



DETTE PUBLIQUE : EN FINIR AVEC LES MANIPULATIONS

Épisode II - DE LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE EN ZONE EURO

Cette note constitue le second 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

A. DÈS SA CONCEPTION, L'EURO LIMITE DOUBLEMENT LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE	4
B. LES RIGIDITÉS INITIALES ONT ÉTÉ PARTIELLEMENT RELÂCHÉES, EN PARTICULIER L'ACTION DE LA BCE.....	7
C. POUR NE JAMAIS OUBLIER LE TRAUMA GREC	10
D. DE LA SUSPENSION DES CRITÈRES DE MAASTRICHT.....	12
CONCLUSION PARTIELLE : LE PIÈGE DU CANTONNEMENT	15



ÉPISODE II - DE LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE EN ZONE EURO

L'euro constitue une expérience monétaire unique dans l'histoire des pays capitalistes avancés¹. Traditionnellement, la monnaie est intimement liée à un État-nation souverain (voir Épisode I, partie E, [Le degré de souveraineté monétaire est déterminant](#)). Or, l'euro est la monnaie unique de 19 pays de l'Union européenne qui gardent – en théorie – une pleine souveraineté sur leur politique budgétaire. Ainsi, une autorité monétaire supranationale dénuée de légitimité démocratique fait face à 19 politiques budgétaires autonomes et choisies par les représentants élus des 19 pays en question. Cette asymétrie de pouvoir et de légitimité a amené à une organisation institutionnelle unique.

A - DÈS SA CONCEPTION, L'EURO LIMITE DOUBLEMENT LA SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE

En créant l'euro, les États membres ont délégué un pan fondamental de leur souveraineté à l'échelon supranational, selon des modalités profondément structurées par l'orthodoxie économique. La construction de l'Union économique et monétaire (UEM) s'est faite dans un cadre dominé sur le plan idéologique par le paradigme néolibéral et sur le plan politique par les dirigeants allemands². Un des objectifs de l'unification monétaire était la stabilité de la monnaie sur le marché des changes, dont bénéficiait l'Allemagne avec le Deutsch Mark et qui faisait défaut à la France et aux pays du Sud de l'Europe (Italie, Espagne et Grèce notamment). Pour les concepteurs de l'euro, il fallait donc éviter qu'un pays puisse tirer un bénéfice particulier de la crédibilité de la monnaie unique largement importée du Mark en mettant en place des politiques expansionnistes jugées risquées. **Ceci impliquait notamment d'empêcher toute forme de solidarité budgétaire entre les pays membres et d'éventuels transferts fiscaux.** Pour prévenir tout risque d'aléa moral de la part des États, les dirigeants économiques allemands ont promu des règles qui limitaient les choix budgétaires des gouvernements élus. L'adoption de la monnaie unique s'est donc pas accompagnée de la mise en œuvre d'un ensemble de règles corsetant les politiques budgétaires des États membres : les critères de Maastricht. Institutionnalisés dans le Pacte de stabilité et de croissance, ces critères fixent un plafond aux niveaux de dette publique (60 % du PIB) et de déficit public (3 % du PIB³) que les États ne doivent pas dépasser, sous peine de sanctions. De surcroît, a été inscrite dans les traités (article 125.1 du TFUE) la clause de non-renflouement, qui interdit à l'UE ou à un État de prendre à sa charge tout ou partie de la dette d'un autre État membre.

“ La construction de l'Union économique et monétaire s'est faite dans un cadre dominé sur le plan idéologique par le paradigme néolibéral et sur le plan politique par les dirigeants allemands. ”

1. En effet, les autres cas de zones monétaires où plusieurs États se partagent une même monnaie correspondent à des pays en développement où la supranationalisation du pouvoir monétaire est un héritage de la période coloniale, comme dans le cas des deux zones franches CFA.

2. Kenneth Dyson, Kevin Featherstone, *The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press, 1999.

3. À ce sujet, l'histoire de l'invention de ce critère technocratique montre qu'il ne s'agit en aucun cas d'un argument économique, mais de communication ; voir Benoît Collombat, Damien Cuvillier, *Le choix du chômage, de Pompidou à Macron, enquête sur les racines de la violence économique*, Paris, Éditions Futuropolis, 2021.

Sur le plan monétaire, l'architecture initiale de la zone euro combine le modèle néolibéral de la banque centrale indépendante avec la doctrine ordolibérale : le traité de Maastricht donne à la BCE un mandat étroit avec pour objectif premier la stabilité des prix ainsi qu'un très haut degré d'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, tout en lui interdisant de financer les déficits publics des États⁴. Pour la tradition ordo-libérale (voir la note #2 d'Intérêt général, [Traités européens : scénarios pour une rupture](#), septembre 2019), l'accession au pouvoir d'Hitler est la conséquence de l'hyperinflation des années 1920 en Allemagne. *A contrario* les explications historiques mettent en exergue l'importance des politiques d'austérité du chancelier Brüning⁵. Dans la logique ordo-libérale, seule une banque centrale indépendante du politique et chargée prioritairement de garantir la stabilité des prix au moyen du contrôle de la masse monétaire permet d'assurer la prospérité économique et la stabilité politique⁶. Le traité de Maastricht a ainsi consacré le très haut degré d'indépendance vis-à-vis des autorités politiques de la BCE en le constitutionnalisant *de facto*. Ce traité a également assigné à la banque centrale l'objectif prioritaire d'assurer la stabilité des prix, c'est-à-dire de contenir l'inflation en dessous de 2 % par an. **A contrario, la réserve fédérale étasunienne a un mandat dit dual, qui combine un objectif d'inflation contrôlée avec un objectif de maximisation du taux d'emploi.**

De plus, **le traité interdit le financement monétaire des États par la BCE nouvellement créée, instituant ainsi une zone monétaire sans prêteur en dernier ressort.** Les États membres y dépendent donc exclusivement des opérateurs de marché pour se financer. Pour les concepteurs de la zone euro, cette dépendance empêcherait les gouvernements élus de mener des politiques désignées « irresponsables » en les mettant à la merci de la discipline des marchés financiers. Avant la monnaie unique, du fait de la liberté de circulation des capitaux, la contrainte venait des marchés de change prêts à attaquer la monnaie des États jugés irresponsables. Face à une attaque spéculative, ces derniers devaient choisir entre sortir du système monétaire européen et appliquer une politique d'austérité. François Mitterrand, confronté à cette alternative en 1983, a choisi la deuxième option. Avec la création de l'euro, la possibilité de spéculer entre monnaies européennes disparaissant, c'est l'interdiction faite à la BCE d'acheter de la dette publique qui est venue recréer une contrainte imposée par les marchés.

