'essentiel est ailleurs. Il faut une réorganisation générale du système financier qui permette de retrouver la liberté d'organiser notre futur par la délibération démocratique. Ceci implique un conflit maîtrisé face aux intérêts privés financiers. Aucune

12. Tribune collective, « L'annulation de la dette publique détenue par la BCE libérerait les acteurs économiques de la crainte d'une future augmentation d'impôts », *Le Monde*, 26 mai 2020.

13. Nicolas Dufrène, *Quelle est la meilleure solution pour annuler les dettes détenues par la BCE ?*, Alternatives économiques, 29 mars 2021.

14. Adair Turner, *Reprendre le contrôle de la dette*, Ivry-sur-Seine, Les éditions de l'Atelier, 2017.

15. Thomas Coutrot, Pierre Khalfa, Jacques Rigaudiat, « Exiger l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE est une bataille politique importante », *Le Monde*, 9 mars 2021.

mesure technique ne peut prétendre éviter un tel affrontement – à moins précisément de servir l'ordre établi – et aucune solution monétaire viable ne saurait advenir sans s'émanciper du cadre actuel des traités européens (partie III). Il n'en reste pas moins qu'il existe une solution budgétaire rapide, compatible avec le cadre actuel, qui consiste dans la remobilisation, socialement juste, de l'outil fiscal afin de répondre aux besoins d'investissement.

3. LA MISE À CONTRIBUTION DE L'ÉPARGNE DES PLUS AISÉS

Si les marges financières de l'État semblent confortables à court et moyen terme, il n'est pas nécessaire, inévitable ou en soi plus légitime de financer l'intégralité du plan d'investissement par l'augmentation du déficit public. Mobiliser l'outil fiscal, en taxant notamment les hauts patrimoines et les épargnants du confinement, est légitime.

Il convient notamment de revenir sur les baisses d'impôt décidées au profit des plus aisés, notamment depuis le début du quinquennat Macron. L'année double de CICE a même coûté 20 milliards d'euros en 2019. À partir de 2021, le gouvernement compte à nouveau baisser la fiscalité des ménages les plus aisés, via la suppression de la taxe d'habitation pour les 20 % des ménages à plus fort revenu, qui aboutirait à un coût pour les finances publiques de 7 milliards par an. Sans oublier la nouvelle baisse de 10 milliards par an sur les impôts des entreprises, sans aucune contrepartie sociale, environnementale ou d'investissement. Ou encore le nouveau cadeau que s'appête à faire le gouvernement aux dynasties patrimoniales, en allégeant encore la fiscalité sur les donations des parents riches à leurs enfants riches (voir *Intérêt général*, « [Pour casser les dynasties patrimoniales, inventer l'héritage tout au long de la vie](#) », note #11, février 2021).

Toutes ces ressources nous manqueront pour reconstruire nos services publics et payer dignement les fonctionnaires en première ligne face à l'épidémie et ses conséquences sociales. Le Gouvernement se prive des moyens nécessaires à une politique d'investissement public et fait des choix à contre-sens de la justice climatique et sociale : cantonner la dette Covid et la faire payer aux Français en prolongeant la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS). Or, la CRDS est un impôt proportionnel qui frappe tous les revenus au taux unique de 0,5%. Censée s'arrêter en 2024, cette contribution qui rapporte 8,6 milliards d'euros par an a finalement été prolongée de neuf années supplémentaires et continuera à s'appliquer *a minima* jusqu'en 2033. Le coût de ce prolongement n'est pas négligeable, puisqu'il pourra représenter près de 1 000 euros en cumulé pour un salarié au SMIC. Mais il pourrait encore s'alourdir, puisque le gouvernement envisagerait de prolonger la CRDS jusqu'en 2042 pour rembourser la dette Covid. Il faudrait au contraire supprimer définitivement la CRDS qui pèse sur les ménages modestes et augmenter les impôts sur les plus riches. Une solution alternative serait de remplacer la CRDS par une CRDC (contribution pour le remboursement de la dette Covid) comme l'écrivent les économistes Esther Jeffers, Dominique Plihon et Gabriel Zucman avec des représentants de la CFT, la FSU, l'Union syndicale Solidaires, les Amis de la Terre et Oxfam, pour qui « les «premier-ère-s de corvée» ne doivent pas payer la dette Covid »¹⁶. Il s'agirait alors de cibler les ménages les plus aisés et les grandes entreprises.

Plus généralement, s'il s'avérait nécessaire de prendre une mesure ponctuelle (« *one shot* ») pour racheter ou diminuer la dette en cas de crise (comme une future pandémie ou un krach écologique), on pourrait également imaginer une taxe sur l'épargne des ménages. Celle-ci a augmenté de 50 milliards entre mars et août 2020¹⁷. Mettre à contribution ceux qui ont accumulé pendant la crise peut s'imaginer sous la forme d'une taxe exceptionnelle sur le capital total des ménages. Cela pourrait prendre la forme d'un ISF « en une fois », avec un taux plus important pour donner rapidement des marges de manœuvres financières importantes à l'État et œuvrer rapidement à la baisse des inégalités. La possibilité d'une telle taxe sur le patrimoine (c'est-à-dire sur le stock de capital) est évoquée par le FMI, qui calculait qu'en 2013 une taxe de 10 % sur l'ensemble des patrimoines permettrait de revenir aux niveaux de dette d'avant la crise de 2007¹⁸.

16. Tribune dans Libération, 19 mars 2021.

17. David Bounie, Youssef Camara, Étienne Fize, John Galbraith, Camille Landais, Chloé Lavest, Tatiana Pazem, Baptiste Savatier, « Dynamiques de consommation dans la crise : les enseignements en temps réel des données bancaires », *Focus*, n° 049, Paris, Conseil d'analyse économique, octobre 2020.

18. Fonds monétaire international (2013), *Fiscal Monitor, October 2013 : Taxing Times*.

De façon plus pérenne, il faudra mener une refonte totale de la fiscalité, basée sur le principe de progressivité et sur une taxation plus forte des revenus du capital, du patrimoine et de l'héritage. Avec des taux élevés de taxation, il serait d'ailleurs possible d'obtenir un résultat similaire à une taxe sur le capital total en un coup. Comme le montre l'économiste Thomas Piketty, à terme, une fiscalité forte sur les patrimoines très élevés permettra de faire baisser grandement les inégalités : « Pour les milliardaires, le taux de 90 % reviendrait à diviser immédiatement leur patrimoine par dix et à ramener la part des milliardaires dans le patrimoine total à un niveau inférieur à ce qu'elle était au cours de la période 1950-1980 »¹⁹, mais aussi de financer l'État sans qu'il n'ait besoin de s'endetter davantage.

