



# DETTE PUBLIQUE : EN FINIR AVEC LES MANIPULATIONS

## Épisode I - LES ENJEUX DU CHANTAGE À LA DETTE

*Cette note constitue le premier 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. « Financer 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 solutions systémiques qui s'appuient sur l'expérience historique du circuit du Trésor.

<b>INTRODUCTION : METTRE FIN AU GOUVERNEMENT PAR LA DETTE</b>	<b>2</b>
<b>A. LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE EST SOUTENABLE</b>	<b>4</b>
<b>B. LE POUVOIR DES CRÉANCIERS</b>	<b>7</b>
<b>C. TOLÉRER OU RÉPUDIER, HISTOIRE DU DÉBITEUR SOUVERAIN</b>	<b>10</b>
<b>D. LA DESTRUCTION LIBÉRALE PAR LA DÉPOLITISATION ET LA SOUMISSION AUX MARCHÉS</b>	<b>12</b>
<b>E. LE DEGRÉ DE SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE EST DÉTERMINANT</b>	<b>15</b>

**Pour citer cette note :**

Intérêt général, « Dette publique : en finir avec les manipulations – épisode I, Les enjeux du chantage à la dette », note #15, mars 2021.



## ÉPISODE I - LES ENJEUX DU CHANTAGE À LA DETTE

### INTRODUCTION : METTRE FIN AU GOUVERNEMENT PAR LA DETTE

La pandémie de COVID-19 a déclenché une crise économique et sociale d'une nature et d'une ampleur inédites. Face à la crise, il fallait agir « quoi qu'il en coûte ». Les mesures d'urgence auront un coût pour les finances publiques en 2020 de 85 milliards d'euros, auquel il faut ajouter des mesures de trésorerie sans impact sur le déficit et les prêts garantis par l'État. Cette stratégie a permis de préserver les revenus de certains ménages tout en délaissant des catégories oubliées de la population : jeunes adultes, intérimaires, salariés en contrat court, etc. En contrepartie, l'État s'est endetté massivement. Selon les chiffres de l'Insee publiés le 26 mars 2021, le déficit de l'ensemble des administrations publiques pour l'année 2020 s'élève à 211,5 milliards d'euros (9,2 % du PIB) et **la dette publique atteint 2650 milliards à la fin de l'année 2020 (soit 1,16 fois le PIB annuel<sup>1</sup>), portée par une hausse des dépenses de 5,5 % et une baisse de 5 % des recettes.**

Ce niveau d'endettement, jamais observé en France sauf en sortie de guerre, peut susciter des craintes. Toutefois, des signaux convergent pour ne pas faire de la dette publique une préoccupation politique centrale ou prioritaire. Les taux d'intérêt sont actuellement indolores (proches de zéro ou négatifs selon les maturités) et même si la croissance n'est pas au rendez-vous, la Banque centrale européenne (BCE) continue – certes, de façon discrétionnaire et pour le moment de façon non permanente – à soutenir, par sa politique de rachats sur le marché secondaire, les cours des obligations du Trésor des États membres de la zone euro. Enfin, la priorité affichée d'un certain nombre d'institutions va clairement au soutien à l'économie, à la relance, plutôt qu'au remboursement de la dette<sup>2</sup>. Pourtant, il ne faudrait pas céder à la facilité d'un discours seulement « rassuriste » sur la dette et se contenter d'un tel constat optimiste. Le rapport commandé par le gouvernement à la commission présidée par Jean Arthuis publié en mars 2021<sup>3</sup> le montre : **le chantage à la dette publique n'a pas cessé et la musique de l'austérité se fait entendre, et ce déjà depuis la fin du premier confinement en mai 2020.**

Alors même que les pertes d'activités causées par la pandémie n'ont pas été résorbées, que l'augmentation des faillites et du chômage ne font que commencer, le spectre de l'austérité plane donc déjà. **À ces problématiques de court terme s'ajoutent les défis de moyen et long terme que sont la reconstruction de nos services publics, la transition écologique de l'économie, la lutte contre les inégalités.** Les réponses proposées par le gouvernement ne sont pas à la hauteur des enjeux : le plan de relance annoncé par Emmanuel Macron est inadapté par son montant et son fléchage. Les décisions gouvernementales suivent les mêmes recettes libérales à l'œuvre depuis des décennies : un programme de baisses d'impôts des entreprises sans contreparties. De même, le plan de relance européen est insuffisant au vu des enjeux, qu'il s'agisse de son volume (750 milliards), de sa composition (390 milliards de subventions contre 360 milliards de prêts) ou de son calendrier. Il faut aller vite et loin, ils font peu et lentement.

“ Les défis de moyen et long terme sont la reconstruction de nos services publics, la transition écologique de l'économie et la lutte contre les inégalités. ”

1. En 2020, la dette au sens notifiée s'élève à 115,7 % du PIB, voir Insee, « Dette trimestrielle de Maastricht des administrations publiques (APU) - quatrième trimestre 2020 », Informations rapides, n°081, 2021.

2. Les Économistes atterrés (Éric Berr, Léo Charles, Arthur Jatteau, Jonathan Marie et Alban Pellegris), *La Dette publique - Précis d'économie citoyenne*, Paris, Éditions Le Seuil, 2021.

3. Rapport de la commission sur l'avenir des finances publiques, mars 2021.

Un plan de relance social et écologique massif sur plusieurs années est en effet indispensable. Pour le mettre en place, il faut définir et installer les structures nécessaires au financement d'investissements publics, sociaux et écologiques de grande ampleur à court, moyen et long terme (voir Intérêt général,  [Dette publique : en finir avec les manipulations - épisode III : Financier mieux et sortir de la coupe des marchés](#), note #15, mars 2021). Afin de tuer dans l'œuf les politiques d'austérité sur les comptes publics (qui utiliseraient, comme d'habitude, la peur de la dette), des changements d'ordre institutionnel, structurels et permanents afin d'annuler le chantage à la dette sont nécessaires. Avant de les présenter dans le détail, il s'agit en premier lieu de montrer comment ce gouvernement par la dette est inscrit dans des instruments de financement des États, comme le montrent les parties qui suivent. Dans un second temps, il est important d'étudier l'architecture institutionnelle de la gouvernance économique européenne telle qu'elle est aujourd'hui (voir Intérêt général,  [Dette publique : en finir avec les manipulations - épisode II : De la souveraineté monétaire en zone euro](#), note #14, mars 2021).

