



III/ Comment (di)gérer des dettes publiques élevées ?

*Thomas Grjebine**

Les dépenses publiques massives engendrées par la crise de la Covid-19, financées par l'endettement des États, ont fait resurgir des inquiétudes anciennes : celle d'une montée des taux d'intérêt qui entraînerait le retour d'une crise des dettes souveraines ; celle d'une éviction de l'investissement privé ; ou celle que la dette pèse sur les générations futures. La France, le Royaume-Uni ou les États-Unis ont pourtant connu, au XIX^e ou au XX^e siècle, des dettes bien plus élevées qu'actuellement (proportionnellement aux revenus nationaux), qui suscitaient les mêmes craintes et qui ont été digérées. Quels enseignements en tirer ?

La dette publique a longtemps été perçue comme un fardeau dont il fallait se débarrasser en dégageant des excédents budgétaires. Le regard va changer au XX^e siècle sous l'impulsion des travaux de John Maynard Keynes qui, en réhabilitant le rôle des dépenses publiques, va ouvrir la voie à une perception plus positive des déficits budgétaires. Dépenses publiques et croissance ne sont plus forcément antinomiques, et la politique économique vise alors moins à réduire la dette ayant permis de financer ces dépenses qu'à stimuler la croissance, les banques centrales participant de façon active au financement des dettes publiques.

* Thomas Grjebine est responsable du programme scientifique « Macroéconomie et finance internationales » au CEPII.

La question de la soutenabilité des dettes publiques se pose en outre de façon très différente selon la plus ou moins grande souveraineté monétaire des États. Les États-Unis, endettés dans une devise qu'ils émettent, ont ainsi des marges de manœuvre beaucoup plus importantes que les pays de la zone euro qui n'ont pas de souveraineté monétaire, ce qui pousse à s'interroger sur le risque d'une nouvelle crise des dettes souveraines, et sur les politiques à même de la prévenir.

Une perception historiquement négative des dettes publiques

Les économistes classiques avaient un regard très critique sur la dette publique qui reflétait leur vision très négative des dépenses publiques – à l'époque essentiellement de nature militaire. C'est la raison pour laquelle David Ricardo [1820] considérait que les dépenses publiques ne bénéficiaient nullement à l'activité économique : la très forte augmentation de la dette publique au Royaume-Uni au XVIII^e siècle et au début du XIX^e venait essentiellement du financement des guerres, et l'argent mobilisé aurait pu être utilisé à des activités productives. La dette publique était associée à un fardeau en raison aussi des hausses d'impôts qui étaient nécessaires pour la rembourser.

Les économistes néoclassiques vont poursuivre ce raisonnement en insistant sur un effet d'éviction de l'investissement privé qu'entraînerait selon eux la dette publique. En supposant l'offre d'épargne limitée, un déficit budgétaire implique, en effet, que l'État emprunte à des personnes et à des entreprises qui, autrement, financeraient un investissement privé dans du capital productif. Et puisque tous se disputent une offre limitée d'épargne disponible, les coûts de l'emprunt augmentent : cette hausse des taux d'intérêt a un effet négatif sur l'investissement et la production de long terme, appauvrissant de ce fait les générations futures. Cette approche a été remise au goût du jour avec la thèse de l'« austérité créatrice » [Alesina *et al.*, 2019] selon laquelle l'austérité stimulerait l'investissement privé (car la dette publique entre compétition avec l'investissement privé).

Cette conception négative de la dette publique a beaucoup influencé la façon dont les dettes ont été gérées au XIX^e siècle. Les gouvernements cherchaient alors à rembourser la dette publique en dégageant des excédents primaires. Ils s'infligeaient de la payer

au prix fort puisque, du fait de régimes monétaires adossés à l'or, l'inflation était alors nulle ou négative. En faisant augmenter la valeur réelle de la dette, la déflation enrichissait les créanciers détenteurs de la dette (les rentiers) au détriment des emprunteurs – une situation accentuée par le fait que le taux d'intérêt servi sur les titres de rente d'État était substantiel (autour de 4 %) et supérieur au taux de croissance (tableau 1).