Pour en revenir aux questions de financement public, comme l'a montré la section précédente, l'environnement de taux souverains historiquement bas est certainement une opportunité pour éviter le retour de l'austérité. Ce retour ne relèverait que d'une gestion idéologique aveugle et contraire aux règles de la bonne gestion. Vu l'importance des enjeux, ces orientations stratégiques ne doivent pas être remises en cause par le court-termisme des marchés financiers. L'État doit pouvoir se concentrer sur la préparation du long terme : il faut rendre impossible une nouvelle crise de la dette (voir encadré 1). Pour cela, il est urgent de créer un mécanisme permanent qui garantisse le refinancement de la dette souveraine. Un effacement ponctuel de la dette ou un cantonnement de la dette Covid ne permettent pas de résoudre les problèmes sur le long terme. Pour ce faire, une ambition réformatrice bien plus grande est nécessaire. Avant de présenter des propositions en ce sens (partie III), la partie qui suit s'appuie sur un exemple historique d'une politique monétaire souveraine, le circuit du Trésor.

Un scénario d'attaque hostile des marchés financiers

75% de la dette publique française sont détenus par des opérateurs de marché comme des fonds d'investissement, des compagnies d'assurances, des banques et shadow banks¹. Pour différentes raisons, croyances ou volontés d'hostilité envers un gouvernement de transformation souhaitant mettre au pas la finance, une part de ces acteurs peut chercher à revendre en masse ces titres souverains, entraînant mécaniquement une hausse des taux. Ces attaques pourraient avoir lieu à l'occasion de l'accession au pouvoir d'un gouvernement ouvertement progressiste (et prêt à aller contre ces rentes de situation) ou en cas d'annonces de mesures de régulation en cours de mandat. Les agences de notation pourraient alors dégrader la note de la dette française, ce qui alimenterait les ventes de titres et la hausse des taux, déclenchant un cercle vicieux dont seule la finance a le secret.

Du fait de l'utilisation de la dette souveraine comme collatéral dans les opérations de refinancement des banques et shadow banks, la dégradation de la notation souveraine de la France peut renchérir immédiatement les coûts d'accès à la liquidité de ces acteurs. La dégradation de la note française s'accompagnerait également d'une dévalorisation de la part du portefeuille d'actifs détenue en dette française par les banques commerciales. Les grandes banques françaises telles que la BNP Paribas, la Société générale ou le Crédit agricole sont à la fois fortement exposées à la dette française et sont aussi des institutions

1. Les *shadow banks* sont des acteurs financiers non-bancaires contribuant à l'intermédiation du crédit sans être encadrés par la régulation bancaire.

systemiques, considérées comme trop importantes pour faire faillite (« too big to fail ») : c'est-à-dire qu'en cas de faillite, elles sont susceptibles de mettre en péril la stabilité financière européenne, voire mondiale.

À ce stade, une intervention de la BCE pour racheter massivement la dette souveraine française permettrait d'endiguer ce cercle vicieux. Concrètement, notre sort reposerait sur la coopération (ou non coopération) de la BCE, qui serait à la totale discrétion de ses dirigeants, comme c'est le cas actuellement avec la politique de Quantitative Easing (QE). En cas d'inaction de la part de la BCE, il ne resterait plus que deux options : se soumettre aux conditionnalités austéritaires attachées aux prêts du Mécanisme européen de stabilité (MES) ou risquer le scénario catastrophe. Dans cette seconde option, la France entrerait dans le cercle vicieux (« doom loop »²) qu'ont connu les pays du sud de l'Europe au cours de la crise des dettes souveraines.

En effet, une dégradation de la note souveraine s'accompagnerait de ventes massives des titres de dette française par les opérateurs de marché, faisant augmenter les taux et diminuer la valeur des titres de dette. Les banques privées détenant une grande quantité de dette souveraine verraient alors leurs bilans se dégrader ce qui fragiliserait leur solvabilité. L'État serait contraint au renflouement (bailout) et à la recapitalisation, a minima, des trois grandes banques françaises « too big to fail », ce qui grèverait d'autant plus les finances publiques. Cet accroissement exceptionnel du déficit public engendrerait vraisemblablement une nouvelle dégradation de la notation souveraine et un accroissement des taux, générant ainsi un cercle vicieux entre l'État et le secteur bancaire.

Le risque d'une perte de confiance dans la monnaie et la dette souveraine n'est donc pas à prendre à la légère. Si cela arrive, la contagion d'autres États de la zone euro est fort probable, à commencer par les États jugés les plus fragiles par les opérateurs de marché (Grèce, Portugal mais surtout Italie et Espagne, soit les 3^e et 4^e puissances économiques de l'UE, derrière la France) et dont les secteurs bancaires sont encore fragilisés par la crise précédente ainsi qu'exposés au risque de doom loop. Les investisseurs se détourneront des titres de dette publique en euros, augmentant les primes de risque exigées à tous les États ainsi qu'à l'ensemble des acteurs privés de la zone euro, dont l'explosion désordonnée serait alors un scénario sur la table.

En somme, même si la banque centrale a su réagir à la crise précédente en utilisant toute la puissance à sa portée, tout scénario de politique budgétaire qu'elle ne cautionnerait pas présente un risque notable de catastrophe car la France serait exposée aux foudres de la discipline de marché. C'est pourquoi la modification du mandat de la banque centrale doit permettre de garantir un soutien monétaire au financement des États et engager une définanciarisation, partielle ou radicale, de l'endettement public (cf. partie III).

2. *Doom loop* est un mécanisme décrivant le fait que les banques d'un pays détiennent une large part de leurs réserves de liquidité en dette publique du même pays : les banques sont exposées au risque d'une dégradation de la notation de la dette souveraine en plus de l'exposition classique de l'État au risque bancaire.

B - S'ÉMANCIPER DE LA FINANCE : L'EXEMPLE HISTORIQUE DU CIRCUIT DU TRÉSOR

Il a existé dans l'histoire des alternatives très concrètes au financement par les marchés de capitaux – domestiques ou mondiaux. Les dispositifs de l'après-guerre, à la façon du circuit du Trésor, ont permis pendant les Trente glorieuses de glaner des ressources pour investir dans les secteurs considérés comme nécessaires et stratégiques sans se soumettre à l'opinion des créanciers financiers. Il ne s'agit pas de répliquer ces expériences, mais de les utiliser comme des outils critiques pour penser les limites de ce système révolu et de la configuration dans laquelle nous sommes enfermés.

1. UNE EXPÉRIENCE HISTORIQUE UTILE POUR CRITIQUER LE PRÉSENT

L'organisation du système monétaire et financier de l'après-guerre, largement tenu par l'administration du Trésor, procurait des ressources faciles et régulières à l'État. Dans cet arrangement en partie autofinancé, la dette sous sa forme actuelle – l'emprunt obligataire – ne constitue qu'une option de financement parmi d'autres. Grâce aux circuits de dépôts qui circulent dans le giron public, l'appel du Trésor à des capitaux extérieurs constitue plutôt la rareté. Ce dirigisme financier permettait de « marquer » l'argent du sceau du public, et de le mettre au service des besoins de l'État et de l'économie, définis politiquement. Loin d'être cantonné au simple financement de la trésorerie, le service des Finances est au centre d'un système d'État-banquier, faisant de lui le bras armé et décideur de l'État-investisseur. Ces techniques administrées ou « dirigistes » des finances, de l'économie et du crédit – planification, contrôle du système bancaire, dirigisme des marchés financiers et outils de la comptabilité nationale – rendaient les pouvoirs publics capables de déterminer ce qui est productif ou ce qui ne l'est pas, en favorisant l'investissement public. À travers son réseau d'institutions bancaires et financières, le Trésor collectait l'épargne disponible que l'État avait lui-même injectée par le canal de l'investissement et de la dépense publique : « *L'art de la Trésorerie consiste à capter sur le marché des capitaux, afin d'en assurer le retour vers ses caisses, les liquidités mises en circulation par le déficit budgétaire* »²⁰.