Supposés efficaces et omniscients par l'orthodoxie, ceux-ci ne manqueraient pas de sanctionner l'irresponsabilité budgétaire des États en accroissant les taux d'intérêt auxquels ils leur prêtent, en cas de politiques sociales supposées inconsidérées. **L'expérience de la zone euro a rapidement montré que les marchés financiers étaient enfermés dans leur aveuglement court-termiste et leur logique auto-réalisatrice.** Comme le refinancement des États membres ne peut se faire que sur les marchés financiers, cette dépendance vis-à-vis des acteurs financiers pour le financement du déficit public donne à ceux-ci un pouvoir disciplinaire considérable. Outre le fait qu'ils en extraient une rente économique conséquente, ils acquièrent *de facto* un pouvoir politique exorbitant : en refusant de financer l'État à un taux favorable, ils peuvent infléchir la politique budgétaire dans le sens qui convient aux capitalistes, c'est-à-dire l'austérité, la déflation salariale, les privatisations et l'ouverture à la concurrence des pans de l'économie jusqu'ici préservés des intérêts privés. **Le traité de Maastricht institue donc un corsetage des politiques économiques des États, en ajoutant la discipline de marché à la surveillance entre pairs du Pacte de stabilité et de croissance.**

4. Matthias Matthijs, « Powerful Rules Governing the Euro: The Perverse Logic of German Ideas », *Journal of European Public Policy*, vol. 23, n° 3, p. 375-391, 2016.

5. Allan Popelard, Paul Vannier, « Idée reçue. L'austérité est le seul remède à la crise », dans *Monde diplomatique* (dir.), *Manuel d'histoire critique*, p. 162-163, 2014 ; Gregori Galofré-Vilà, Christopher Meissner, Martin McKee, David Stuckler, « Austerity and the Rise of the Nazi Party », *The Journal of Economic History*, vol. 81, n° 1, p. 81-113, 2021 ; Lukas Haffert, Nils Redeker, Tobias Rommel, « Misremembering Weimar: Hyperinflation, the Great Depression, and German Collective Economic Memory », *Economics & Politics*, n° 5, 2021.

6. Éric Dehay, « La justification ordo-libérale de l'indépendance des banques centrales », *Revue française d'économie*, vol. 10, n° 1, p. 27-53, 1995.

Les États de la zone euro ont donc perdu à la fois le pouvoir de casser les attaques spéculatives sur leurs titres de dette négociés sur les marchés et celui de financer directement le déficit par la création monétaire. De ce point de vue, la zone euro se singularise particulièrement parmi les grandes économies avancées. Si les États-Unis d'Amérique, le Royaume-Uni ou le Japon ont également adopté le modèle d'une banque centrale indépendante du pouvoir politique, ils n'ont pas été jusqu'au point de se lier ainsi les mains par rapport aux marchés financiers et se réservent la possibilité d'utiliser l'arme du financement monétaire (voir Épisode I, partie E, [Le degré de souveraineté monétaire est déterminant](#)). Cette soumission des États aux marchés et à leurs logiques a été facilitée par l'intégration des marchés financiers nationaux afin de former un marché financier européen. Cette intégration a été activement promue par la Commission et la BCE et présentée comme le remède miracle aux asymétries économiques entre les États adoptant l'euro. Autrement dit, l'intégration financière allait produire la convergence économique dans la zone monétaire, en lieu et place des transferts budgétaires et des harmonisations par le haut des salaires et des systèmes de protection sociale que refusait l'Allemagne. Pour ce faire, une libéralisation financière sans précédent a eu lieu dans la zone euro dans les années 1990 et 2000. Ce mirage a initialement permis une convergence du coût de l'endettement public, comme en témoigne le taux des obligations grecques proches du taux allemand jusqu'au déclenchement de la crise financière mondiale en 2008. **Néanmoins, cette liberté totale de circulation des capitaux a accentué la précarité du financement des États**, puisque les capitaux investis dans les titres de dette publique peuvent à tout moment se désengager et fuir vers d'autres cieux, précipitant ainsi une hausse des taux et une crise de la dette (voir Épisode III, Encadré 1, [Un scénario d'attaque hostile des marchés financiers](#)). À l'inverse, un financement essentiellement basé sur des acteurs nationaux et qui ne dépend pas d'opérateurs de marchés aux comportements spéculatifs comme c'est le cas du Japon permet d'assurer une stabilité de long terme au financement public.

L'ensemble des règles européennes encadrant les politiques macroéconomiques en zone euro cumulent tous les biais disciplinaires et restrictifs – budgétaires et monétaires – et poussent les pays à accroître le champ couvert par l'économie marchande. Dans ce contexte, la seule réponse de politique économique qui reste aux États pour soutenir leur activité est de pratiquer le moins-disant social et fiscal afin d'attirer l'activité chez eux, empêchant toute forme de coopération, ce qui *in fine* sert les intérêts capitalistes dans toute la zone euro. Le *dumping* est ainsi généralisé (voir note #12 d'Intérêt général, [Contre le dumping, le protectionnisme : bâtir un « gouvernement des échanges »](#) régulateur, mars 2021).