Le point central de ces travaux est que le problème ne réside pas dans le niveau d'endettement public – ni dans l'accumulation d'un certain stock de dettes ou le franchissement d'un seuil quantitatif – mais dans les conditions de financement (et de refinancement) des États. C'est donc par la soumission des États aux marchés financiers que la question du refinancement s'est transformée en arme des réformateurs néolibéraux pour contraindre les États. Les décennies précédentes ont eu pour objectif d'anesthésier toute velléité progressiste ou qui s'écarterait des dogmes de marché<sup>4</sup>. Il faut donc trouver le moyen de renverser le rapport de forces avec les marchés financiers et les intérêts qu'ils défendent. **Autrement dit, la soutenabilité de la dette est un faux problème, mais le refinancement peut le devenir sans changer les mécanismes de création monétaire.**

“ Pour tuer dans l'œuf les politiques d'austérité et annuler le chantage à la dette, des changements institutionnels, structurels et permanents sont nécessaires. ”

---

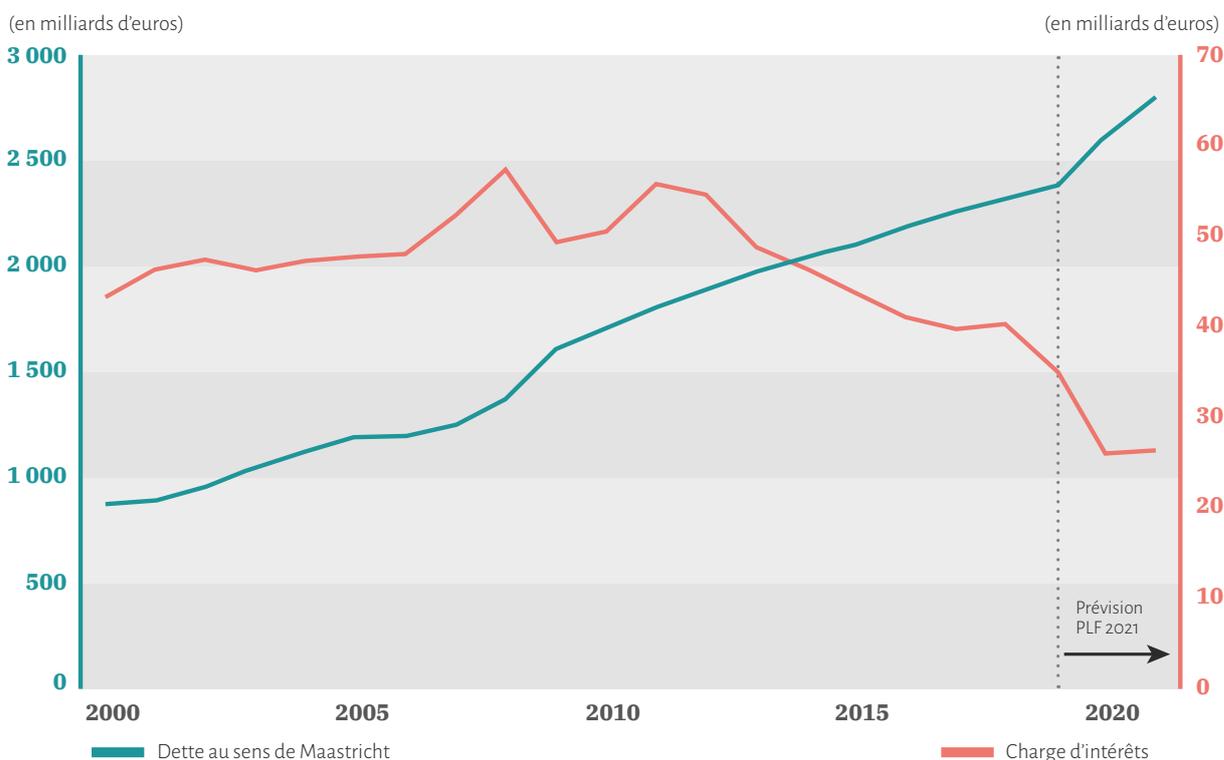
4. Benoît Collombat, Damien Cuvillier, *Le choix du chômage, de Pompidou à Macron, enquête sur les racines de la violence économique*, Paris, Éditions Futuropolis, 2021.

## A - LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE EST SOUTENABLE

Partout dans le monde, le recours à une augmentation de la dette publique pour faire face à la pandémie s'est révélé incontournable. Si les chiffres de l'endettement public se comptent en milliards d'euros (voir Encadré 1 ci-dessous), il faut le dire clairement : la France n'a aucun problème de dette publique. Le coût de la dette supporté par un État ne correspond pas au remboursement futur de ses créanciers. **Lorsqu'un titre de la dette arrive à son échéance, les créanciers échangent du vieux papier contre du nouveau. Techniquement parlant, on rembourse toujours ses créanciers, mais pas le stock de la dette.** Le réel coût de l'endettement public est donc le montant des intérêts payés annuellement. En 2020, la charge de la dette correspond à 1,3 % du PIB, un niveau plus faible que celui de 1981, alors même que le ratio entre la dette publique et le PIB a augmenté de 100 points. **Organiser la discussion sur le sujet de la dette autour du montant total est donc un leurre.**

Au contraire, les conditions de financement de l'État n'ont jamais été aussi favorables : au 1<sup>er</sup> avril 2021, l'État s'endette à un taux négatif (-0,1 %) à 10 ans et même à un niveau inférieur à l'inflation anticipée à plus longue échéance. Dans ce contexte, la seule progression des prix permet de rembourser, sans effort, une dette qui est totalement soutenable. **La signature de l'État français génère une telle confiance que les épargnants prêtent « à perte » à l'État, c'est-à-dire qu'ils renoncent à une rémunération en y souscrivant,** pour garantir leur capital dans un monde où la bourse est un casino fou.

### DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE ET CHARGE D'INTÉRÊTS DEPUIS 2000



La faiblesse exceptionnelle des taux sur la dette souveraine ne s'explique pas par des facteurs conjoncturels, mais par les grandes mutations de l'économie mondiale des quatre dernières décennies. La montée des inégalités et le vieillissement de la population ont augmenté la part des revenus détenue par des personnes ayant une forte propension à épargner. La faiblesse de l'État-providence en Chine et aux États-Unis, et les attaques sur le système de protection sociale observées dans l'UE ont conduit à augmenter l'épargne de précaution. En parallèle, le taux d'investissement productif a reculé, notamment avec l'affaiblissement des gains de productivité. Dans ce contexte, **une masse d'épargne abondante cherche des placements à faible risque à un moment où les projets privés se font rares**. La crise de la COVID-19 a déjà commencé à accentuer ce phénomène. En 2020, le taux d'épargne des ménages a atteint des records dans toutes les grandes économies avancées et l'épargne de précaution restera forte. En France, les ménages ont accumulé une épargne COVID de 90 milliards d'euros<sup>5</sup>. L'incertitude régnant, l'investissement privé restera morose et la fin du cycle de croissance en Chine, où se réalise près d'un tiers de l'investissement productif mondial, n'a pas attendu la pandémie pour se manifester. **L'écart entre l'épargne privée et la faible volonté d'investir devrait s'amplifier, assurant une demande importante pour des titres publics qui n'attendent qu'à être satisfaite.**

### Anatomie de la dette publique française

À la fin du 3<sup>e</sup> trimestre 2020, la dette publique française au sens de Maastricht s'établit à 2 674 milliards d'euros, soit 120 % du PIB. Ce niveau d'endettement est inférieur à celui observé au Japon (266 % du PIB) ou en Italie (161 %), mais il est comparable à celui qui prévaut aux États-Unis (131 %). Il est en revanche légèrement supérieur à celui qui prévaut au Royaume-Uni (108 %) et bien plus important que le niveau d'endettement allemand (73 %). Les économistes hétérodoxes montrent la valeur informative bien pauvre du ratio de dette / PIB, comme indicateur central des politiques économiques. Dans leur ouvrage récent, le collectif des Économistes atterrés plaide pour la prise en compte d'autres mesures de l'endettement, comme par exemple la charge d'intérêts annuelle de la dette rapportée aux recettes annuelles de l'État. Pour autant faut-il s'inquiéter que le ratio d'endettement public rapporté à la croissance, qui par ailleurs dépasse la barre symbolique de 100 %?