2. CAPTATION PUBLIQUE DE L'ÉPARGNE ET POLITISATION DU CRÉDIT

Le Trésor est au cœur d'un régime de crédit nationalisé et administré. Pour résumer, le Trésor n'est pas financé par création monétaire mais plutôt par la « capture de la monnaie qui circule dès qu'elle arrive sur un compte bancaire »²¹. Les flux monétaires à très court terme permettent d'éviter le recours à l'emprunt de court terme et contribuent à financer les besoins longs du Trésor. Cela reposait aussi sur une large confiance du public envers l'usage que l'État allait faire de cette épargne. À la Libération, un arsenal de lois assure la reprise en main du crédit et du système bancaire par les pouvoirs publics : la Banque de France est nationalisée en 1945, de même que les quatre grandes banques de dépôt (le Crédit lyonnais, la Société générale, la Banque nationale pour le commerce et l'industrie et le Comptoir national d'escompte de Paris). Des commissaires du gouvernement sont installés auprès des principales banques d'affaires. Les institutions « satellites » qui gravitent autour du Trésor, banques et établissement de crédit, sont tenues de déposer sur un compte au Trésor public les ressources d'épargne collectées auprès de leurs clients et sont dans l'obligation de déposer leur trésorerie. Ce que font donc les quatre grandes banques de dépôt mais aussi la Caisse des dépôts et consignations, le Crédit agricole, le Crédit national, le Crédit foncier et d'autres organismes spécialisés. Les ressources collectées par les caisses d'épargne sont versées à la Caisse des dépôts, qui en place le solde au Trésor. Les comptes chèques postaux (CCP) sont des comptes de particuliers ouverts dans les bureaux de poste, et dépendants de l'administration des Postes et télécommunications (PTT). Ils ne donnent pas lieu à crédit, et les PTT versent les dépôts collectés au Trésor.²²

20. François Bloch-Lainé, jeune haut fonctionnaire nommé directeur du Trésor en 1947 a été l'un des théoriciens du circuit du Trésor.

21. François Meunier, « Avec nos problèmes de finance publique, faut-il rétablir le « circuit du Trésor » ? », Vox-Fi, Les voix de la finance, 7 décembre 2020.

22. Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette, Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, La découverte, Paris, 2016.

Hantés par le trauma du « mur de l'argent », expérimenté dramatiquement par le cartel des gauches, les dirigeants mettent à profit ces liquidités pour investir, ce qui apaise leur mauvaise conscience d'orthodoxie monétaire.

Surtout, le Conseil national du Crédit, présidé par le ministre des Finances, et vice-présidé par le gouverneur de la Banque de France fait place aux représentants des principales forces économiques, des organisations socio-professionnelles de la Nation, des grandes administrations et des établissements de crédit. Il a un rôle consultatif pour les orientations de politique monétaire et décisionnaire pour la réglementation bancaire. L'ensemble permet de limiter la puissance des milieux financiers et d'encadrer la Banque de France (appelée alors l'Institut d'Émission) dans un dispositif démocratique et politique. Cet ensemble traduisait une hiérarchie des valeurs : la politique économique (et industrielle) devait prendre le pas sur les finances et le monétaire.

3. LA CONFIANCE CITOYENNE DANS L'ÉPARGNE PUBLIQUE

Les institutions financières du secteur public ou parapublic, ce qui aujourd'hui serait dénommé un *pôle public bancaire* élargi, sont considérés comme des « auxiliaires » du Trésor ou encore des établissements de la « mouvance du Trésor ». L'État en nomme souvent les principaux dirigeants et dispose en leur sein de censeurs ou commissaires de gouvernement, qui répondent directement à la direction du Trésor. Il y a donc une constellation serrée d'institutions qui rendent possible l'action du Trésor-banquier, à la fois collecteur de ressources et distributeur d'aides, en contribuant à la centralisation des flux financiers vers l'État, et à leur orientation sélective vers différents secteurs de l'économie.

Ce système illustre la puissance financière publique dans l'après-guerre, et donne un aperçu des formes de dépendance publique d'institutions privées qui construisent le système financier français à la Libération. Comme l'explique François Bloch-Lainé, ancien directeur du Trésor : « Le circuit peut être [...] remarquablement efficace si les épargnants sont suffisamment confiants pour diriger massivement leur épargne vers les collecteurs publics ». À la confiance des marchés, ici le système substitue la confiance dans les institutions bancaires publiques et dans le rôle de redistribution du crédit assuré par la puissance publique.

Les tuyaux du circuit du Trésor

Pour faire face à ses besoins, le Trésor avait recours à des ressources dites « monétaires », dont les dépôts des nombreux correspondants du Trésor (collectivités locales, établissements publics et organismes financiers ayant un compte au Trésor). Ces ressources évoluent en fonction de l'inflation : plus la masse monétaire augmente, plus les correspondants du Trésor ont potentiellement de liquidités à déposer au Trésor, et plus le Trésor dispose de ressources. Ces dépôts fonctionnent comme une « dette à vue », ils n'appartiennent pas au Trésor, mais il peut s'en servir dans la gestion de sa trésorerie au jour le jour. En cela, ils approvisionnent les caisses du Trésor, qui fonctionne comme une banque de dépôt : il reçoit les sommes que ses correspondants déposent chez lui, et assure le règlement de leurs dépenses pour leur compte et sur leur ordre. Ces dépôts, dont l'État fixe lui-même les intérêts – et seulement pour les dépôts dits « à terme » – assurent à l'époque des ressources « spontanées » au Trésor, qui les centralise de façon passive, puisque les liquidités viennent à lui.

