

Que faire de la dette dans un monde post-pandémie?

Compte-rendu rédigé par François Citton

La crise du Covid-19 marque-t-elle un changement durable de paradigme concernant la dette publique ?

Nous en parlons lors d'un Mardi du Grand Continent modéré par **Elena Maximin** qui part d'un article de Barry Eichengreen publié sur le *Grand Continent*, "[Que faire de la dette publique dans un monde post-pandémique ?](#)", avec **Laurence Boone**, cheffe économiste de l'OCDE ; **Benjamin Lemoine**, chargé de recherche au CNRS, auteur de *La démocratie disciplinée par la dette*, et **Éric Monnet**, Professeur à Paris School of Economics, directeur d'études à l'EHESS, auteur *La Banque providence* (Seuil, novembre 2021).

Laurence Boone commence par rappeler les conclusions du livre de Bary Eichengreen : il faudra, à un moment ou à un autre, stabiliser la dette publique. Cependant, il convient de noter que la question de la dette n'est pas qu'économique : si les approches ont pu varier, les Européens préférant garder les personnes en emploi et les Américains instaurant des mesures ad hoc pour garantir le revenu des ménages au chômage, tous les pays ont lancé des programmes de soutien budgétaire, et massivement. Ces mesures ont eu des conséquences sur le niveau d'emploi, le revenu des ménages, mais aussi, à plus long terme, sur la consommation et l'inflation. Elles ont réussi à stabiliser les revenus, à faire revenir l'économie à son niveau d'avant-crise et à résorber le chômage. Elles ont cependant eu un coût : de nombreux États ont vu leur dette publique augmenter, à partir d'un niveau de base plus ou moins élevé - globalement 100% du PIB, plus pour la France ou le Japon -.

Cette hausse de la dette a fait consensus, cependant, tant la demande d'action publique était forte, mais désormais se pose la question de sa soutenabilité, alors qu'il y a probablement autant de visions de la dette que de pays endettés. Une première chose que l'on peut signaler est qu'il n'y a pas de niveau optimal de dette publique dans une économie, tout comme il n'y a pas de niveau optimal de crédit. Le Japon, avec une dette égale à 250% de son PIB, finance son déficit sans problèmes ; l'Espagne a connu une crise économique importante avec une dette publique inférieure à 70% de son PIB. Il ne faut pas regarder uniquement la dette de l'État, mais tenir compte plus largement de la dette publique, de la dette privée, du commerce extérieur et de la situation des banques, l'État jouant pour elles le rôle de prêteur en dernier ressort.

La question de la soutenabilité de la dette a donc un sens politique autant qu'économique. C'est une question d'allocation des ressources : où vont les dépenses d'un pays ? Comment la richesse est-elle redistribuée ? La capacité de financement d'un État, enfin, ne va pas de soi, mais dépend de trois leviers : le levier fiscal, c'est-à-dire le consentement à l'impôt, le levier financier, c'est-à-dire la capacité à convaincre les marchés financiers, et enfin le levier politique, qui englobe les autres, et qui est défini par l'acceptabilité politique des dépenses jugées nécessaires par les citoyens. Les marchés financiers s'appuient sur cet élément politique et sur l'adhésion des citoyens aux mesures politiques mises en œuvre avant de prêter à des États. Cette adhésion pose nécessairement la question de l'équilibre des pouvoirs et de l'efficacité de l'administration : capacité administrative, d'une part : comment dépenser cet argent, a-t-on les ressources humaines nécessaires pour mener à bien ces investissements ; capacité politique d'autre part : quel est l'engagement des citoyens ? Il est évidemment moindre dans une société fragmentée.