Comment doit-on comprendre que l'État « paye » un taux d'intérêt négatif ? Imaginons que le taux d'intérêt payé par l'État à un an soit égal à -1 %. Dans ce cas, l'État lance un titre promettant un remboursement de 100 € dans un an. Les investisseurs cherchant à garantir leur patrimoine achètent alors ce titre à un prix de 101 €. Ainsi, si l'État immobilise ces 101 € et rembourse les investisseurs un an plus tard (-100 €) : il aura gagné de l'argent ! Ce raisonnement n'a rien de théorique. En 2019, l'État a gagné 650 millions d'euros grâce aux émissions de dette de court terme (appelée BTF).

**La réelle charge de l'endettement public est le montant des intérêts payés annuellement.** En 1981, la dette publique française était de 22 points de PIB et le service de la dette mobilisait 1,7 point de PIB. Même après l'année 2020 exceptionnelle et avec une dette publique multipliée par 5,5, la France consacre moins de ressources pour servir la charge d'intérêts (1,3 point de PIB).

5. OFCE, « Évaluation au 11 décembre 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 en France et perspectives pour 2021 », *Policy Brief*, n° 81, 2020.

Par ailleurs, le déclenchement d'une spirale explosive de hausse de la charge de la dette, et donc des conditions de refinancement, dépend de la durée de vie des titres de la dette publique (on parle de sa *maturité*). **Avec la baisse massive des taux d'intérêt, l'État a augmenté la durée de la maturité de ses titres qui est actuellement – en moyenne – de 8 ans et 73 jours.** Cette maturité est en hausse constante, car l'État réussit à placer des titres très longs. Le 19 janvier 2021, l'État a lancé une obligation à 50 ans qui rémunère l'investisseur à 1,75 %, soit un coût inférieur à la cible d'inflation de la BCE. Même à cette maturité très longue les taux d'intérêt réels (une fois que l'effet de l'inflation est déduit) sont négatifs.

Au-delà du rôle clé des conditions de financement, les tendances démographiques à long terme peuvent influencer sur la soutenabilité des finances publiques. Or, de ce point de vue là, la France est également dans une position favorable, notamment par rapport à ses voisins européens. Les projections de long terme de la Commission européenne, dans son rapport de 2018 sur le vieillissement des populations, placent d'ailleurs la France dans la catégorie des pays voyant leurs dépenses publiques liées au vieillissement diminuer de l'ordre de 3 % du PIB sur la période 2016-2070<sup>6</sup>.

Il ne serait pas sérieux d'arrêter l'analyse en se disant qu'il n'y a aucun souci à se faire. Si l'État parvient en général à faire « rouler sa dette », le problème réside précisément dans la nature des entorses et des exceptions à cette situation générale. À certains moments spécifiques, ceci n'est plus vrai : **des tensions sur la dette publique peuvent émerger si les marchés financiers lancent des attaques spéculatives et refusent de rouler la vieille dette à des conditions favorables** (voir Épisode III, [Encadré 1 : Un scénario d'attaque hostile des marchés financiers](#)). Parce qu'ils ne peuvent pas emprunter directement à leur banque centrale, les États doivent dans ce cas accepter de payer des taux prohibitifs afin d'attirer des créanciers privés devenus hostiles. En l'absence de soutien monétaire venant de la banque centrale, la spirale peut être infernale : l'expérience grecque est dans toutes les mémoires (voir Épisode II, *Pour ne jamais oublier le trauma grec*). Depuis 2015, la BCE s'est enfin décidée à casser la spéculation sur les dettes en procédant à des rachats massifs de titres, permettant notamment une baisse des taux d'intérêt notamment dans certains pays (Italie, Espagne, Portugal). Cependant, ce programme ne supprime pas l'assujettissement aux marchés, il ne fait que le diminuer. De plus, il est justifié comme une exception temporaire à la doctrine de la BCE qui reste la non-intervention sur les marchés de la dette publique (voir Épisode III, partie I : [Une configuration institutionnelle et financière favorable à l'endettement public](#)).

Cette financiarisation de l'endettement étatique depuis les années 1990 est à l'origine des principaux risques pesant sur la soutenabilité du financement des États. Mais elle constitue également une source d'instabilité générale, sur les banques et le secteur privé (voir Épisode III, [Encadré 1 : Un scénario d'attaque hostile des marchés financiers](#)). Cette architecture est intrinsèquement précaire en faisant peser un double risque : d'une part celui d'une offensive spéculative sur la dette publique d'un État dont le gouvernement menacerait les intérêts du secteur financier, et d'autre part celui d'une instabilité financière conséquente pouvant déboucher sur un krach boursier et financier. En somme, **tant que l'endettement étatique passera par ces circuits financiers dérégulés, il existera un chantage chronique au maintien de cette dérégulation, au bridage des investissements sociaux, et un risque pour la stabilité financière, en sus du danger d'attaques spéculatives sur les dettes souveraines.** Si les taux d'intérêt structurellement bas sur les marchés valident l'idée que la dette est soutenable (même à 120, 150 ou 200 % du PIB), ce constat n'épuise pas l'horizon des possibles et, pour empêcher toute crise de la dette, il convient de remettre en cause la financiarisation de l'endettement public (voir épisode III, partie III : [Sortir de la financiarisation](#)).

6. Commission européenne, « The 2018 Ageing Report - Economic & Budgetary Projections for the 28 EU Member States (2016-2070) », *Institutional Paper*, n° 079, 2018.

## B - LE POUVOIR DES CRÉANCIERS

Si la dette n'est pas un problème en soi, les dispositifs du gouvernement par la dette en sont un. La dette publique est un rapport social et institutionnel liant par des *obligations* des débiteurs, ici publics, et des créanciers pouvant prendre différentes formes. Ces *liens* peuvent se matérialiser par un contrat – un titre de créance négociable et marchand, un bon ou une obligation du Trésor détenue en propriété et échangeable – ce qu'on appelle *la dette financière*. Mais ces liens peuvent prendre la forme d'une promesse d'action publique, d'un service public, d'un statut garanti, d'un droit universel à l'éducation ou d'accès aux biens fondamentaux, une protection souveraine – ce qu'on appelle *la dette sociale*. Enfin, l'État a aussi pris des engagements en termes d'action écologique, notamment découlant de l'engagement de la France dans les Accords de Paris, avec un objectif de neutralité carbone en 2050, qui suppose des investissements publics et privés massifs dans la décarbonation de l'économie. On pourrait dire qu'il existe une *dette écologique* correspondant à ces obligations étatiques (voir Encadré 2).

Il est frappant de constater à quel point le droit reproduit l'asymétrie des statuts et du degré de reconnaissance dont bénéficient les différents créanciers : sociaux ou financiers. Pour le politique et l'État, imposer une réforme des retraites malgré les oppositions généralisées et majoritaires, diminuer une prestation sociale, restreindre un droit social, rendre payant un service public gratuit (ce qui revient très concrètement à faire défaut sur un engagement vis-à-vis de la population) n'est pas considéré comme aussi problématique que de renégocier les termes d'un titre d'emprunt, de « rompre » ou de déchirer un contrat financier. Le déshonneur vis-à-vis de la signature de l'État repose sur un *droit* de la créance à deux vitesses.

À la confiance des marchés et des créanciers privés, qui se comportent comme des actionnaires de l'État bénéficiant d'une voix au chapitre additionnelle, sinon supérieure, à celle des électeurs, il faut substituer la confiance des citoyens par des mécanismes pérennes. Car en face de chaque dette, il y a un créancier, un patrimoine privé et un capital « placé » et une dépense publique, vouée à concourir à l'intérêt général.