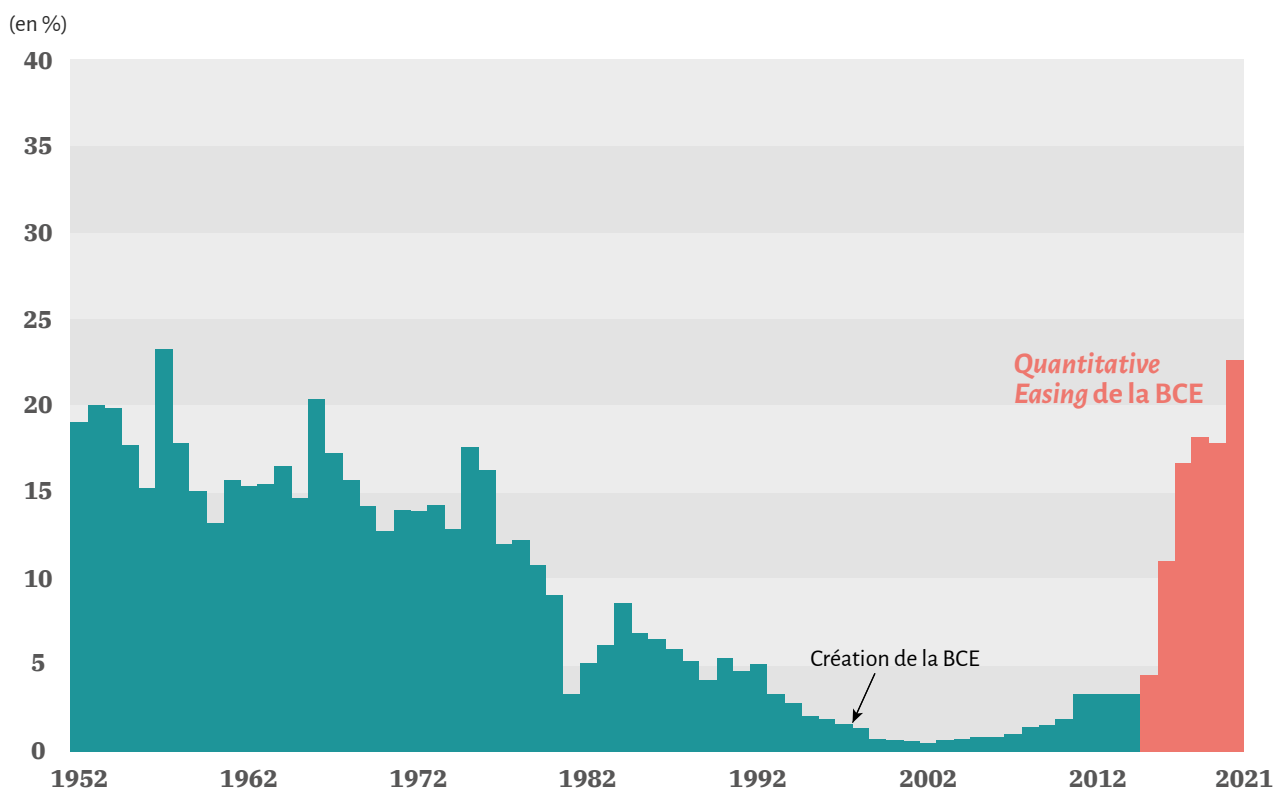
4. QUAND L'ÉTAT S'APPUYAIT SUR LE CONTRÔLE DU SECTEUR BANCAIRE

Au-delà de la confiance, l'État s'assure aussi de la bonne conduite du système bancaire et entrave partiellement sa liberté par des règlements. De fait, la puissance publique se finance aussi par un système d'épargne forcée : les établissements sont dans l'obligation de souscrire aux titres du Trésor. Les souscriptions de bons du Trésor en compte courant (via un compte à la Banque de France) se déroulent hors marché, à robinets ouverts, sans recourir aux séances de vente aux enchères de bons du Trésor (qui ont lieu aujourd'hui à l'Agence France Trésor) et ne dépendant donc pas de l'appétit ou du désir des banques. En pratique, Le Trésor oblige les établissements cités à détenir, à un taux déterminé et sous forme de bons du Trésor, un plancher de 30 % du niveau de leurs actifs à fin 1948, auquel s'ajoutent 20 % de leurs nouveaux engagements²³. En usant d'un anachronisme, ces modalités de souscriptions sont comparables à des réserves obligatoires constituées non pas auprès de la banque centrale, mais du Trésor. Le gouvernement utilise ce levier pour se financer mais aussi garder un œil sur l'usage des crédits et dès lors ajuster ces souscriptions obligatoires en fonction des impulsions qu'il souhaite donner à différents secteurs de cet univers segmenté du crédit. Le financement de l'État est articulé au contrôle de la monnaie. Globalement l'État se finance donc à court terme hors marché, conformément à des règlements ou utilisant les dépôts de trésorerie dans ses caisses²⁴.

Surtout, la distribution du crédit est segmentée : certains établissements bénéficient de privilèges (fiscalité avantageuse, bonification des prêts, emprunts garantis par l'État), d'un statut légal spécial qui leur accorde l'aide de l'État, d'autres subissent des entraves réglementaires moindres. L'étroite sectorisation de ces établissements en fait pour le Trésor des véhicules de choix dans le cadre de la politique sélective du crédit : il peut faire varier les enveloppes d'aides et hiérarchiser les investissements, en donnant des impulsions de ressources sélectives à l'économie, tout en s'appuyant sur l'expertise spécialisée des établissements auxquels il délègue la tâche de prêter.

5. SUBORDONNER LA BANQUE DE FRANCE

PART DE LA DETTE FRANÇAISE DÉTENUE PAR LA BANQUE CENTRALE



Sources : Abbas, Blattner, De Broeck, El-Ganainy et Hu (2014), BCE.

23. Éric Monnet, *Controlling credit*. Cambridge University Press, 2018.

24. Bruno Théret, *Dette publique et auto-répression monétaire des États*, Savoir/Agir 2016/1 (N° 35).

En 1952, plus de 50% des ressources nécessaires au financement du déficit sont collectées par ces conduits administrés. En 1955, à plein régime, ces circuits permettent au Trésor de se désendetter vis-à-vis de la Banque de France. Le Trésor est alors le premier collecteur de fonds (Banque de France mise à part) de l'économie française. Les ressources non négociables (non marchandes ou administrées) représentent encore en 1970, les deux tiers des ressources de l'État pour financer ses déficits publics. En 1981, elles avoisinent 45%, et en 2010 représentent moins de 5% du total de l'encours de la dette de l'État.

Le circuit du Trésor a été démantelé à partir du milieu des années 1960, au nom de la lutte contre l'inflation : le plancher a été critiqué puis défait, car selon ses pourfendeurs son aspect régulateur aurait été négligé au profit de sa contribution au financement de l'État. De même, l'entrave étatique aux banques a été disqualifiée comme de la répression financière abusive. Enfin, la dimension bancaire du circuit du Trésor, et tout particulièrement les comptes courants postaux, a fait l'objet de vives critiques en tant que dispositif propre à distordre la libre concurrence : l'épargne des dépôts bancaires auraient été systématiquement « détournées » vers les caisses publiques. C'est désormais la configuration contemporaine du tout-marché et de l'exclusivité du système de banques commerciales dans l'allocation du crédit qui doit être remise en cause.