“ Les États de la zone euro ont perdu à la fois le pouvoir de casser les attaques spéculatives sur leurs titres de dette négociés sur les marchés et celui de financer directement le déficit par la création monétaire. ”

B - LES RIGIDITÉS INITIALES ONT ÉTÉ PARTIELLEMENT RELÂCHÉES, EN PARTICULIER L'ACTION DE LA BCE

Le cadre initial ultra-restrictif n'a pas tenu la première crise d'envergure à laquelle il a été soumis. Contrairement aux États-Unis, pays où la crise financière s'est déclenchée avec l'explosion d'une bulle immobilière à l'été 2007, **la zone euro a connu une double récession et une hausse du chômage bien plus forte et durable.** Cette seconde récession, souvent dénommée crise des dettes souveraines ou crise de la zone euro, s'explique grandement par des choix de politiques monétaires et budgétaires bien plus restrictives qu'outre-Atlantique. Ces choix découlent pour partie des orientations idéologiques des dirigeants et des banquiers centraux, mais également de l'architecture institutionnelle dysfonctionnelle de la zone euro. Du fait de son mandat axé exclusivement autour de la stabilité des prix, la BCE dirigée par Jean-Claude Trichet a ainsi décidé de relever ses taux directeurs en 2011 dès que l'inflation a atteint 2 %. **Ce resserrement brutal du crédit a non seulement cassé net la reprise de l'inflation nourrie par les plans de relance nationaux, mais a surtout déprimé l'activité économique.**

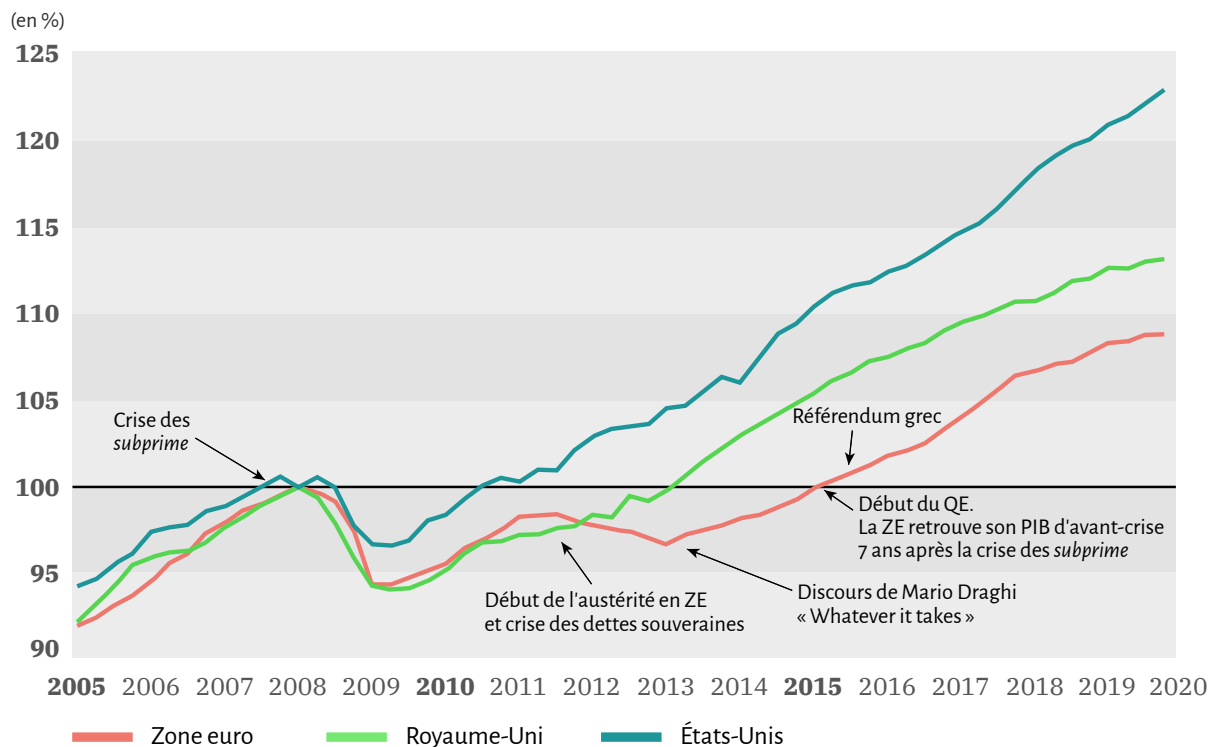
Dans le même temps, confrontés à l'exposition des banques allemandes et françaises vis-à-vis de la dette grecque, et en l'absence de solidarité budgétaire européenne pour recapitaliser les banques en fragilité, Angela Merkel et Nicolas Sarkozy ont sacrifié la Grèce à Deauville en 2010. S'en est suivie une remise en cause de la qualité des signatures souveraines, par les opérateurs de marché puis par les agences de notation, de tous les pays de la zone euro présentant des ressemblances avec la Grèce comme la fragilité du secteur bancaire ou la structure économique fragile, et ce quelle que soit la soutenabilité réelle de leur dette. L'envolée des taux d'intérêt sur les dettes souveraines a contraint les États les plus touchés à solliciter des plans d'aide européens. En échange de prêts à taux faibles, la *troïka* composée de la BCE, la Commission européenne et le FMI a contraint les États à mettre en œuvre des politiques d'ajustement reposant sur des réformes néolibérales et une cure drastique d'austérité budgétaire⁷. **Ce cercle vicieux de l'austérité pousse l'idéologie néolibérale jusqu'à l'absurde, puisque la compression des dépenses publiques et les politiques d'austérité tuent la base économique sur laquelle doivent se fonder les remboursements futurs.** Le processus grec a été le laboratoire de l'obligation de suivre un régime austéritaire drastique, avec des conséquences économiques et sociales calamiteuses (cf. partie C ci-après).