Aux États-Unis, l'étude de James Carter Adams démontrait l'existence au XVII<sup>e</sup> siècle d'une classe sociale de détenteurs d'obligations du Trésor (une *bondholder class*)<sup>7</sup>. La concentration économique et sociale de la propriété des titres d'emprunts, et l'injustice sociale qu'elle recouvrait se révélaient statistiquement. Les plus riches gagnent ainsi « au tirage et au grattage » : leur capital étant non seulement « épargné » par l'absence de taxation progressive, mais, en étant placé en titres de dette souveraine, bénéficiait de surcroît du service des intérêts, obtenus au détriment de la population assujettie quant à elle à des taxations indirectes. La révolte dite « du whisky » incarne la façon dont l'injustice sociale peut opérer *via* la dette et provoquer la colère populaire. Cette rébellion fut réprimée par la force. La population du Maryland, de Virginie, de Caroline du Nord et du Sud ainsi que de Géorgie s'était insurgée contre un impôt sur les boissons décidé par Alexander Hamilton, secrétaire du Trésor et par le président Georges Washington, au nom de la continuité du service de la dette garantie par la toute nouvelle Constitution de 1789. À l'époque, les constituants sont aussi des créanciers et ont un intérêt social, économique et politique à utiliser la main droite de l'État, tant financière que militaire.

“ La dette publique est un rapport social. ”

7. Benjamin Lemoine, « Dette souveraine et classes sociales : plaidoyer pour des enquêtes sur la stratification sociale et l'ordre politique produits par la dette de marché », dans Julia Christ, Gildas Salmon (dir.), *La dette souveraine : économie politique et État*, Paris, EHESS, p. 196-229, 2018.

## La dette climatique, la dette que l'on finira par payer

Tous les débats sur le sujet de la dette se concentrent sur la dette financière, comme si celle-ci était la seule boussole de la politique économique, et de la tenue de finances publiques responsables. Cela est de courte vue. Une dette peut en effet être une somme d'argent qu'une personne doit à une autre. Elle peut aussi représenter le devoir qu'impose une obligation contractée envers un groupe social. Pour un pays, cela correspond à une obligation vis-à-vis de sa population, comme la promesse de service public ou l'accès à un bien public mondial comme la stabilité climatique.

Sur ce dernier point, il est possible d'aller plus en détail et de mesurer une forme de dette climatique. En effet, plus de 125 États se sont engagés dans les Accords de Paris pour le climat de 2015, à savoir la limitation de la hausse de la température mondiale à 2 °C par rapport à la période préindustrielle. Cela doit se traduire en objectifs nationaux de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES). Pour la France, il s'agit d'un objectif de neutralité carbone en 2050 fixé par la loi Énergie Climat de 2019. Cela signifie que la France devra émettre autant de GES qu'elle en absorbe à l'aide des puits de carbone (essentiellement forêts et océans, mais aussi à terme les projets de captation de carbone).

La poursuite des tendances actuelles ne permettra pas de respecter ces objectifs, loin de là. Pour respecter nos engagements climatiques, tous les pays – France y comprise – devront changer en profondeur leur mode de consommation, et réaliser des investissements massifs, publics et privés, dans la décarbonation de l'économie. Les estimations varient selon les études et les institutions, mais tout le monde s'accorde à dire que cela s'élève à au moins quelques dizaines de milliards d'euros supplémentaires par an jusqu'en 2050. Dans le rapport *Clean Planet for All* (2018), la Commission européenne estime par exemple ces dépenses climatiques annuelles supplémentaires entre 175 et 290 Md€ pour l'ensemble de l'UE selon les différents scénarios technologiques. Tout report de ces investissements nécessaires se traduit mécaniquement par un effort supplémentaire qui devra être fait par les générations futures. Tout euro non dépensé aujourd'hui dans la transition climatique vient creuser une forme de dette que l'on contracte vis-à-vis des générations futures. Ce concept de dette climatique, même s'il n'y a pas consensus dans la littérature sur la manière de le traduire en indicateur, correspond bien à une réalité qu'il est irresponsable de ne pas considérer dans l'élaboration d'une stratégie de finances publiques.

**Au moment où la dette financière se finance à des taux historiquement bas, le curseur doit être mis sans hésiter sur le respect de nos engagements climatiques. C'est bien cette dernière qui finira par exploser si l'on continue à reporter les efforts nécessaires. Comme l'indiquent Joseph Stiglitz et Nicholas Stern en 2021, «*dépenser aujourd'hui de l'argent dans l'action climatique, c'est comme souscrire une police d'assurance, car c'est réduire le risque de futures catastrophes climatiques*».**

Pour être plus précis, il faut en réalité aller au-delà du concept de dette climatique, en introduisant la dette écologique, incluant bien sûr la dimension climatique, mais également l'ensemble des autres dégradations du capital naturel (pollutions des sols, de l'eau, de l'air, perte de biodiversité, etc. : [Intérêt général, Des pollutions, dépollution !](#), notes 8, 9 et 10, décembre 2020).

Aujourd'hui, les marchés de la dette sont intermédiés, et les intérêts sociaux des détenteurs de titres de dette avancent masqués. En 1983, environ un tiers de la dette publique étatsunienne détenue par les ménages étatsuniens était possédée par les 1 % les plus riches. Cette part a augmenté progressivement pour atteindre 38 % en 2007. Après la crise de 2008, la part de la dette publique détenue par ces 1 % les plus riches s'établit à 42 % jusqu'à monter au chiffre record de 56 % en 2013<sup>8</sup>. Le politiste Sandy Brian Hager explique comment le puissant groupe des 1 % et des grandes entreprises qui dominent la détention nationale de la dette publique exerce une emprise considérable sur le système politique américain, faisant obstacle aux choix politiques susceptibles de compromettre le statut sans risque des titres du Trésor américain<sup>9</sup>. En France ou en Europe, la détention inégalitaire des obligations d'État s'observe dans les différences sociales face à l'épargne<sup>10</sup>. En 2013, à l'échelle des pays de l'UE, seulement 1,7 % des ménages français détiennent directement des titres d'État, 37,5 % détiennent une assurance-vie ou une épargne pension volontaire, et 10,7 % détiennent des actifs financiers dans des fonds de placement. Selon la même étude, 72,5 % des détenteurs d'actifs financiers en France se situent dans les 20 % les plus aisés de la population en termes de revenu, et 70,9 % d'entre eux se situent dans les 20 % les plus aisés en termes de patrimoine. Ces différences qui se sont creusées pendant la crise du Covid alors que les ménages aisés épargnent quand les ménages modestes perdent des revenus.