C - SORTIR DE LA FINANCIARISATION

Il faut penser ces configurations passées non pas comme des solutions clés en mains mais plutôt comme des expériences de nature à dévoiler l'imposture du TINA, *There is no alternative*, néolibéral. De même, ces dispositifs montrent les limites de propositions strictement « rassuristes » – tout va bien sur la dette car l'épargne abonde – ou « annulationnistes » – qui veulent dégager des marges de manœuvre sans questionner la façon dont les crédits sont alloués et distribués tant aux États qu'à l'économie. L'enjeu contemporain consiste en effet à ré-encastrier la BCE dans le politique, plutôt que d'augmenter son pouvoir de négociation discrétionnaire en nouant un pacte avec elle. La priorité est de faire des institutions monétaires de simples prestataires de service du politique, et plus largement à recréer des leviers publics de collecte de l'épargne et des capitaux. C'est à cette condition qu'il sera possible d'en flécher politiquement et démocratiquement l'allocation et de sortir d'une situation dans laquelle le secteur bancaire et financier privé est aujourd'hui en situation de quasi-monopole.

Les parties qui suivent sont des étapes progressives dans l'univers des propositions souhaitables. Le pôle public bancaire est immédiatement mobilisable afin de dessiner une ébauche d'un circuit du Trésor du 21^e siècle (partie A). Des propositions plus générales peuvent être défendues au niveau national ou européen (partie B) voire être complétées par des réformes systémiques d'ampleur qui nécessitent de refonder largement le cadre européen (partie C), et qui ne manqueront pas d'affronter de farouches oppositions, tant nationales que de la part des autres pays, et de l'Allemagne en premier lieu. Enfin, la manière dont s'organise la circulation du crédit nécessite d'être refondée (partie D).

1. LE PÔLE PUBLIC BANCAIRE : DES PREMIÈRES BASES POUR UN CIRCUIT DU TRÉSOR DU 21^E SIÈCLE

L'expérience du circuit du Trésor est non seulement perfectible – par exemple par son côté trop technocratique – mais surtout n'est pas reproductible à l'identique dans les conditions actuelles. Par exemple, à l'époque les grandes sociétés nationales dirigeaient leur trésorerie spontanément vers un compte au Trésor, assurant ainsi des flux financiers permanents pour le financement des déficits publics. Après des décennies de privatisations, ce type de mesure est plus difficile à mettre en œuvre sauf à envisager une politique ambitieuse de renationalisations (voir Intérêt général, *Services publics, les biens communs de la République*, notes 5-6-7, mai 2020). En outre, les Traités européens conditionnent grandement des paramètres importants d'un éventuel circuit du Trésor, en constitutionnalisant la libre circulation des capitaux, par les règles de la concurrence ou le mandat de la BCE par exemple. Afin de reconstituer un mécanisme démocratique d'orientation du crédit au 21^e siècle, il y a toutefois des actions qui peuvent être mises en œuvre sans modification des Traités européens.

Un gouvernement souhaitant atténuer la pression des acteurs financiers peut créer un pôle bancaire public socialisé et mutualiste fort, incluant les principales institutions publiques actuelles que sont la Caisse des dépôts et consignations, la Banque publique d'investissement et la Banque postale. Cette grande banque publique doterait la puissance publique d'un levier d'action direct afin d'orienter l'épargne des citoyens vers les projets d'investissement conformes aux objectifs environnementaux, sociaux et industriels souhaitables. Ce pôle, par la nature de sa gestion et de ses objectifs, doit échapper à la logique court-termiste du privé. En se détournant des actifs purement spéculatifs, il pourrait être en première ligne dans l'achat des titres des dettes publiques. Avec une large implantation territoriale, il pourrait se révéler un acteur fiable et solide qui oriente l'épargne populaire vers les investissements stratégiques, à la fois sociaux, industriels et écologiques.

Sans impliquer nécessairement la modification des réglementations bancaires ni les statuts de la BCE, ce pôle public bancaire aurait accès aux liquidités issues des politiques monétaires non conventionnelles (comme par exemple les opérations ciblées de refinancement de long terme, *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO).

Les institutions faisant partie de ce pôle public bancaire public deviendraient des « correspondants du Trésor ». Les institutions bancaires publiques, comme la Caisse des dépôts et consignations, doivent se défaire des pratiques marchandes pour assumer pleinement leur caractère spécifiquement public et donc au service de l'intérêt de la Nation.

Plus généralement, l'ensemble des institutions bancaires publiques ou privées pourraient déposer leurs disponibilités auprès Trésor national, voire même de façon articulée au niveau européen : de fait, le Trésor pourrait être amené à proposer un taux légèrement supérieur à celui qui est fixé par la banque centrale pour rémunérer les réserves des banques.

De pair avec la création du pôle bancaire public, il est possible de créer des nouveaux supports d'épargne inspirés du livret A – revalorisé – permettant d'orienter l'épargne populaire et le crédit vers la bifurcation écologique ou par exemple pour le financement de l'économie sociale et solidaire. Dans le cadre actuel, une autre mesure qui permettrait d'orienter l'épargne vers l'achat des titres de la dette publique consisterait à fixer une fiscalité plus favorable pour des produits uniquement formés de dette publique. S'il existe des marges importantes pour taxer le capital, notamment sur les hauts patrimoines, il pourrait être envisagé de sanctuariser les placements en titres publics – ou dans des supports spécifiques.

En outre, l'Agence France Trésor pourrait innover sur les formats des bons du Trésor en circulation : ses caractéristiques, sa nature, ses termes, ses taux d'intérêts ses modes de circulation. Le choix sur le format des titres souverains reste une prérogative souveraine incontestée, comme la possibilité par exemple d'émettre de la nouvelle dette à maturité perpétuelle. Ce type d'instrument peut permettre d'éliminer – sur un segment de la dette – le risque de refinancement mais peut bénéficier de certains comportements à la recherche de rentes. Dans cette reconfiguration des formats des titres émis, d'autres réformes sont envisageables, comme la limitation des taux d'intérêt versés en cas de crise ou leur plafonnement, ainsi que de définir les publics cibles comme ses finalités politiques.

Ces mesures permettraient de renationaliser partiellement le mode financement tout en redonnant un rôle citoyen à la souscription de bons du Trésor et en le réarticulant avec l'épargne populaire. Il faut pour cela se départir de l'argument dominant du coût, exclusivement considéré en termes financiers. L'expérience du circuit du Trésor montre qu'une vaste transformation sociale, comme celle qui a eu lieu au cours de la période dite des Trente Glorieuses, peut être financée à bas coût en s'émancipant de l'emprise des marchés financiers. Entre 1959 et 1973, l'État consacrait en moyenne 0,9 point de PIB au paiement des intérêts de sa dette alors qu'il investissait près de 4,5 points de PIB, soit presque 1 point de PIB de plus qu'avant la crise due à la Covid-19. Les critiques qui mettent en avant un supposé coût financier masquent le coût politique, invisible, d'un financement systématique auprès des marchés. Les gouvernements qui cherchent le plus souvent à garder la confiance des marchés plutôt que celle de leurs électeurs, biaisent les politiques mises en place en favorisant les intérêts du capital et reportent *sine die* la satisfaction des demandes populaires.