L'exemple le plus emblématique est celui du Royaume-Uni où la dette publique représentait en 1820, soit quelques années après la bataille de Waterloo, près de 250 % du PIB (graphique 1). Tout au long du XIX^e siècle, les gouvernements vont chercher à la réduire en dégageant des excédents primaires : d'environ 1,2 % du PIB par an en moyenne de 1810 à 1910, les excédents vont même

Tableau 1. Les données clés de la (di)gestion de la dette publique (en %)

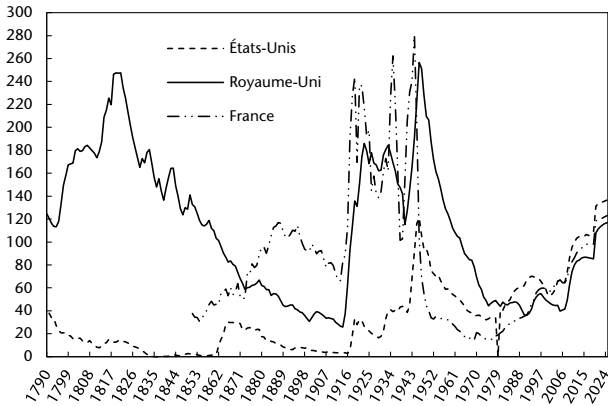
	Dette publique/ PIB		Infla- tion	Taux de crois- sance**	Taux longs**	Solde primaire	Dette en devise étran- gère
	Début	Fin					
1810-1910							
France	20	80	0,2	1,2	3,8	0,7	
États-Unis	10	4	-0,2	4,3	4,9	-0,1*	
Royaume-Uni	178	33	-0,3	2,1	3,5	1,2	
1910-1950							
France	80	40	13,1	1,4	-8,6	-5,6	21,0
États-Unis	4	87	2,5	3,2	0,7	-4,4	0,0
Royaume-Uni	33	206	3,1	1,4	0,4	-8,0	10,0
1950-1970							
France	40	21	4,9	5,1	1,2	0,0	12,0
États-Unis	87	36	2,6	3,8	1,6	0,4	0,0
Royaume-Uni	206	70	4,1	2,6	1,7	3,9	7,0
1970-2021							
France	21	119	4,1	1,9	3,1	-0,4	2,0
États-Unis	36	134	3,9	2,7	2,5	-1,2	0,0
Royaume-Uni	70	112	5,4	2,3	2,2	-0,5	3,7

* Période : 1870-1910.

** Taux de croissance et taux d'intérêt de long terme exprimés en termes réels.

Sources : Abbas *et al.* [2011], Abbas *et al.* [2014], OCDE.

Graphique 1. Des dettes publiques très élevées par le passé
(en % du PIB)



Note : l'Insee fournit des données de dettes françaises à partir de 1978. Les données avant 1978 sont moins précises (les règles comptables ont beaucoup évolué) mais les dynamiques peuvent être retracées à partir de Abbas *et al.* [2014] et du travail mené par Global Financial Data.

Sources : Abbas *et al.* [2014], Global Financial Data, Insee.

atteindre 5 % entre 1810 et 1855, avec à la clé des récessions, la politique de déflation menée à partir de 1815 (pour retrouver la parité avec l'or qui prévalait avant les guerres napoléoniennes) faisant chuter l'activité et augmenter le chômage. Malgré près d'un siècle de budgets en excédent, ces tentatives vont échouer, la dette publique nominale restant stable autour de 1 milliard de livres sterling. Les excédents permettaient, en effet, de financer les intérêts versés aux détenteurs des dettes publiques, mais pas de rembourser le principal. C'est la croissance du revenu national britannique (près de 2,1 % par an entre 1810 et 1910) qui permettra de réduire l'endettement aux environs de 30 % du revenu national au début du xx^e siècle, avant de remonter brutalement avec la Première Guerre mondiale. En dépit de ces politiques d'austérité freinant la croissance, cette période reste exceptionnelle en raison de la conjonction de la révolution industrielle, avec ses innovations technologiques majeures, d'une croissance démographique très forte (la population a été multipliée par 2,4 entre 1815 et 1914) et d'une extension des débouchés que les colonies procurent.