Il y a près de deux siècles, Karl Marx décryptait déjà la dette publique comme « le garrot d'or avec lequel la bourgeoisie étouffe la monarchie absolue ». Réinscrivant avec lucidité la dette dans le rapport social et politique qu'elle déploie, et articulant son anatomie aux intérêts qu'elle consolide ou fragilise, le jeune Marx expliquait comment « l'endettement de l'État était d'un intérêt direct pour la fraction de la bourgeoisie qui gouvernait et légiférait au moyen des Chambres » :

*« C'était précisément le déficit de l'État, qui était l'objet même de ses spéculations et le poste principal de son enrichissement. À la fin de chaque année, nouveau déficit. Au bout de quatre ou cinq ans, nouvel emprunt. Or, chaque nouvel emprunt fournissait à l'aristocratie une nouvelle occasion de rançonner l'État, qui, maintenu artificiellement au bord de la banqueroute, était obligé de traiter avec les banquiers dans les conditions les plus défavorables. Le fait que la fortune publique échoit aux mains de la haute finance, par quoi est-il déterminé ? Par l'endettement toujours croissant de l'État. Et l'endettement de l'État ? Par l'excès continu de ses dépenses sur ses recettes, disproportion qui est à la fois la cause et l'effet du système des emprunts publics »<sup>11</sup>.*

Faire le choix exclusif de financer les déficits publics par l'emprunt de marché auprès des épargnants et des patrimoines privés construit les fondements matériels de l'aliénation du politique à la finance *via* la dette. Par la négative, **le choix de l'emprunt est un choix de classe, celui du refus de combler les déficits en augmentant les impôts, en taxant la finance et les profits, ou encore en contraignant les banques à prêter à des taux déterminés dans le cadre d'une politique prudentielle, en se libérant des processus financiers.**

“ Le choix de l'emprunt est un choix de classe, celui du refus de combler les déficits en augmentant les impôts, en taxant la finance et les profits. ”

8. Sandy Brian Hager, « Les propriétaires de la dette publique et la fabrique d'un monde inégalitaire, Des États-Unis à la zone euro », *Savoir/Agir*, vol. 35, n° 1, p. 23-32, 2016.

9. Sandy Brian Hager, *Public Debt, Inequality and Power. The Making of A Modern Debt State*, Berkeley, University of California Press, 2016

10. Banque centrale européenne, *The Eurosystem Household. Finance and Consumption Survey Results from the first wave, Statistics Paper Series*, n°2 / Avril 2013.

11. Karl Marx, *Les luttes des classes en France, 1848-1850*, 1850.

## C - TOLÉRER OU RÉPUDIER, HISTOIRE DU DÉBITEUR SOUVERAIN

Mais comment est advenu ce « gouvernement par la dette » ? Le remboursement des contrats d'emprunts publics par le souverain n'a pas toujours été sacralisé, jusqu'à devenir dans la seconde moitié du XX<sup>e</sup> siècle un totem<sup>12</sup> pour les pays les plus avancés économiquement. De fait, aujourd'hui les dettes souveraines sont considérées « par nature » comme l'actif sans risque (*safe asset* en anglais). Mais l'histoire montre que cette construction n'a rien de naturel : **les crises d'insolvabilité et les défauts de paiement souverains ont longtemps été la norme.** La seule régularité trouvée dans l'étude des différents cas par les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff est le prix des matières premières pour les pays émergents. De même, 20 % des défauts souverains s'appliquent dans des cas où la dette est inférieure à 40 % du PIB. La dette souveraine était au contraire perçue comme le contrat, par principe, le plus risqué conformément à une tautologie appréhendée par les financiers privés : le souverain étant souverain, il ne saurait reconnaître aucun pouvoir ou engagement supérieur à son vouloir arbitraire. Qui d'autre que le souverain pour rompre à discrétion son engagement, changer les termes du contrat, ou encore influencer sur la loi comme la juridiction abritant ce contrat et censée protéger le créancier. Ces conceptions idéal-typiques du pouvoir souverain sont celles des monarchies à l'instar de Philippe Le Bel, chassant ses créanciers du royaume avant de saisir, condamner et brûler « les banquiers de l'Occident »<sup>13</sup>.

Rapportée à cette histoire longue, l'énigme devient plutôt : pourquoi les États et les souverains ont-ils cessé de se rebeller systématiquement et, à défaut de renier leurs engagements, ont-ils commencé à s'y conformer<sup>14</sup> ? Au moment où la crise dans la zone euro atteignait un point culminant entre 2010 et 2015, la part totale de la dette publique mondiale en défaut est tombée à un niveau historiquement bas, pour concerner près de 0,2 % des États endettés. Malgré la fréquence et l'intensité des crises financières internationales au cours des dernières décennies, le montant total de l'encours de dette souveraine honorée atteignait en 2019 le chiffre record de 60 000 milliards de dollars, soit plus de 80 % du PIB mondial. Comment rendre compte de ce respect des obligations par les débiteurs y compris en temps de grande récession ? Deux explications sont fréquemment avancées. Selon une thèse optimiste, les dettes seraient devenues réellement « publiques » : non seulement elles traduiraient l'universalisation de la figure de l'épargnant-créditeur, mais surtout elles financeraient de larges pans de l'investissement nécessaire à l'économie et à la société. De ce fait, elles n'auraient plus le caractère d'une dette odieuse ou illégitime. Une thèse plus pessimiste explique le respect de ces engagements par l'enchevêtrement des intérêts, sociaux et économiques, et l'alignement des croyances entre créanciers, banques, investisseurs financiers et technocraties d'État. À partir du milieu des années 1960, **des institutions juridiques et technocratiques vont assurer les protections et verrouiller, à la façon de garde-fous, les promesses émises par le souverain au moment d'emprunter et prémunir les créanciers contre le risque de défaut.** La diplomatie de la canonnière – un État envoie ses bateaux le long des côtes d'un pays débiteur récalcitrant jusqu'à obtenir le paiement de son dû – a perdu son intérêt à partir du moment où les États, mais aussi les institutions internationales, se sont accordés pour considérer comme une valeur suprême à défendre la propriété privée des titres commerciaux et financiers internationaux.

“ L’imaginaire austéritaire s’enracine dans des techniques d’organisation du crédit qui attachent l’État aux intérêts particuliers de la finance. ”

12. David Graeber, *Dette : 5000 ans d'histoire*, Paris, Les liens qui libèrent, 2013.

13. François Ruffin, Thomas Morel, *Vive la Banqueroute*, Amiens, Fakir Éditions, 2013.

14. Jerome Roos, *Why not default? The political economy of sovereign debt*, Princeton, Princeton University Press, 2019.

Ce réaligement historique des pratiques souveraines a un pouvoir d'explication plus probant que toutes les études qui cherchent à corréliser le défaut souverain à une quelconque régularité économique, comme le tristement célèbre ratio de dette/PIB. La moitié des défauts de paiement au cours de l'histoire ont eu lieu alors qu'un pays possédait un ratio dette/PIB inférieur à 60 %. La « tolérance à la dette » varie suivant les pays, les époques et les paramètres institutionnels (l'exemple du Japon l'illustre à nouveau). Dans le cadre actuel, c'est avant tout le degré de confiance que les investisseurs placent dans les institutions politiques qui semble décisif (voir Encadré), bien avant les arguments usuellement avancés comme l'inflation, le solde extérieur ou les déséquilibres économiques. Les États ont épousé cette représentation de la « juste confiance » au terme de la financiarisation des économies et de leurs propres administrations : il faudrait « tenir les promesses », être « compétitif », émettre une dette « liquide, attractive et sans risque » pour les détenteurs d'épargne mondiaux.

### La « confiance » des financiers dont il ne faut plus dépendre

Les investisseurs financiers, détenteurs de titres d'emprunt souverains, veillent à mesurer le « risque politique », dans l'espoir que la société fasse sienne cette vigilance. Ce risque, dont le financier se méfie, matérialise la conception financière de l'ordre social, économique et politique qu'il conviendrait de maintenir et perpétuer.