Dans un contexte social explosif, l'aberration économique n'était plus tenable politiquement et économiquement. Certaines contraintes ont ainsi dû être allégées, notamment du côté de la BCE. Face à une crise qui s'aggravait de jour en jour, avec des attaques spéculatives qui visaient de plus en plus le cœur de la zone euro, la BCE a progressivement été forcée d'intervenir sur les marchés de dette publique en rachetant auprès des banques les titres de dette des États les plus attaqués par les marchés. Cette politique d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing* – QE) vise à faire baisser les taux d'intérêt de ces titres *via* des achats massifs, et ainsi peser sur les taux auxquels les acteurs économiques autres que les États empruntent pour stimuler le crédit. Le premier programme de rachat des dettes souveraines des États les plus touchés (*Securities Market Programme* – SMP) a temporairement permis d'éviter l'explosion de la zone euro, néanmoins ses montants étaient limités (210 milliards d'euros sur la période 2010-2012). C'est pourquoi à l'été 2012, le président de la BCE annonça que la BCE était prête à lancer un programme de rachat illimité de dettes publiques (*Outright Monetary Transactions* – OMT) afin d'empêcher l'explosion de la zone euro : c'est le fameux « *Whatever it Takes* » de Mario Draghi⁸. La BCE n'a *in fine* pas eu besoin d'activer ce programme, sa seule annonce ayant fait retomber les pressions spéculatives à des niveaux ne menaçant plus la survie de la zone euro. La zone euro a ainsi entraperçu le pouvoir d'une banque centrale face aux spéculateurs.

7. Mark Blyth, *Austerity - The History of a Dangerous Idea*, Oxford, Oxford University Press, 2013.

8. « Dans les limites de notre mandat, la BCE est prête à faire quoi qu'il en coûte pour préserver l'euro » (*Within our Mandate, the ECB is Ready to Do Whatever it Takes to Preserve the Euro. And Believe me, it Will be Enough*).

PRODUIT INTÉRIEUR BRUT EN VOLUME, BASE 100 EN 2008



Source : OCDE

Ce changement discursif au niveau de la politique monétaire a certes évité l'explosion désordonnée de la zone euro, mais **l'absence de mesures, tant monétaires que budgétaires, plus substantielles explique pourquoi la zone euro n'a pas connu une reprise aussi dynamique que d'autres économies comparables comme les États-Unis ou le Royaume-Uni** (voir graphique). La seconde récession, celle de la crise de la zone euro, a été auto-infligée, du fait d'une politique budgétaire austéritaire alors même que la zone euro ne bénéficiait pas d'un soutien monétaire conséquent. À cause de la pression des pays du Nord, la BCE a tardé à mettre en œuvre les politiques de *Quantitative Easing* (comparativement par exemple aux banques centrales anglaise ou étasunienne dont le QE avait commencé en novembre 2008, avec des montants en phase avec l'ampleur de la crise économique). Des doutes sur sa validité juridique dans le cadre institutionnel coexistaient également. En effet, pour les tenants de l'orthodoxie économique, ce type de politique monétaire s'apparente à un financement monétaire des États et viole donc les Traités européens. Cependant, les mesures de contraction de la dépense publique ont non seulement eu des effets récessifs, mais également déflationnistes, forçant ainsi les « faucons » du Conseil des gouverneurs à approuver des mesures non conventionnelles durables et de grande ampleur. Après de longs mois de tergiversations, **la BCE a finalement lancé en mars 2015 un programme de *Quantitative Easing* substantiel avec comme principale composante le rachat des titres de dette publique des États membres de la zone euro sur le marché secondaire**, à l'exception de la Grèce et de Chypre à la dette publique mal notée par les agences de notation. La BCE a ainsi reconnu dans les faits que pour respecter son mandat en éloignant les risques de déflation causés par l'austérité, il lui était indispensable de soutenir l'activité économique et de préserver l'unité de la zone euro. De mars 2015 à décembre 2018, la BCE a racheté pour plus de 2 100 milliards d'euros de dette publique des États membres de la zone euro, avec pour conséquence une baisse des taux d'intérêts sur la dette souveraine.

C - POUR NE JAMAIS OUBLIER LE TRAUMA GREC

L'expérience de la Grèce lors de la crise des dettes souveraines européennes a mis en lumière le peu d'espoir que la société peut placer dans les institutions européennes vis-à-vis du pouvoir politique et démocratique. C'est vrai notamment pour l'Eurogroupe, institution qui a pris une place centrale pendant la crise des dettes souveraines et où le rapport de forces prime sur l'intérêt général européen. C'est vrai aussi également des institutions indépendantes comme la Banque centrale européenne. Cet épisode douloureux, présenté comme un sauvetage, a été un « révélateur »⁹ de la capacité de créanciers officiels à prendre le relais des marchés de capitaux dans l'incarnation de la discipline sur les finances publiques, comme de l'humiliation de toute forme d'opposition politique et sociale aux choix austéritaires. Dans la droite ligne de ce que le « Consensus de Washington » imposait aux États en développement surendettés faisant appel à son assistance financière, le « Consensus de Bruxelles », *via* son bras armé de la *troïka*, a imposé des plans drastiques d'ajustement structurel et la privatisation à marche forcée de l'économie nationale. À la spéculation financière privée – source de la flambée des taux d'intérêt et du coût de financement stratosphérique de la Grèce – a succédé la réaction européenne. Les investisseurs privés ont alors refusé les titres grecs après avoir profité des juteuses primes de risques que l'État offrait. **Après avoir fourni un filet de sécurité aux investisseurs, les créanciers européens ont voulu faire de la Grèce un exemple.** Les institutions européennes ont montré qu'en situation de crise elles faisaient passer le remboursement des créanciers privés avant l'intérêt des populations. Les bien mal nommés « plans d'aide » à la Grèce ont au final surtout bénéficié au secteur bancaire, d'une part *via* des recapitalisations sur fonds publics, d'autre part en permettant au secteur privé de se désengager de la dette grecque en échange d'une perte significative, mais pas dramatique.