2. DES RÉFORMES PLUS AMBITIEUSES POUR SE DÉBARRASSER DE LA DISCIPLINE DE MARCHÉ

La discipline de marché, combiné aux règles budgétaires, est au fondement de l'architecture actuelle de l'Union économique et monétaire telle qu'elle est actuellement définie dans les Traités. Une réforme d'ampleur de l'architecture de la zone euro apparaît nécessaire pour briser la dépendance aux marchés : elle nécessite des changements majeurs à la fois sur la politique monétaire, les règles budgétaires, l'Union Bancaire et la gouvernance institutionnelle de la zone euro.

La politique monétaire de la BCE s'étant libérée de certains tabous initiaux au gré des crises de la dernière décennie, le *Quantitative easing* ne correspond pas strictement à une monétisation de la dette publique, tout en évitant une prime de risque sur les dettes publiques, notamment dans le sud de la zone euro²⁵. Les politiques non conventionnelles ont atténué le pouvoir disciplinaire des marchés et permettent de lancer des plans de soutien historiques afin de préserver les bilans privés face à la crise sanitaire. Il est fondamental que les marchés restent cantonnés en sortie de pandémie. À rebours des discours les plus orthodoxes, cette intervention franche de la BCE n'a engendré ni hyperinflation, ni même une inflation modérée ou faible. Au

25. Blot et Hubert, « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », Policy Brief OFCE n. 80, 9 novembre 2020.

contraire, la situation est autre : celle d'une économie déprimée par les crises financières et la pandémie. Le risque inflationniste est aujourd'hui inexistant et contredit par les faits toutes les prédictions de l'idéologie libérale.

Une première étape consiste donc à pérenniser et sécuriser juridiquement les politiques monétaires non conventionnelles mises en place au cours de la dernière décennie. Le recours aux rachats de dette souveraine sur les marchés secondaires, tout comme les taux négatifs, doivent désormais faire partie de la boîte à outil de la banque centrale de façon pérenne. À cet égard, la sécurisation juridique du PEPP doit être assurée, afin d'éviter une réédition des contestations judiciaires sur les précédents programmes de rachats d'actifs de la BCE. Les opérations de refinancement type TLTRO auprès des banques privées peuvent être pérennisées, en conditionnant par exemple les conditions du crédit à des critères sociaux ou écologiques.

Dans ce contexte, il faut inscrire clairement dans le mandat de la BCE ou de la Banque de France un objectif de limiter les *spreads* souverains, c'est-à-dire minimiser l'écart entre les taux d'intérêts des différentes dettes publiques des États membres de la zone euro. Une des missions de la banque centrale consisterait donc à maintenir des conditions d'accès optimales au crédit pour tous les États membres de la zone euro, ce qui, au vu de la puissance de feu de la BCE, tuerait dans l'œuf la capacité spéculative des marchés. Depuis le début de la crise Covid, la BCE cape *de facto* les *spreads* sans l'assumer explicitement, laissant ainsi planer une incertitude sur l'avenir des finances publiques de la zone euro. Une institutionnalisation de cet objectif permettra ainsi prévenir toute remise en cause ordolibérale des rachats d'actifs de la BCE et écartera le risque d'une réédition du jugement de Karlsruhe de mai 2020²⁶.

Cependant, la refonte du cadre institutionnel peut aller beaucoup plus loin que les évolutions de la seule politique monétaire. Il faut tout d'abord éliminer tous les biais austéritaires des règles budgétaires européennes, en repensant fondamentalement le fonctionnement des règles budgétaires. En opposition aux dogmes ordo-libéraux, la zone euro – ou n'importe quelle économie – ne peut pas être gouvernée par des règles économiques gravées dans le marbre car constitutionnalisées. La conduite de la politique économique est dépendante du contexte. Les crises successives de la zone euro l'ont bien montré : il n'est ni souhaitable ni réaliste de maintenir les règles budgétaires telles qu'elles que formulées dans les textes actuels. Ce travail de refonte du fonctionnement de la politique budgétaire en zone euro devra prendre en considération les conditions de financements, ainsi que l'impératif d'investissement dans la transition écologique.

Changer les règles sans modifier la gouvernance institutionnelle et les mécanismes de prise de décision de la zone euro n'aurait que peu d'effet en pratique. Il est donc également nécessaire de repenser les arènes institutionnelles permettant de coordonner institutionnellement les politiques monétaires et politiques budgétaires. Afin d'annihiler le pouvoir d'évaluation de la valeur des choses et des États par les marchés, il faut une coordination entre États – qui ne peut pas se faire exclusivement sur la base de règles strictes – et que les décisions émanant de la coopération entre les États membres soient pleinement appuyées par les autorités monétaires.

Toutefois, ce n'est pas exclusivement la gouvernance macroéconomique de la zone euro qui met au centre du jeu le rôle disciplinaire des marchés. Le marché unique, la libre concurrence et l'union bancaire ont retiré aux États membres le pouvoir de fixer les règles bancaires et financières, notamment privées. Il faut modifier les normes prudentielles qui s'appliquent aux choix des acteurs financiers, par exemple en intégrant une perspective des risques écologiques. Dans ce contexte, il faut plaider pour la fixation de quotas de souscription obligatoires sous la forme des planchers obligatoires européens ou nationaux. Cela peut passer par un changement des normes s'appliquant au système bancaire et de l'assurance au plan national, ce qui n'est pas incompatible, s'il est bien justifié, avec le TFUE (article 65 et 124). Il est possible de fixer des ratios minimaux de détention de titres publics pour les banques privées. Ceci créerait une demande assurée pour les titres publics et éloignerait l'épargne du casino spéculatif actuel.

26. de Boer Nik, Van't Klooster Jens, The ECB the courts and the issue of democratic legitimacy after Weiss, Common Market Law Review, 2020

3. BRISER LE TABOU DU FINANCEMENT MONÉTAIRE

La Banque centrale européenne n'est pas adossée à un pouvoir politique et fiscale de même échelle territoriale qu'elle. Il n'est donc pas possible dans ce cas d'envisager une étroite collaboration entre l'État et sa banque centrale pour émettre une monnaie répondant aux besoins collectifs de chacun des États membres.

Si le débat sur les dettes est si prégnant, c'est que le traumatisme des crises des dettes récentes est toujours vif. Ces crises ont pu avoir lieu à cause de l'architecture ordo-libérale de l'euro qui refuse au banquier central le rôle de prêteur en dernier ressort, et donc garant des titres publics pour limiter le pouvoir des spéculateurs financiers les obligations d'État. Ce type de prérogative implique d'autoriser l'achat direct des obligations émises par les États membres de la zone euro (ainsi que la Banque européenne d'investissement), c'est-à-dire sur le marché primaire au même titre que les banques privées. Il s'agit ainsi de renouer avec un canal de transmission de la politique monétaire qui ne soit pas intermédié par les banques privées.