Objectivé sous la forme de scores et de notations, le risque politique combine des critères économiques, juridiques et institutionnels, mais aussi proprement politiques à travers l'analyse de l'offre partisane dominante. **Il s'agit donc d'un ensemble de spéculations faites par les investisseurs sur la stabilité du corps social, la transparence du gouvernement, l'indépendance des banques centrales, le respect du droit financier.** Structurant depuis longtemps les économies et les espaces publics des pays dits « émergents » (par exemple en Amérique latine), le risque politique a été médiatisé lors de la campagne présidentielle de 2017 en France – avec le « risque Mélenchon » face à la présumée stabilité d'un vote Macron ou Fillon. Ce risque n'est autre que celui de l'indocilité sociale ou politique, de la réticence à être « réformés », ou encore du changement d'agenda macroéconomique et macrosocial face à l'inflation, au « coût du travail » ou à la gestion austéritaire des budgets publics et privatisée des économies nationales. La subversion de ces fondamentaux, quel que soit le bord politique, est assimilée à une montée du « populisme ». Ce risque est encouru principalement par la fraction dominante de la classe sociale des financiers (les épargnants et les plus grandes fortunes) devenus « investisseurs » dans l'État. Ces fractions de la population (nationale et étrangère) « votent avec les pieds » : en se rendant ou non aux séances de vente aux enchères de titres publics, elles décident de prêter ou non aux États. **La libéralisation des mouvements de capitaux internationaux leur a donné le pouvoir d'arbitrer entre des systèmes sociaux qui leur semblent plus ou moins favorables :** c'est-à-dire ceux qui leur garantissent le paiement régulier de leurs intérêts et le remboursement du total emprunté, voire leur ouvrent éventuellement des segments de marchés et des opportunités, par exemple celui de la retraite par capitalisation.

L'imaginaire austéritaire qui colonise les débats publics est plus qu'une simple rhétorique. Il s'enracine dans des techniques d'organisation du crédit qui attachent l'État aux intérêts particuliers de la finance et assignent la force publique à une position de retrait, sinon d'effacement, quand il s'agit d'allouer directement le crédit à l'économie et aux sociétés ainsi que de contrôler la monnaie elle-même. Selon ce script, la puissance politique collective devrait « auto-neutraliser » ses affects<sup>15</sup> pour laisser s'épanouir la vérité révélée des prix du marché.

## D - LA DESTRUCTION LIBÉRALE PAR LA DÉPOLITISATION ET LA SOUMISSION AUX MARCHÉS

Pourtant, quand il a fallu reconstruire une économie et une société dévastées par la Seconde Guerre mondiale, cette pensée libérale a été disqualifiée et réduite aux marges. L'abstentionnisme de l'État vis-à-vis des marchés financiers et le malthusianisme budgétaire étaient considérés comme les maux ayant conduit le monde à la faillite en 1929, et la France à la défaite militaire.

Les dispositifs dirigistes de l'économie et de la finance de guerre, alors provisoires devinrent permanents et constituèrent le pilier de la reconstruction. De nouveaux schémas de pensée tenaient ensemble la politique monétaire, le budget, la distribution du crédit et le contrôle strict de la finance. Cela n'avait rien de strictement français. Au même moment, les États-Unis voulaient un libéralisme « encadré » et justifiaient les politiques de restriction financière afin de défendre l'autonomie politique des États-providence naissants<sup>16</sup>. Cet interventionnisme faisait des milieux financiers les « serviteurs » plutôt que les maîtres des décisions économiques. Le secrétaire du Trésor étatsunien de l'époque, Henry Morgenthau expliquait que ce « *New Deal* de l'économie internationale » doit « déplacer le centre de gravité financier du monde depuis Londres et Wall Street vers le Trésor américain ». Il s'agissait de redonner la main aux politiques et aux nations dans la poursuite des affaires financières. **En faisant des contrôles de capitaux un outil légitime, Bretton Woods était un traité de « désarmement monétaire » international, encourageant la coopération internationale et neutralisant les forces de la spéculation.** Ces structures traduisaient un rapport de forces social : les banquiers privés et centraux, qui avaient dominé la politique financière avant les années 1930, ont été remplacés par une nouvelle classe d'économistes et de gestionnaires publics dont la base sociale se trouvait parmi les dirigeants syndicaux et les industriels. En France, les élites libérales des années 1920-1930 sont marginalisées, le patronat discrédité par la collaboration, le Parti communiste français obtient des scores politiques supérieurs à celui de Macron en 2017 et l'URSS pèse dans les curseurs idéologiques mondiaux.

Les technocraties, loin d'être des machines froides gravitant en apesanteur du monde social, impriment ces changements. Le circuit du Trésor en France et ses hérauts, comme François Bloch-Lainé, incarnent l'ingénierie qui place l'État au-dessus des lois du marché et sous tutelle des banques. L'État est alors un banquier et un investisseur et non une puissance investie par les marchés de capitaux. La souveraineté financière publique tend à « abolir la souveraineté des titulaires de droits » comme le dit Jacques Rueff, dominant dans l'entre-deux-guerres, mais marginalisé au sortir du second conflit mondial.

“ L'indépendance des banques centrales prive le pouvoir politique d'un levier d'action majeur sur l'économie et empêche la coordination des politiques budgétaires et monétaires. ”

15. Frédéric Lordon, *Imperium : structures et affects des corps politiques*, Paris, La Fabrique, 2015.

16. Henry Morgenthau déclarait lors de la conférence des accords Bretton Woods en 1944 que l'objectif était de « sortir du temple de la finance internationale les prêteurs usuraires ».

Les choses changent à partir du milieu des années 1960. L'État est enjoint à se financer « sagement » et doit s'incliner devant l'opinion de l'épargnant en se plaçant en position de demandeur de crédit. **Privé de ses aisances et enfin conscient, par la grâce des taux définis par le marché, de ses coûts « réels » de financement, l'État veillera à l'équilibre de ses comptes.** C'est au moment où l'inflation est contenue en moyenne autour de 4 % (dans les années 1960 - le pays est encore loin de l'inflation à deux chiffres des années 1970) que le circuit du Trésor est démantelé (voir Épisode III, partie II, [L'exemple historique du circuit du Trésor](#)). Le rapport à l'intérêt général, au sein de l'institution des Finances, se déplace : le grand comme le petit épargnant, les classes financières globales sont autant de catégories comprises comme ayant des intérêts communs et qu'il faut chérir. La gauche socialiste des années 1980 épousera ce rêve de la démocratisation du crédit : l'inflation doit être abattue, l'épargnant rémunéré, les avantages étatiques sapés, et le secteur du crédit être rendu à la compétition. Ainsi est créé le grand marché « unifié » de l'argent et de la liquidité. La répression monétaire de la puissance publique est conforme aux prescriptions de la doctrine ultralibérale élaborée au même moment aux États-Unis par les économistes « nouveaux classiques » et les financiers. La répression de l'inflation, amorcée par Paul Volcker aux États-Unis à la fin des années 1970, s'est ainsi accompagnée d'une refonte des relations entre banques centrales et États, conformément aux préceptes de la nouvelle macroéconomie classique.