Ainsi, aux États-Unis, l'ambitieux plan de relance voulu par Joe Biden comportait un programme d'investissement ainsi que des transferts de richesses. Pour des raisons de fragmentation politique, la partie relative aux transferts a été mieux acceptée que celle relatives aux investissements futurs. La force des institutions d'un pays dépend ainsi de la capacité des citoyens à comprendre le débat politique et budgétaire, les questions d'équité inter- et intra-générationnelles, les notions de court et de long terme..., et tout débat ne permettant pas de comprendre ces sujets sera incomplet. Cela nuira nécessairement à la soutenabilité budgétaire.

Laurence Boone prend les exemples de la Nouvelle-Zélande et des Pays-Bas. En Nouvelle-Zélande, le trésor est entièrement indépendant du pouvoir politique et aux Pays-Bas, un bureau central indépendant peut évaluer le programme économique de chaque candidat sur le court et sur le long terme. Cela permet au débat démocratique de se saisir du débat budgétaire. À cet égard, la multiplication des règles relatives aux dettes publiques depuis les années 1990 - en même temps que l'augmentation des dettes publiques - reflète autant les particularités nationales que des impératifs économiques. Il est très important d'avoir cela en tête, nous dit **Laurence Boone**, qui conclut son intervention liminaire en conseillant de visiter le site [Fipeco](#).

Comment intégrer cette dimension démocratique à la dette publique ? C'est **Benjamin Lemoine** qui répond à cette question, en commençant par souligner qu'il va parler des institutions de la monnaie et de la dette, pour montrer comment celles-ci sont ancrées dans la société, en représentent certaines fractions et en trahissent d'autres, et agissent sur la société. Pour lui, il n'y aura pas de changement

de paradigme concernant la dette publique : au mieux, le paradigme dominant a été suspendu provisoirement. Il n'y a pas eu de signal indiquant un changement radical concernant la dette. Le quantitative easing, les politiques monétaires non conventionnelles, ne sont que des reproductions, certes actualisées, des présupposés de l'ordre de la dette. Le FMI, dès avril 2020, avertissait les gouvernements que, s'il avaient le droit de lancer des politiques de "quoi qu'il en coûte", il fallait aussi qu'ils gardent les factures...

Une autre thèse, plus optimiste, diagnostiquerait une révolution profonde et silencieuse de la manière dont la puissance publique intervient : durant la pandémie, les institutions, notamment européennes, sorte de "pouvoir technocratique keynésien", auraient fait leur mue, auraient changé la place de l'État. Cette ambiguïté de leurs positions, ambiguïté "stratégique" parce qu'elle leur bénéficie, permettrait une forme d'optimisme exprimant une ouverture politique vers ces instruments économiques non conventionnels. La force de frappe du quantitative easing neutraliserait les marchés financiers ou la dette privée.

La thèse de **Benjamin Lemoine** est plus pessimiste : pour lui, cette ouverture a été ratée. Plus précisément, les institutions ont œuvré pour que cette opportunité soit ratée. Elles ont œuvré à maintenir des politiques confirmant que les investisseurs privés sont la puissance légitime pour dire la valeur des choses et décider de là où doivent aller les flux d'argent dans la société. La question est alors de déterminer la force de ces institutions et leur degré d'autonomie. Une première perspective optimiste les voit comme devant rester dans l'ombre pour utiliser cette ambiguïté stratégique à leur avantage et faire avancer un agenda progressiste. Pour Benjamin Lemoine, au contraire, les institutions ont une autonomie relative et sont marquées par la financiarisation et ses croyances, elles agissent au nom de la stabilité financière mais avec pour but de créer un filet de sécurité pour la finance privée et non en raison d'une idéologie redistributive. Tout est fait pour que les actions répondant aux besoins publics ne soient pas assumées comme telles : la dette est rachetée au nom de la stabilité des prix. La sociologie peut suivre ces rapports de force entre institutions et public et examiner les luttes à l'œuvre dans la justification de ces programmes économiques.