Les dettes devaient être repayées au prix fort : celui de la souffrance des populations et de la soumission du politique à la finance. La dette plutôt que les prestations sociales et les services publics. Il fallait aussi céder les actifs stratégiques de l'État comme les ports, les aéroports voire les plages. L'élection de *Syriza* avec le programme de Thessalonique a créé une onde de choc politique, parce que la gauche alors au pouvoir avait été portée par un élan de remise en cause radicale des *memorandums* et des conditionnalités imposées par les créanciers publics. **C'est à partir de ce moment précis que l'Eurogroupe, le Conseil et la BCE, par son conduit de refinancement des banques grecques, ont étranglé financièrement et économiquement le pays.**

Aujourd'hui, la leçon collective doit être retenue. Puisque les institutions européennes et les acteurs financiers, main dans la main, ont voulu en faire un exemple, il s'agit de le prendre comme tel. Les expérimentations politico-financières grandeur nature ne sauraient faire l'objet d'une amnésie. **Aucune alternative conséquente ne saurait s'en remettre à la soi-disant « solidarité européenne » incarnée par l'Eurogroupe ou la BCE ou « pactiser » avec celle-ci.** Cela revient à lui octroyer *de facto* le pouvoir discrétionnaire supplémentaire de fixer les conditionnalités. La réplique suppose donc de s'attaquer à la gouvernance institutionnelle de la zone euro, à commencer par une réforme en profondeur des mécanismes de décision ainsi qu'aux fondements du mandat, au statut d'indépendance et à l'assise « experte », encore trop peu discutée, de la légitimité de l'institution qu'est la BCE. **Aucun sacrifice ne doit être fait pour la monnaie unique.** Car les savoirs et les instruments de cette technocratie financiarisée sont sociologiquement orientés et son agenda structurel politiquement biaisé : un filet de sécurité pour les profits de la finance privée¹⁰. Si dans la conjoncture actuelle ce dernier paraît mis en sommeil, rien ne garantit la persistance, à rapports de forces institutionnels et politiques inchangés, de la politique d'assouplissement du crédit pour les États (*Quantitative Easing* et PEPP) et de la suspension du Pacte de stabilité et de croissance. La décision collective et la démocratie doivent prendre le contrôle de cette institution et la ré-encadrer, diminuant *de facto* son pouvoir de nuisance. Face à ce cadre corseté, où s'enchevêtrent les technocraties publiques et les intérêts des financiers privés, il faut verser au débat la nature problématique de ces structures hybrides (publiques et privées) qui ont pour priorité la protection du capital financier et veillent à faire barrage à tout projet émancipateur écologique et social qu'ils assimilent à un « risque politique » bien réel, celui de la subversion citoyenne.

9. Yanis Varoufakis, Serge Halimi, Renaud Lambert, Costas Lapavistas, Pierre Rimbert, *Europe : le révélateur grec*, Paris, *Le Monde diplomatique*/Les liens qui libèrent, 2015.

10. Clément Fontan, « Frankfurt's Double Standard: The Politics of the European Central Bank during the Eurozone Crisis », *Cambridge Review of International Affairs*, vol. 31, n° 2, p. 162-182, 2018.

Annuler la dette des pays pauvres

Les conséquences de la pandémie plongent les pays à faible ou moyen revenu dans des territoires d'insolvabilité inconnus jusqu'alors. Dans le même temps, des dizaines de millions de personnes basculent dans l'extrême pauvreté, près de 30 millions de personnes rien que pour l'Afrique subsaharienne. Les dépenses d'urgence, ajoutées à l'effondrement des activités économiques, ont creusé les déficits et explosé les compteurs de la dette. Les États fragiles sont confrontés à des coûts sanitaires exorbitants, à l'effondrement de leurs recettes fiscales et d'exportation, conséquences de la récession mondiale, ainsi que de la fuite des capitaux et du gel des marchés de la dette. Leurs gouvernements se retrouvent dans l'incapacité de refinancer les dettes arrivant à échéance. Les retraits de capitaux non-résidents dans les pays émergents à la fin février 2020 ont été estimés par l'Institute of International Finance à près de 100 milliards de dollars sur une période de 45 jours. À titre de comparaison, ces sorties de capitaux étaient inférieures à 20 milliards de dollars dans les trois mois qui ont suivi la crise financière de 2008¹.

Au début de la pandémie, le G20 s'est contenté d'approuver le principe de la suspension du service de la dette des soixante-seize pays les plus pauvres – un report et non une annulation. Cet allègement serait concédé au cas par cas, excluant de fait tout mécanisme structurel, et ne concernerait que la dette dite « officielle » (contractée d'État à État ou auprès d'organismes multilatéraux), sans inclure les dettes détenues par le secteur privé. Depuis, l'idée d'un mécanisme de coordination a fait son chemin parmi les créanciers gouvernementaux, mais jusqu'à ce jour le dispositif envisagé n'intègre pas les créanciers privés, les laissant à l'abri d'une participation contraignante aux sacrifices². **Cela revient à abandonner ces pays les plus pauvres face aux menaces spéculatives des marchés financiers.**

De nombreux avocats spécialisés sur la dette souveraine plaident pour la mobilisation du principe de droit international « d'état de nécessité », ou « d'état d'urgence », afin de suspendre le paiement de leurs dettes ou d'introduire un moratoire³. Mais ces aménagements veulent avant tout préserver le marché de la dette, voire le renforcer par l'amélioration des contrats, en incorporant en leur sein des clauses matérialisant la prise en charge d'une nouvelle source d'incertitude devenue gérable : la pandémie et son effet systémique. Certains pays ne sont pas en capacité d'emprunter dans leur propre monnaie, ni conformément à leur droit domestique (voir Épisode I, partie E, La souveraineté monétaire est déterminante). Dès lors, les restructurations de dette et les annulations dont ces pays auraient besoin dépendent des institutions multilatérales réunissant les pays riches « prêteurs », des institutions tels que le club de créanciers étatiques de Paris, le FMI, la Banque mondiale, et le G20. L'histoire récente montre ainsi la domination structurelle de ces pays riches et créanciers qui ont imposé des restructurations au coup par coup, de façon ad hoc, voire discrétionnaire, en refusant des règles systématiques et structurelles qui pourraient rééquilibrer ces rapports de forces.

1. Anna Gelpern, Sean Hagan, Adnan Mazarei, « Debt Standstills Can Help Vulnerable Governments Manage the COVID-19 Crisis », *Realtime Economic Issues*, 7 avril 2020.

2. Nancy Lee, « Restructuring Sovereign Debt to Private Creditors in Poor Countries: What's Broken? », Center for Global Development, 5 août 2020.

3. Matthias Goldmann, « Necessity and Feasibility of a Standstill Rule for Sovereign Debt Workouts », Paper for the First Session of the Debt Workout Mechanism Working Group, 23 janvier 2020.