Les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon ont un taux d'endettement public supérieur à celui de la zone euro. Contrairement à grand nombre de pays de la zone euro, ces grandes économies avancées n'ont pas connu d'attaque spéculative sur leur dette publique après la *Grande Récession* de 2008. Ceci ne s'explique pas par un comportement plus soit disant plus vertueux. Ces économies bénéficient surtout du soutien d'une banque centrale qui agit en tant que prêteur en dernier ressort (cf. Épisode I).

À l'été 2012, la zone euro a pris conscience de la puissance de sa banque centrale, lorsque Mario Draghi a prononcé son fameux « *whatever it takes* » qui ont suffi pour calmer les attaques spéculatives sur des pays concernés. Le rachat de titres dettes a mis fin à la crise des dettes souveraines (cf. Épisode II). Cependant les politiques monétaires non conventionnelles ont également des conséquences distributives importantes : les rachats d'actifs pèsent à la hausse sur les cours boursiers et favorisent ainsi les détenteurs d'actifs financiers, c'est-à-dire les ménages les plus aisés. Le *quantitative easing* accroît donc les inégalités tout en alimentant des phénomènes de bulles sur certains marchés, dont le marché immobilier, ce qui renforce la dynamique d'accroissement des inégalités. Par ailleurs, les canaux de transmission actuels de la politique monétaire donnent aux secteurs financiers bancaire et non bancaire une position de pouvoir importante²⁷. Cela leur confère un rôle central dans la répercussion des décisions monétaires sur l'ensemble de l'économie, en plus du bénéfice pécuniaire de cette position d'intermédiaire.

Pour sortir durablement l'endettement étatique de l'emprise des logiques financières, il convient de réformer le statut du Système européen des banques centrales ainsi que les dispositions des Traités concernant la BCE et la politique monétaire.

La quasi-disparition du risque inflationniste ainsi que les défis nouveaux telle que la catastrophe climatique ou plus anciens comme le chômage de masse rendent nécessaires une modification des objectifs fixés à la politique monétaire européenne²⁸. Le mandat de la BCE doit être élargi notamment pour inclure un objectif de taux d'emploi maximum, à l'image de la *Federal Reserve* étasunienne. En sus de ce mandat dual, l'articulation précise des objectifs secondaires avec le mandat principal serait précisée : ainsi les opérations de politique monétaire de la BCE et la réglementation prudentielle devraient respecter les objectifs climatiques de l'UE. Les opérations de refinancement des banques privées auprès de la BCE pourraient ainsi être pondérées en fonction de leur empreinte carbone (*Green TLTRO*) : les conditions de refinancement les plus favorables seraient accordées aux banques qui remplissent un certain objectif de prêts conforme avec les objectifs climatiques.

Enfin, même si elle reste le tabou ultime de la construction européenne, l'interdiction du financement monétaire des États doit être levée et remplacée par une autorisation de découvert des Trésors nationaux ou européen auprès de la BCE qui pourrait être activée en cas de crise, à l'image du *Ways and Means Facility* qu'a le Trésor britannique auprès de la *Bank of England*. Ce type de dispositif peut être accompagné d'un plafond en fonction de critères à déterminer.

27. Braun, Benjamin, Central Banking and the infrastructural power of finance, SocioEconomic Review, 2018

28. van't Klooster, Jens, The ECB's conundrum and 21st century monetary policy: How European monetary policy can be green, social and democratic, 2021

La BCE a acquis, à la faveur de la crise de 2008, un rôle économique majeur et l'a conservé par la suite. Or, la banque centrale est une institution non élue et cette extension de son pouvoir a fragilisé sa déjà faible légitimité démocratique²⁹. Pérenniser ce rôle économique ne peut donc se faire qu'à la condition d'un contrôle politique direct sur l'action de la BCE.

En se plaçant dans un cadre hypothétique où ces négociations aboutiraient (voir Intérêt général, *Traités européens : scénarios pour une rupture*, note #2, septembre 2019), les États membres auraient le droit d'introduire dans leurs cadres juridiques une possibilité pour leurs parlements nationaux de censurer le gouverneur de leur banque centrale. De plus, la nomination des membres du Directoire requerrait l'approbation du Parlement là où actuellement le vote du Parlement est consultatif. La stratégie monétaire de la banque centrale (et donc la concrétisation opérationnelle de son mandat) serait soumise à l'aval du Conseil et des parlements nationaux : concrètement ceux-ci devraient valider la cible d'inflation découlant de l'objectif de stabilité des prix. Enfin, la transparence sur le fonctionnement de la banque centrale serait améliorée avec la publicisation automatique de tous les documents internes après un délai de 5 ans, y compris les transcriptions intégrales et nominatives des réunions du Conseil des Gouverneurs.

4. RÉFORMER LE CRÉDIT PRIVÉ ET LE METTRE AU SERVICE DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

La création d'un pôle bancaire public et la refonte des statuts et du mandat de la BCE constituent des pas majeurs pour désamorcer le pouvoir disciplinaire des acteurs financiers. La croyance que la libre circulation des capitaux et la titrisation vont permettre de mieux allouer l'épargne ne peut plus être maintenue sérieusement. Mais orienter l'épargne surabondante vers la dette publique et les investissements socialement et écologiquement vertueux implique de s'attaquer aux règles de fonctionnement des marchés financiers et avoir une politique industrielle ambitieuse.

Il est nécessaire de ré-encastrier socialement les décisions d'allocation du crédit à travers la création d'un conseil citoyen du crédit composé des forces économiques et sociales à l'échelle nationale et avec les différentes nations qui le souhaitent³⁰. Il ne faut plus laisser l'exclusivité de ces décisions à la BCE et aux technocraties financiarisées. Il est nécessaire de réactiver le caractère public et démocratique de l'allocation du crédit à l'État et à l'économie. La mobilisation des ressources financières vers les secteurs répondant à la bifurcation écologique (processus productifs plus économes en ressources, préservation de la biodiversité, amélioration de l'efficacité énergétique) constituerait un pilier fondamental d'une politique industrielle écosocialiste digne de ce nom. Ceci ne saurait être reproduit selon le schéma technocratique, centralisé, et échappant au contrôle démocratique, du circuit du Trésor. Il s'agit de segmenter le financement par crédit de l'économie, avec un rôle central de l'État et de la délibération démocratique, afin de hiérarchiser entre secteurs stratégiques par des prêts bonifiés alloués à certains secteurs industriels et écologiques en premier lieu. La réglementation de la gestion d'actifs financiers pourra ainsi être orientée vers les investissements utiles socialement et écologiquement responsables, par les plafonds de détention des règles prudentielles par exemple.

Pour sortir la dette publique de l'emprise des logiques financières, il faut également limiter considérablement les usages détournés des titres de dette souveraine qui fragilisent la stabilité financière. Des mesures micro et macro prudentielles doivent permettre de rendre dissuasif l'usage de dette souveraine comme collatéral par les acteurs non bancaires. Une taxe sur les transactions financières à taux progressif permettra d'aller dans ce sens.