Pour **Benjamin Lemoine**, donc, il semble que la suspension de l'ordre de la dette n'a été que provisoire, et est marquée par le fait qu'il n'a jamais été question d'un financement direct des États par le marché primaire, mais uniquement par le marché secondaire, prolongeant la capacité des marchés financiers à juger si les États méritent un financement ou non. Une dette sans risque, dès lors, est une dette sans risque politique. Elle n'est attribuée qu'à des conditions précises : absence de risque

politique, réformes structurelles. Il n'y a pas eu de révolution paradigmatique concernant ces fondamentaux.

À **Éric Monnet** de répondre à la question de savoir s'il y a eu une rupture de paradigme et une ouverture politique des institutions en faveur de plus de dette publique. Il se concentre sur un argument important : le lien entre le niveau de dette publique et la capacité budgétaire d'un État à réaliser des investissements, notamment écologiques. Un argument - mauvais selon lui - qui revient souvent consiste à lier les deux : si un État a plus de dette publique, alors il a moins de marge de manœuvre pour investir dans le long terme, et, en gros, sauver la planète. Pour des économistes comme Larry Summer, il faut profiter des taux bas actuels pour s'endetter massivement et investir à long terme. Si cet argument est théoriquement juste, il passe sous silence le fait que que l'investissement dans des infrastructures n'est souvent pas comptabilisé comme un investissement public, de sorte que leur financement n'est pas assuré par de la dette publique. Il n'y a ainsi pas de contradiction entre forte capacité d'investissement et niveau de dette publique élevé.

La défense d'une telle corrélation est associée à une vieille tradition planificatrice française, mise en avant dans le dernier rapport du Conseil économique allemand, par exemple. Éric Monnet prend l'exemple du chemin de fer en France au XIXe siècle : l'État est garant de la dette des compagnies de chemin de fer. La dette publique de l'État est environ égale à la dette totale émise par ces compagnies, et le développement local du réseau est assuré par d'autres institutions étatiques émettant des obligations dont la valeur est aussi environ égale à la dette publique de l'État, de sorte que si la dette publique de l'État est en théorie de 100% du PIB, elle atteint en réalité 300% du PIB sans que cela ne pose de problème majeur. De même, la planification de l'après-guerre ne se fait pas avec de l'investissement public, au sens de la comptabilité nationale, celui-ci n'atteignant que 3,5% du PIB. Elle est financée plutôt par des satellites de l'État, mais, là encore, le niveau réel de dette publique atteint 300% du PIB environ. Il semble ainsi important, pour Éric Monnet, de rappeler que l'investissement public ne finance pas les infrastructures de long terme, car sinon, il faudrait renoncer à des investissements en cas de hausse des taux. Il découle alors deux questions de ce point : d'une part, pour éviter de tels renoncements, il faut réussir à convaincre la population d'accepter des rémunérations plus basses en échange d'une épargne plus élevée, et d'autre part, il faut comprendre ce qu'est l'État dans sa globalité.

Elena Maximin demande alors à **Laurence Boone** si ces deux conditions sont remplies et si on lie effectivement trop les questions de dette publique et d'investissement. **Laurence Boone** commence par rappeler qu'en effet, il convient de regarder l'État dans sa globalité et souligne l'existence de disparités entre les pays.