Ces asymétries structurelles ont été étudiées et dénoncées tôt par Raul Prebisch qui en voyait la racine dans les déséquilibres commerciaux : ces pays sont exclusivement exportateurs de matières premières et dès lors trop largement importateurs de biens finis, ce qui les contraint à chercher des financements extérieurs pour compenser le déficit de leur balance commerciale. Les finances domestiques et extérieures de ces pays sont ainsi rythmées par un stop and go subi, fait d'annulations partielles, de rééchelonnement des créances, et de plans d'assistance financière conditionnés à des réformes néolibérales d'ajustement structurel qui les maintiennent dans une dépendance structurelle et un état d'assèchement financier permanent. Pourtant souhaitable pour libérer ces pays des contraintes les plus urgentes, ce mécanisme d'annulation fonctionne comme un pansement posé sur les souffrances générées par le capitalisme financiarisé et naturalise la domination de l'épargnant des pays riches. Celui-ci est placé en position de lâcher du lest de temps à autre en restant immunisé vis-à-vis de toute offense politique par ailleurs. **Dans les pays du Sud également, la dette est l'histoire d'un rapport social, économique et politique.**

D - DE LA SUSPENSION DES CRITÈRES DE MAASTRICHT

Avec la pandémie de la COVID-19, le cadre institutionnel budgétaire ultra-restrictif de l'euro a été mis de côté rapidement. La crise en cours est inédite dans sa forme et dans son ampleur et ses effets ne peuvent être atténués que par une action forte de la puissance publique. Si l'on compte les deniers publics immédiatement mobilisés, le soutien budgétaire va de 4 points de PIB en Italie ou en Espagne à plus de 8 points en Allemagne, mais ce chiffre ne tient pas compte des importants reports des créances fiscales et sociales ni des prêts garantis par les États aux entreprises en difficulté.

Ainsi, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a été suspendu rapidement. Même les libéraux ont dû en convenir : il fallait agir « *quoi qu'il en coûte* » selon Emmanuel Macron et libérer la politique budgétaire des entraves auto-infligées avec le PSC. *De facto* l'ampleur de l'impact récessif des mesures sanitaires combiné avec l'accroissement extraordinaire des dépenses publiques a fait augmenter considérablement le ratio de dette publique sur PIB, ainsi que le montant du déficit public annuel. **La crise COVID démontre de façon flagrante l'obsolescence et l'archaïsme des critères de Maastricht**, lesquels avaient été renforcés lors de la crise de l'euro par le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) ainsi que le *Six Pack* et le *Two Pack*. En premier lieu, est démontrée l'absurdité de la limitation du stock de dettes à 60 % du PIB. Ce critère constituait le principal instrument de pression austéritaire avec le mantra du « retour à un niveau de dette soutenable ». Ces contraintes sont tellement strictes et déconnectées de la situation économique des États membres que plus grand monde ne pense qu'elles seront directement applicables dans le « *monde d'après* ». Les différents appels à réformer les règles budgétaires européennes doivent être placés dans ce contexte¹¹.

11. Voir notamment Zsolt Darvas, Philippe Martin, Xavier Ragot, « Réformer les règles budgétaires européennes : simplification, stabilisation et soutenabilité », *Note du CAE*, n° 47, 2018.

Les deux pays européens initialement les plus touchés par la pandémie étaient l'Italie et l'Espagne, soit deux économies encore fragilisées par les cures d'austérité de la crise dite des dettes souveraines. Dès le mois de mars 2020, les taux d'intérêt sur les dettes italienne et espagnole ont notablement augmenté, faisant poindre le spectre d'une réédition de la crise précédente avec une augmentation des taux, des déficits accrus, une dégradation de la note souveraine, une dévalorisation des bilans bancaires entraînant une recapitalisation par l'État puis un nouveau creusement du déficit, et une nouvelle hausse des taux.

Les premières déclarations de Christine Lagarde ont affirmé que la BCE n'était pas là pour « fermer les *spreads* », c'est-à-dire empêcher que les écarts entre les taux d'intérêts des différents pays de la zone euro n'augmentent). La BCE a ainsi musclé ses interventions, notamment sur les marchés de dette souveraine. **Les banques centrales de l'Eurosystème ont acquis près de 60 % des nouvelles émissions de dette souveraine réalisées entre mars et août 2020¹², devenant ainsi un acteur prédominant.** À partir de mars 2020, la BCE est intervenue massivement sur les marchés des dettes publiques. Le QE « traditionnel » de la BCE (*Public Sector Purchase Programme* – PSPP) s'est vu attribuer une enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros (dont 80 % serait consacré à des rachats de dette souveraine) au titre de 2020 en plus des 20 milliards de rachats mensuels. Et la BCE a lancé un programme exceptionnel de rachats de titres financiers, le temps de la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase programme* – PEPP), qui a été doté initialement d'une enveloppe de 750 milliards d'euros, puis a été rallongé de 600 milliards en juin 2020 et de 500 milliards en décembre, et est censé durer jusqu'en mars 2022. De plus, dans le cadre du PEPP, la BCE a levé des contraintes qu'elle s'était jusque-là imposées dans ses rachats de dette publique (pour que juridiquement ses rachats ne soient pas considérés comme une violation de l'interdiction du financement monétaire des États). Cette flexibilité concerne la règle d'achats par pays selon la clé en capital, la limite de détention de 33 % du stock de dettes d'un État, et les critères de notation des dettes publiques (ce qui permet d'enfin inclure la dette de la Grèce dans ces rachats).

La BCE aura donc racheté pour 1 850 milliards d'euros de titres financiers dans le cadre du PEPP et pour 620 milliards d'euros dans le cadre du PSPP, soit un total de plus de 2 400 milliards d'euros d'achats (dont 80 à 90 % de dette publique). **Ces rachats massifs de dette souveraine visent officiellement à stimuler l'activité économique dans le but d'alimenter l'inflation pour qu'elle remonte à 2 %** ; mais en sus de cette fonction de soutien macroéconomique, ils ont aussi une mission implicite (plus ou moins assumée par la BCE) de stabilisation financière, car ce mécanisme vise explicitement à limiter les *spreads* qui émergent entre les taux d'emprunt des différents pays de l'union monétaire.