29. Högenauer Anna-Lena, Howarth David, The democratic deficit and ECB crisis monetary policies, Maastricht Journal of European and Comparative Law, 2019 Braun, Benjamin, Central banking beyond inflation, 2021

30. Monnet, E. (2018). Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948–1973 (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press

CONCLUSION : ON N'ANNULE PAS LES RAPPORTS DE FORCE D'UN TRAIT COMPTABLE, ON LES RENVERSE

1. ANNULER LE CHANTAGE À LA DETTE

Le débat français sur la dette en 2020 et 2021 se solde par un constat d'échec. D'un côté, des divisions au sein des universitaires d'un même camp et qui partagent pourtant l'essentiel sur les grands objectifs politiques, notamment la nécessité d'une bifurcation budgétaire ambitieuse et l'urgence du financement de la transition écologique. De l'autre, des discours austéritaires qui se reconstituent en prenant comme épouvantail l'annulation des dettes. Pourtant, la partie peut être gagnée. Dans les faits, des pans entiers du carcan libéral ont sauté au fil des crises. Ce qui était impensable il y a quelques mois est devenu réalité. Le « quoi qu'il en coûte » version 2020 a enfin reconnu la primauté de la vie humaine sur la dette. Les services publics n'ont jamais autant prouvé leur utilité vitale et l'austérité ses conséquences criminelles que pendant la pandémie. Celle-ci a démontré que ceux qui « coupent » dans les dépenses publiques sont de mauvais gestionnaires sur le long terme : les effets sanitaires, économiques et sociaux n'auraient pas été autant dramatiques s'il y avait eu des masques, des tests, plus de lits et de soignants dans les hôpitaux, des classes non surchargées et des conditions de vie dignes dans les EHPAD. L'aveugle Pacte de stabilité et de croissance est suspendu.

Ainsi, le discours général d'annulation de la dette publique peut être un levier politique puissant pour rappeler que l'État n'est pas un ménage et lutter contre le mythe que toutes les dettes se remboursent. Mais il est crucial de rappeler que la dette publique « est d'abord une redistribution au sein de chaque génération. Une hausse de la dette publique n'est pas un endettement envers les générations futures »³¹. Ainsi, un discours de transformation ne peut s'accompagner d'une déclinaison technique comme l'effacement, véritable piège comme le détaille la partie I de cet épisode, et sans réelle portée économique dans le cadre actuel. Néanmoins, le mot d'ordre général d'annulation peut permettre de mener le combat contre les carcans que sont les traités européens actuels (voir Intérêt général, [Traités européens : scénarios pour une rupture](#), note #2, septembre 2019). Il permet même de porter la contradiction au sein des institutions européennes et notamment de la Banque centrale. Cet but-là est indiscutablement important pour viser le principal objectif souhaitable, la monétisation de la dette (partie III.C) qui annule de fait tout chantage.

2. SEULES COMPTENT LES CONDITIONS DE FINANCEMENT

Pourquoi alors dresser un constat d'échec sur le champ de la dette publique ? Car le débat politique se concentre sur un faux problème, celui du montant total de l'endettement. En effet, d'un point de vue tant politique qu'économique, ce n'est pas tant le niveau de la dette qui importe, ce sont d'abord les conditions de refinancement et le pouvoir disciplinaire laissé, ou non, aux marchés financiers. Le véritable sujet est bien celui des conditions économiques, politiques et institutionnelles d'endettement des États et la capacité de nuisance de la finance privée et de ses relais technocratiques, qui voient d'un très bon jour l'absence de débat sur l'indépendance et les missions de la Banque centrale européenne. Et ce nœud gordien est bien absent du débat.

Ce débat n'est pas technique. Et il ne doit pas le devenir s'il veut gagner les consciences. Les propositions se jugent à l'effet qu'elles ont dans le champ politique. Mais si certaines propositions n'ont aucune prise, cela ne veut pas dire qu'elles sont inopérantes ou inintéressantes. Si d'autres en ont beaucoup, cela ne signifie pas pour autant dire qu'elles sont valables, solides, satisfaisantes ou porteuses. L'arène politique n'a d'ailleurs cessé de détourner l'attention des enjeux centraux. Ceci, par exemple, est le cas du revenu universel, cette construction absurde, aveugle et destructrice des droits sociaux conquis par deux siècles de luttes. Il en va de même de l'effacement comptable de la dette détenue par l'Eurosystème. Ces deux propositions se basent pourtant sur de bonnes intuitions : éradiquer la pauvreté

31. Xavier Ragot, « Plus ou moins de dette publique », OFCE Policy Brief, 84, 27 janvier 2021.

pour l'un, sortir du chantage à la dette pour l'autre. Au final, dans les deux cas, elles répondent à l'envers au problème posé, en supposant que la simplicité assumée va convaincre, voire que la nouveauté d'une proposition est voie de raison. La radicalité de façade n'est pas nécessairement opérationnelle ou désirable politiquement. Comme son cousin qui menace de détruire les minima sociaux et les retraites, l'effacement de la dette détenue par la BCE peut tout simplement se terminer avec un consensus à 80 points de dette/PIB ou au cantonnement de la seule dette Covid. Mais pour le reste de la dette qui échappe à cette manipulation comptable ? On repartirait dans « le monde d'avant »...

3. RECENTRER LE DÉBAT

L'année 2021 s'annonce avec une dette publique à 116 % du PIB. Pourtant, aucune grenouille qui tombe du ciel à l'horizon ni autre signe de l'apocalypse qui était pourtant prédite par les tenants de l'austérité et de la soumission aux marchés lors de la crise dite des dettes souveraines post 2008. Ceci devrait être l'occasion de déplacer le débat non pas sur le niveau d'endettement mais sur les mécanismes monétaires et financiers et l'interrogation publique et démocratique du rôle premier joué par la banque centrale comme le défend la troisième partie de cette note. Ce combat existait déjà lors du blocus monétaire à Chypre en 2013 ou lors de la crise grecque en 2015. Le débat est en réalité bien ancien puisque déjà en 1924 Édouard Herriot, président du Conseil du Cartel des gauches, parlait du « mur de l'Argent ». Espérons qu'il devienne central dans la séquence politique qui s'ouvre.

Les rapports de forces sociaux et politiques sur la juste répartition de l'épargne, des revenus et de leur taxation, comme le rôle dévolu au domaine public dans le contrôle du crédit ne « s'annuleront » pas d'un trait comptable entre banques centrales. Au moment où le chômage et la pauvreté explosent, et alors que l'économie de guerre sanitaire appelle à une reconstruction conforme aux impératifs écologiques et sociaux, les affronter démocratiquement est la seule voie pour redonner son véritable sens au « quoi qu'il en coûte ». Autrement dit, c'est à la redéfinition des rapports de force entre le souverain et le secteur financier qu'il nous faut procéder afin de sanctuariser les ressources de l'État et les mettre à l'abri de la domination financière et de ses néfastes exigences.