Par exemple, aux États-Unis, la participation de l'État est vue comme temporaire et la dépense publique totale doit être égale à zéro (toute dépense initiale, par exemple pour sauver une entreprise, devant être compensée par des recettes, par exemple par sa vente). De plus, émettre de la dette n'est possible que parce que des personnes veulent l'acheter : une des raisons des taux bas est l'abondance d'épargne. Cette demande doit aller quelque part, traditionnellement dans des actions, risquées mais rémunératrices, et le surplus actuel, lié aux inégalités mondiales mais aussi au vieillissement de la population, fait baisser les taux car l'épargne se dirige aussi vers la dette publique. Tout l'enjeu est de savoir si ces taux vont rester bas. Dans la théorie du cycle de vie, on emprunte au début de sa vie, puis on épargne durant sa vie active en prévision de sa retraite, où l'on désépargne l'argent accumulé ; les théories récentes ont souligné que le coussin d'épargne constitué durant la vie active, bien souvent, n'était pas entièrement dépensé et cette persistance pourrait maintenir des taux bas. **Laurence Boone** termine en soulignant que la façon dont l'argent est dépensé dépend des personnes qui votent, et que des institutions qui fonctionnent doivent s'assurer que les choix des citoyens sont mis en oeuvre ; elle a ainsi du mal à comprendre l'importance accordée aux marchés financiers, car pour elle, un pays est soutenable quand il met en place ce que ses citoyens ont décidé. Elle prend l'exemple de l'Italie, où l'arrivée à la présidence du Conseil de Mario Draghi a entraîné l'adhésion du marché grâce à un leadership qui insuffle de l'espoir et qui a pu faire changer l'opinion des marchés.

La thèse de **Benjamin Lemoine**, qui répond sur ce point à **Laurence Boone**, est qu'au contraire tout ne se joue pas dans les élections, parce que la démocratie est disciplinée par la dette. Il prend l'exemple d'un *road show* de 1987 où le Trésor américain cherchait des épargnants pour acheter de la dette publique, à quelques mois d'une échéance électorale, les élections présidentielles. La banque présente aux côtés du Trésor a souligné que quelle que soit l'issue de l'élection, le marché des obligations ne changera pas : la politique est devenue indolore. L'échéance électorale n'a plus aucune conséquence, elle est débranchée. Il existe une forme de *shadow democracy* où l'on promet aux acteurs financiers des choix politiques comme l'absence d'inflation ou l'équilibre budgétaire, qui tend à évacuer les choix des citoyens classiques. Il développe ensuite son propos en citant Jacques de Larosière, ancien directeur général du Trésor, selon qui les taux négatifs sont l'anomalie par excellence. Elle représente, pour lui, le souci politique de la sécurisation du financement de l'État : ce qui intéresse, ce n'est pas de tout changer par le SE, mais de garantir ce financement. Il reste cependant tabou de contrôler directement l'épargne, et à aucun moment la régulation des taux n'est pensée comme directe. Il y a pour lui, avec la pandémie, une opportunité à saisir d'enrôler politiquement l'épargne.

Après ces interventions vient une question de la salle, qui concerne la possibilité pour le système actuel, d'une part, de faire face à la décroissance, et d'autre part, de financer les besoins réels de l'économie.

Éric Monnet commence par dire qu'il y a une grande incertitude quant à la survie d'un monde où les rendements sont faibles. Une des possibilités est que les taux suivent ceux de la dette publique et restent bas, à la manière du Japon, où la dette et l'épargne sont régulées au niveau national - les Japonais assurant à des taux faibles le financement de leur État.

Laurence Boone rappelle que la question de l'austérité n'est pas à l'ordre du jour : le débat reste ouvert, et dans beaucoup de pays, les investissements publics doivent au contraire venir du privé. Pour elle, le marché veut de la croissance, peu importe le moyen. Elle souligne qu'il faudra, à un moment ou à un autre, se poser la question de l'adéquation de nos choix économiques avec notre société : les systèmes de protection sociale, par exemple, ont été mis en oeuvre dans les sociétés des années 1950 à 1970, mais aujourd'hui, nos comportements sociaux ont changé : on passe plus de temps au chômage, à la retraite... sans que nous modifiions nos choix. Elle ne voit pas l'intérêt du débat sur la décroissance, puisque pour elle, la transition énergétique, si elle est prévue, va apporter de la croissance.

Benjamin Lemoine n'est pas sûr que le système financier se fiche vraiment de la manière dont on a de la croissance... L'argument central de la Banque centrale européenne dans son refus de porter secours à la Grèce a été que si elle lèse le secteur financier, elle scie la branche sur laquelle elle est. Elle ne conçoit pas son action en dehors des marchés financiers.