“ La crise COVID démontre de façon flagrante l'obsolescence et l'archaïsme des critères de Maastricht. ”

12. Olivier Sirello, « Qui a acheté les dettes en zone euro depuis le début de la crise sanitaire ? », *Bloc-notes-Eco*, n° 188, 2020.

Enfin, le dernier développement à souligner pour montrer que certains tabous sont tombés avec la crise sanitaire vient du plan de relance *EU Next Generation* décidé au niveau de l'UE au cours de l'été 2020. Ce plan sera financé par un endettement européen (la Commission va emprunter sur les marchés en émettant des titres), impliquant une mutualisation du risque entre pays et la création d'un actif financier européen commun, soit deux tabous majeurs pour les dirigeants néolibéraux et les économistes orthodoxes. De plus, ce plan combine des prêts aux États de l'UE avec des transferts budgétaires visant à orienter les ressources en priorité vers les pays ayant le plus souffert de la crise, c'est-à-dire à opérer une redistribution budgétaire entre pays. **L'existence de ce plan fournit donc un levier politique pour affirmer que l'austérité en sortie de pandémie sera mortifère, et marque une prise de distance vis-à-vis du cadre institutionnel originel de la zone euro.** Cependant, ce plan de relance présente des failles importantes : son montant total n'est absolument pas à la hauteur des enjeux (750 milliards dont 390 de subventions là où il faudrait entre 1 500 et 2 000 milliards d'euros), son décaissement risque d'être plus lent que nécessaire (particulièrement pour les économies du Sud) et les néolibéraux arguent que ce programme est exceptionnel et temporaire, tout en ayant également obtenu que les États membres doivent soumettre leurs projets à la Commission pour examen avant de recevoir les fonds (donc une forme de conditionnalité sur les politiques économiques des États).

Le cadre institutionnel de la zone euro a évolué au cours des trois crises existentielles de son histoire : la Grande Récession, la crise de la zone euro et la crise de la COVID-19. Il ne faut pas le nier. Toutefois, il faut se demander si ce tournant est temporaire ou s'il a vocation à perdurer sur le long terme, sachant que les mécanismes institutionnels de la gouvernance de la zone euro n'ont pas fondamentalement changé. **Même dans cette pratique moins orthodoxe, les Traités européens restent avant tout des instruments politiques de discipline des politiques budgétaires, fiscales et surtout sociales des États.** Tout le poids des règles européennes a été imposé au gouvernement grec de *Syriza* tandis que les gouvernements conservateurs espagnol et portugais ont vu leurs amendes exigibles au titre du Pacte de stabilité et de croissance annulées par le Conseil, malgré des dérapages flagrants. De même, les pays qui voulaient échapper à l'austérité aveugle et inutile se sont vus écartés des mécanismes traditionnels de refinancement de la BCE (jusqu'à la crise COVID, la dette grecque était exclue des rachats d'actifs de la BCE, car « mal notée » par les agences de notation). Le poids des règles européennes diffère en fonction du projet politique qui est défendu. La BCE n'a plus utilisé ses instruments de politique monétaire à des fins de coercition des États depuis la crise grecque de 2015, cependant elle a conservé intacts ses pouvoirs discrétionnaires et pourrait les réactiver. Si aujourd'hui le cadre institutionnel ultra-orthodoxe est mis de côté, ceci semble avant tout une pause plutôt qu'un changement radical de logiciel. **Demain, un gouvernement qui vise à mettre en avant la redistribution des richesses et la bifurcation écologique risque de se trouver seul face aux attaques spéculatives s'il ne met pas rapidement en place des mesures systémiques fortes** (voir Épisode III, Encadré 1, [Un scénario d'attaque hostile des marchés financiers](#)).

CONCLUSION PARTIELLE : LE PIÈGE DU CANTONNEMENT

UN CONTRE-FEU CONSERVATEUR DANS LE CONTEXTE EXTRAORDINAIRE DE LA PANDÉMIE

Un investissement, massif et planifié, et une relance budgétaire, nationale, voire coordonnée au niveau européen, profiteraient pleinement des taux d'intérêt faibles. Pourtant le gouvernement français a choisi d'allumer des contre-feux disciplinaires au plus tôt. Les « gardiens du temple »¹³ veulent refermer l'espace des possibles ouvert par la pandémie et rendu nécessaire par l'ampleur inédite du choc économique qui s'ensuit. **La proposition de cantonnement de la dette due à la pandémie est au centre de la stratégie des pouvoirs publics¹⁴ de retour au chantage à la dette.** Il vise à préparer de futures mesures d'ajustement par le bas de la dépense publique et des droits sociaux.

Le cantonnement consiste à transférer un montant de la dette de la sécurité sociale et de l'État vers une caisse d'amortissement ou un véhicule spécial. Celle-ci émet alors une nouvelle dette, amortissable, et perçoit une ressource propre pour rembourser les échéances. Autrement dit, la caisse a pour mission d'assurer le remboursement progressif de la dette qui lui est transférée. La logique politique de ce cantonnement consiste ainsi à sortir du mode de gestion ordinaire de la dette qui passe usuellement *via* les émissions d'obligations par l'Agence France Trésor. **Il ne s'agit pas de l'effacer, mais au contraire de la rendre visible et d'afficher publiquement une volonté de la rembourser conformément à une stratégie définie.** Cantonner est une opération à la fois technique et morale par son objectif d'affichage et le symbole qu'elle représente. Révélateur politique, la stratégie du cantonnement cherche à préparer des choix de société et structure l'avenir des finances publiques.

Ainsi isolée, la fraction de la dette liée à la pandémie peut ainsi être présentée comme étant d'ordre exclusivement conjoncturel et donc subie plutôt que voulue. Le cantonnement est une tentative de préserver le réalisme d'une politique du chiffre : hors-COVID, la dette avoisinerait à nouveau le seuil psychologique des 100 % du PIB ce qui maintiendrait l'illusion que tout est sous contrôle et qu'après la crise sanitaire, la dette pourra décroître conformément au modèle austéritaire classique.