C'est en réaction à la « stagflation » des années 1970, c'est-à-dire la combinaison d'une stagnation de l'activité économique et d'une augmentation du chômage avec une forte inflation, qu'émerge ce courant de pensée économique résolument anti-keynésien qui fait du contrôle de l'inflation une priorité. **La nouvelle macroéconomie classique théorise un nouveau modèle d'organisation des banques centrales destiné à garantir la stabilité des prix : la banque centrale indépendante du pouvoir politique**<sup>17</sup>. Selon ces économistes, la dépendance des gouvernements aux impératifs de court terme, liés au calendrier électoral, les rendent plus prompts à intervenir dans le domaine monétaire pour faire baisser le chômage à court terme, au prix d'une poussée inflationniste. Pour dissiper la crainte d'interventions inflationnistes de la part des gouvernements, les banques centrales doivent être isolées des pressions politiques et leur mandat doit prioriser la stabilité des prix. L'indépendance des banquiers centraux renforcerait leur crédibilité anti-inflationniste auprès des acteurs de marché, contribuant ainsi à faire converger leurs anticipations d'inflation avec la trajectoire promue par la banque centrale. Dans ce modèle, les décisions de politique monétaire sont fondées sur une analyse supposée rationnelle et scientifique de la situation macroéconomique. D'inspiration néolibérale, l'indépendance des banques centrales prive le pouvoir politique d'un levier d'action majeur sur l'économie, dépolitise les enjeux monétaires en les présentant comme techniques et confiés à des experts, empêche la coordination des politiques budgétaires et monétaires (et tout particulièrement les politiques menant à l'augmentation des salaires)<sup>18</sup>. **Dans le paradigme néolibéral qui émerge dans les années 1980, l'indépendance va de pair avec la libéralisation des échanges, la libre circulation des capitaux et des marchandises, l'intensification de la concurrence, la financiarisation de l'économie et la réduction du rôle social de l'État dans l'économie.** Et sous l'impulsion de ce renversement néolibéral et du Consensus de Washington, la banque centrale indépendante du pouvoir politique est adoptée par plusieurs pays d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord à la fin des années 1980 avant de se diffuser mondialement dans les années 1990, devenant progressivement la modalité dominante d'organisation des relations entre banques centrales et autorités politiques<sup>19</sup>. **C'est un « monde sans monnaie » qui s'impose, c'est-à-dire sans une monnaie à caractère politique, où celle-ci est réduite à un instrument neutre.**

17. James Forder, « Why Is Central Bank Independence So Widely Approved? », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 4, p. 843-865, 2005.

18. Peter Dietsch, François Claveau, Clément Fontan, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts*, Paris, Raisons d'Agir, 2019

19. Kathleen McNamara, « Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation », *West European Politics*, vol. 25, n° 1, p. 47-76, 2002.

De plus, la révolution néolibérale donne aux marchés financiers un pouvoir considérable sur l'endettement public. Pour faciliter la circulation des capitaux et l'accès au crédit, les gouvernements démantèlent les dispositifs de répression financière héritée de l'ère « encadrée » post-1945 et déploient des mesures de dérégulation et de déréglementation financière. Dans le même temps, les États font de plus en plus appel aux marchés financiers pour se financer. **L'endettement se fait par émission de titres obligataires échangés sur les marchés financiers, transformant la dette souveraine en un produit financier**, qui est noté par les agences de notation et dont le taux d'intérêt est déterminé par le mécanisme de marché<sup>20</sup>. Cette financiarisation de l'endettement souverain place les États à la merci des opérateurs de marché dont les comportements vont déterminer le coût du refinancement de la dette, *via* la fluctuation des taux sur les obligations souveraines en fonction des oscillations des marchés financiers.

Les titres de dette souveraine constituent désormais la forme principale de collatéral utilisé par les acteurs bancaires et non bancaires (*shadow banking*) pour se financer à très court terme sur les marchés<sup>21</sup>. La dette souveraine bien notée par les agences de notation est considérée comme un actif sans risque et hautement liquide, dont la détention et la circulation sont au cœur du fonctionnement des segments des marchés financiers parmi les plus porteurs de risques systémiques<sup>22</sup>. ***De facto*, la financiarisation de la dette a produit un dévoiement de la dette publique de son but initial (assurer le financement pérenne sur le temps long des dépenses étatiques) et transformé les titres de dette souveraine en catalyseur de l'expansion de pans particulièrement dangereux de la finance de marché<sup>23</sup>.**

La dépolitisation de la monnaie, de la finance et de la dette tend à masquer les rapports de forces sociaux et les inégalités qui transitent *via* l'endettement public et les transactions marchandes relatives à la dette souveraine. Ces opérations échappent à la démocratie et au débat public en évoluant dans des technocraties converties à la financiarisation et au contact direct des opérateurs de marché. **Tout gouvernement de l'émancipation sociale et écologique devra affronter ces institutions dans la défense de l'ordre de marché. Il est fondamental d'anticiper cet affrontement pour l'anesthésier par avance et s'en prémunir.** Les outils techniques sont multiples, mais il faut poser sur la table le rapport de forces politique qui déterminera qui sera contraint et mis à contribution (voir Épisode III, partie III, [Sortir de la financiarisation](#)).

“ Tout gouvernement de l'émancipation sociale et écologique devra affronter ces institutions dans la défense de l'ordre de marché.. ”

20. Michael Schwan, Christine Trampusch, Florian Fastenrath, « Financialization of, not by the State. Exploring Changes in the Management of Public Debt and Assets across Europe », *Review of International Political Economy*, p. 1-23, 2020.

21. Daniela Gabor, Cornel Ban, « Banking on Bonds : The New Links between States and Markets », *JCMS*, p. 1-19, 2016.

22. Nina Boy, Daniela Gabor, « Collateral Times », *Economy and Society*, vol. 48, n° 3, p. 295-314, 2019.

23. Daniela Gabor, « The (Impossible) Repo Trinity. The Political Economy of Repo Markets », *Review of International Political Economy*, vol. 23, n° 6, p. 967-1000, 2016.

## E - LE DEGRÉ DE SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE EST DÉTERMINANT

Comme cela a été vu dans les sections précédentes, l'organisation du secteur financier joue un rôle prépondérant pour comprendre les risques liés à l'endettement public. À son tour, la capacité du secteur financier à déclencher des attaques spéculatives contre le souverain est elle-même dépendante du rôle assigné à la banque centrale. Les règles qui la définissent et ses pratiques déterminent alors le degré de souveraineté monétaire. Il se mesure à la facilité avec laquelle un État peut obtenir des financements par simple exercice de son pouvoir de création monétaire. Ce concept est central dans toute discussion autour de la soutenabilité de la dette publique.

Un État monétairement souverain ne court jamais de risque de défaut : il peut toujours se refinancer, « faire rouler sa dette », c'est-à-dire rembourser la dette arrivant à échéance en émettant de nouveaux titres de dette, au besoin par création monétaire. **Les recherches empiriques n'ont d'ailleurs jamais permis de déterminer quel était le niveau de dette publique maximal soutenable pour de tels pays.**

Un État monétairement souverain présente deux caractéristiques :

- **Il peut effectivement s'endetter dans sa monnaie domestique.** Concrètement, cela signifie qu'il existe suffisamment d'épargnants (domestiques ou étrangers) prêts à détenir des titres de dette libellés dans cette monnaie. Il faut par ailleurs que cette monnaie permette d'acheter les biens et les services souhaités (soit parce que l'offre productive est suffisante sur le marché domestique, soit parce que les producteurs étrangers acceptent d'être payés dans cette monnaie).
- **Sa banque centrale assume un rôle de prêteur en dernier ressort.** Elle maintient les taux d'intérêt à un niveau modéré et garantit la liquidité du marché de la dette publique, en procédant à des achats de titres, autant que de besoin. Cela suppose que la banque centrale n'est pas tenue de défendre une parité de taux de change (car elle serait alors contrainte dans son pouvoir de création monétaire).