Ce séparatisme des dettes annonce aussi le traitement qui sera réservé à la dette « hors COVID » : le rabot budgétaire à petit feu. Car charcuter de la dette n'a rien de nouveau. Ce fut le cas lors de la crise financière de 2008, où la dette dite brute fût différenciée de la dette dite nette, puisque l'État, en même temps qu'il s'était endetté pour sauver le système financier, avait augmenté son actif en prêtant de l'argent aux banques pour renflouer leur bilan dégradé. Découper la dette alimente aussi un discours médiatique faisant la distinction entre « bonne » dette, servant l'investissement, et « mauvaise » dette, liée à un excès de protection sociale ou d'une offre excessive de services publics. Cette dernière nécessiterait-elle une restructuration silencieuse *via* un plan d'économies budgétaires ? Pour rappel, les salaires des fonctionnaires sont enregistrés comme des dépenses de fonctionnement (*a priori* mauvaises) et non d'investissement (*a priori* bons).

“ Le cantonnement de la dette COVID proposé par le gouvernement français allume des contre-feux disciplinaires et prépare le terrain à des coupes dans les dépenses publiques et les droits sociaux. ”

13. Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne, Oriane Wegner, « Dette publique : qui gardera les gardiens ? » note de l'Institut Rousseau, 26 novembre 2020.

14. « Bercy veut cantonner la "dette COVID" pour la rembourser d'ici à 2042 », *Les Échos*, le 30 juin 2020.

LE MASOCHISME DE LA PUNITION COLLECTIVE

La logique politique du cantonnement n'est autre que la figure renversée de la proposition d'effacer la dette COVID qui défend d'annuler une partie du stock détenu par la BCE afin de « rassurer » les investisseurs et de ré-émettre de la dette « verte » (voir Épisode III, Partie A, [Éviter le piège de l'austérité à court terme](#)). Dans les deux cas, il y a une croyance en la gouvernance par les nombres de la dette et la gestion ciblée sur le niveau de la dette. Destiné à l'amortir, cantonner vise à étaler dans le temps le remboursement de la dette, en dédiant à une caisse une ressource spécifique. Comme pour le « trou de la sécu », il s'agit de rendre cette somme visible à des fins supposées pédagogiques, mais en réalité, il s'agit de neutraliser les exigences de dépenses nouvelles. **Dédier une ressource fiscale propre, sans lancer de débat sur le caractère juste ou injuste de certains prélèvements, évacuerait tout audit social des conséquences de la pandémie.** Cette logique refuse de tenir compte des inégalités entre d'une part, les gagnants que sont ménages dont l'épargne augmenté, la grande distribution et les entreprises du commerce en ligne, et, d'autre part, les ménages perdants qui ont perdu du revenu voire se sont endettés. Pas question de prendre en compte les inégalités entre les gagnants (les ménages dont l'épargne a augmenté, la grande distribution et les entreprises du commerce en ligne) et les perdants (ménages et entreprises qui ont perdu du revenu ou du chiffre d'affaires, voire se sont endettés) de la crise sanitaire. À l'heure des étudiants dans les files de l'aide alimentaire et de la généralisation de la précarité, le cantonnement est une stratégie qui poursuit comme seul objectif de prouver à la communauté financière que le gouvernement se lie les mains sur la « dette COVID ». Le dispositif s'adresse en priorité aux citoyens : toute sortie de la dépendance aux circuits de financement disciplinaires et ses fondamentaux, *via* des institutions démocratiques d'allocation du crédit, est exclue. Les dettes seront honorées selon la méthode classique de l'austérité : des économies sur les dépenses publiques essentielles et des ressources obtenues par une taxation injuste, frappant la consommation des plus pauvres et épargnant les plus riches.

Alors que les taux d'intérêt sont actuellement indolores, et que la dette est roulée indéfiniment, l'émission de nouvelles dettes refinançant les anciennes, sortir une partie de la dette de son mode d'émission ordinaire peu coûteux, s'apparente à du masochisme institutionnel. Cette proposition s'assimile à une punition que la société devrait s'infliger à elle-même en se soumettant volontairement à la discipline budgétaire. Loin de se réduire à du cosmétique, le cantonnement rejoue l'ordre politique. Il s'agit de maintenir une société organisée autour d'une priorité : la « conservation des factures » et la conservation de l'ordre financier.

SORTIR DU GOUVERNEMENT DE LA DETTE

Malgré un cadre actuellement modifié, dans un contexte de menace des marchés financiers, les institutions de l'UE ne protègent pas les peuples. Au contraire, la mécanique institutionnelle des programmes d'ajustement fait payer le prix fort aux populations comme l'a montré le cas grec et comme le présagent les appels au cantonnement ou à la gestion austéritaire du rapport de la commission Arthuis sur l'avenir des finances publiques (mars 2021). En outre, la BCE conserve un énorme pouvoir discrétionnaire dans le maniement de ses instruments pouvant *in fine* couper l'accès des banques en difficultés à la liquidité d'urgence de l'Eurosystème. Ainsi, la priorité est de lutter avec force contre le discours catastrophiste sur la « faillite de l'État français » et ainsi sortir du « gouvernement de la dette » qui vise à encadrer les choix démocratiques.

Pour faire face à l'ampleur des crises climatiques, sociales et économiques, il sera nécessaire de lancer des investissements publics massifs qui doivent être planifiés et financés, ce qui implique justement de s'endetter pour investir. Il serait irresponsable de lier la préparation de notre futur aux jugements orientés par la quête du profit maximal à très court terme des marchés financiers. Pour que l'État puisse se concentrer sur la préparation du moyen et du long terme, il faut rendre impossible une crise de la dette. C'est l'enjeu des propositions que contient l'épisode III.



L'épisode III présente différents niveaux de propositions pour mettre au gouvernement par la dette. Les mesures mobilisables à court terme dans le cadre actuel assoupli sont suivis de solutions systémiques qui s'appuient sur l'expérience historique du circuit du Trésor.