**Les États-Unis d'Amérique constituent l'archétype d'un État monétairement souverain.** Le gouvernement étatsunien peut très facilement s'endetter en dollars, en particulier auprès des épargnants étrangers qui considèrent le dollar américain comme la monnaie de réserve par excellence. La Réserve fédérale procède par ailleurs à des achats massifs de bons du Trésor étatsuniens, par création monétaire directe. Avec ces dollars, le gouvernement peut ensuite acheter un grand éventail de biens et de services, car le marché domestique étatsunien est vaste, et beaucoup d'échanges commerciaux internationaux sont libellés en dollars. La dette publique des États-Unis dépasse aujourd'hui largement les 100 points de PIB et personne ne s'en inquiète. Il est clair pour les créanciers qu'un défaut est impossible et que les taux vont se maintenir à un niveau bas. **L'État américain ne fait donc face à aucune véritable contrainte financière.** Il existe toutefois une contrainte au niveau de l'économie réelle, mais seulement en situation de plein emploi : un endettement public excessif pourrait alors engendrer un risque inflationniste. Mais ce risque est atténué par le fait que les États-Unis peuvent financer un important déficit commercial sans dépréciation substantielle de leur monnaie, cette dernière étant très recherchée au niveau mondial. Il s'agit du « privilège exorbitant », dénoncé à l'époque par Valéry Giscard d'Estaing, qui découle de la position dominante des États-Unis dans les hiérarchies financière, économique et géopolitique mondiales. L'hégémonie du dollar dans la sphère financière donne ainsi à la Fed un rôle de prêteur en dernier ressort auprès des autres banques centrales : ainsi suite à la crise de 2008, elle a mis en place des dispositifs pour que les autres banques centrales puissent s'approvisionner en liquidité en dollar auprès d'elle<sup>24</sup>. D'autres pays riches, tels que le Royaume-Uni ou le Japon, ont également un degré élevé de souveraineté monétaire, bien que légèrement moindre que celui des États-Unis. En particulier, ils ont un niveau de dette publique élevé (plus de 230 % du PIB dans le cas du Japon), sans que cela ne suscite d'inquiétudes sur la soutenabilité de leurs finances publiques.

---

24. Emmanuel Carré, Laurent Le Maux, « The Federal Reserve's Dollar Swap Lines and the European Central Bank during the Global Financial Crisis of 2007–2009 », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 44, n° 4, p. 723-747.

À l'inverse, d'autres pays n'ont pas ou très peu de souveraineté monétaire. On peut les regrouper en deux catégories.

**Il y a en premier lieu les pays n'ayant pas de monnaie domestique, et qui utilisent directement une devise étrangère :** on parle alors de dollarisation ou d'euroïsation totale. C'est par exemple le cas de l'Équateur, le Cambodge, la Somalie et le Panama (pour le dollar) ou du Monténégro et du Kosovo (pour l'euro). Par définition, ces pays n'ont aucune souveraineté monétaire, car ils ne peuvent pas émettre la monnaie qu'ils utilisent. Les pays dont la monnaie domestique est liée par une parité fixe à une monnaie étrangère de référence (*currency board*) sont dans une situation analogue : afin de garantir la convertibilité de leur monnaie, ils doivent maintenir des réserves de change suffisantes. Leur souveraineté monétaire est quasi-inexistante, car les émissions de monnaie domestique restent largement dépendantes de l'accumulation de devises étrangères, laquelle échappe au pouvoir discrétionnaire de la banque centrale.

**Des pays émetteurs d'une monnaie en change flottant également disposent d'une souveraineté monétaire limitée.** Il s'agit des pays à bas revenus, en situation de subordination dans la hiérarchie économique mondiale. Ces États ne peuvent pas s'endetter dans leur monnaie domestique (l'Argentine et l'Uruguay par exemple) : il n'y a pas suffisamment d'épargnants domestiques, et les épargnants étrangers ne souhaitent pas détenir cette monnaie à la valeur jugée incertaine. En outre, utiliser la création monétaire pour financer l'État n'est pas non plus une solution, car le système productif domestique est trop peu développé pour absorber la demande ainsi générée : il en résulterait principalement de l'inflation et une dépréciation du taux de change, avec le risque de déstabiliser l'économie. Ces États sont donc contraints de s'endetter en monnaie étrangère (généralement des dollars étatsuniens ou des euros), parfois auprès d'investisseurs privés avides de rendement, plus souvent auprès des institutions financières internationales qui conditionnent fortement les politiques économiques et sociales. Afin d'être en mesure d'honorer leurs échéances de remboursement, ces pays doivent exporter suffisamment pour générer des rentrées de devises étrangères, ce qui les rend particulièrement vulnérables aux caprices des marchés internationaux.

**Ces États non souverains monétairement sont parfois contraints au défaut sur leur dette publique, généralement dans le contexte plus général d'une crise de la balance des paiements.** Ils cherchent alors à obtenir une annulation partielle de leur dette, souvent euphémisée sous le vocable de « restructuration », comme cela peut-être le cas des pays dont la monnaie est indexée sur l'euro ou le dollar voire même des pays « périphériques » de la zone euro. Cela leur permet de soulager temporairement leurs difficultés, mais ne résout pas leur problème structurel, qui est celui de leur subordination dans le système mondial. Généralement exportateurs de matières premières et importateurs de produits finis, ils sont dans un état de dépendance structurelle au commerce international (voir Intérêt général, note #12, *Contre le dumping, le protectionnisme : bâtir un « gouvernement des échanges » régulateur*).

“ Un État monétairement souverain ne court jamais de risque de défaut : il peut toujours se refinancer et faire rouler sa dette. ”

Entre les États monétairement souverains et ceux ne disposant pas de cette souveraineté, la zone euro constitue quant à elle un cas à part. Considérée comme un tout homogène abstrait, on peut affirmer que la zone euro est monétairement souveraine. Elle constitue l'une des plus importantes entités économiques mondiales, et sa monnaie est très recherchée à des fins de réserve ou d'échanges commerciaux. Cependant, **chaque État de la zone euro pris individuellement est dans une situation ambiguë, car il n'a pas directement le contrôle de l'émission monétaire.** Ce contrôle est délégué à une instance supranationale, la BCE, dont le haut degré d'indépendance vis-à-vis des autorités élues écorne déjà la souveraineté monétaire. En pratique, le degré de souveraineté monétaire de chaque État de la zone euro dépend de sa position dans les hiérarchies de pouvoir au sein de la zone, et de son degré d'alignement avec les politiques libérales. Un État périphérique cherchant à s'émanciper des politiques néolibérales peut rapidement se retrouver dans une situation analogue à celle d'un État endetté dans une monnaie étrangère et à court de devises, comme la Grèce en 2015 (voir Épisode II, [Pour ne jamais oublier le trauma grec](#)). La BCE ayant fermé le robinet du refinancement monétaire suite à la décision de l'Eurogroupe de ne pas prolonger le programme d'ajustement grec, le gouvernement Tsipras n'avait plus que deux options : le défaut de paiement, vraisemblablement accompagné d'une sortie de la zone euro, ou l'obtention d'un financement d'urgence conditionné à une nouvelle cure d'austérité sous la forme du « troisième mémorandum ». Plus généralement, les politiques macroéconomiques menées dans les pays périphériques de la zone euro (Grèce, Portugal, Irlande, voire Espagne et Italie) durant la crise dite des dettes souveraines (2010-2013) étaient caractéristiques de pays à souveraineté monétaire limitée.



**L'épisode II, *De la souveraineté monétaire en zone euro*, rappelle le carcan monétaire qu'a représenté la création de la monnaie unique et détaille les dernières évolutions du cadre monétaire européen.**