C'est aux classes possédantes de l'époque que la politique de déflation menée par l'Angleterre bénéficiait car elle faisait augmenter la valeur réelle de leur patrimoine dont les titres de dette publique constituaient une part importante. Cet effet antiredistributif était accentué par un impôt, permettant de rembourser les intérêts, très régressif, c'est-à-dire surtout payé par les milieux modestes (qui ne votaient pas, seul 1,5 % de la population ayant le droit de vote). C'est l'une des raisons de la méfiance de Karl Marx vis-à-vis de la dette publique, perçue comme un instrument au service de l'accumulation du capital privé.

Les débats sur les effets antiredistributifs de la dette publique furent aussi centraux aux États-Unis dès l'instauration d'une dette fédérale en 1790. Robert Livingston, un des pères fondateurs, s'opposait ainsi à cette levée de dette, car seule une infime minorité de la population pouvait acheter ces obligations, ce qui était selon lui une source d'instabilité politique, les impôts payés par tous servant à enrichir une poignée de créanciers. Ce qui arriva dès 1791 avec la « révolte du Whisky », un soulèvement populaire faisant suite à la décision de financer le déficit budgétaire par des taxes sur les alcools forts. Pendant la guerre de Sécession (1861-1865), le président Abraham Lincoln déclara de même que la forte augmentation de la dette publique risquait de créer des troubles politiques et sociaux si les obligations n'étaient pas détenues par une part importante de la population – à l'époque près de la moitié de la dette fédérale était détenue par seulement 1,5 % des ménages.

Cette aversion pour la dette publique conduisit, comme au Royaume-Uni, à des politiques visant à l'éradiquer par l'austérité. L'exemple le plus célèbre est celui du président Andrew Jackson qui décida de rembourser intégralement la dette publique qu'il qualifiait de « faillite morale » – objectif atteint en 1835 au prix d'une politique d'austérité très dure et d'une forte récession. Mais ce ne fut pas un exemple isolé. Au XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, les présidents américains ont tenté à plusieurs reprises de réduire la dette fédérale par des surplus primaires – des politiques qui ont pratiquement toutes conduit à des récessions (le dernier épisode en date étant la politique d'austérité du président Herbert Hoover en 1932 qui aggrava considérablement les effets de la crise de 1929). Là encore, ces politiques récessives ont affecté la croissance mais, aux États-Unis aussi, le XIX^e siècle

était extraordinairement porteur, avec notamment la conquête de l'Ouest.

La révolution keynésienne fait changer le regard sur la dette publique

La crise de 1929 va marquer un tournant dans la perception de la dette publique. La dette publique ne finance plus seulement des activités régaliennes ou des dépenses militaires mais aussi des secteurs en difficulté ou des prestations sociales qui profitent au plus grand nombre. La théorie keynésienne change aussi le regard sur les dépenses publiques, et ouvre la voie à une perception plus positive de la dette qui les finance. Elle permet de comprendre pourquoi les politiques d'austérité menées au XIX^e siècle, en raison de leurs conséquences sur la demande agrégée, ne pouvaient se traduire que par des effets négatifs sur l'activité et par une plus grande difficulté à rembourser la dette. L'idée de multiplicateur (fiscal lorsqu'il s'agit d'une baisse des impôts, budgétaire pour une hausse des dépenses publiques) est au cœur de la théorie keynésienne : une baisse d'impôts ou une augmentation des dépenses publiques entraînent une augmentation du PIB plus importante que la demande supplémentaire induite directement. Dans un tel cercle vertueux, une baisse d'impôts, parce qu'elle engendre une hausse du revenu disponible, conduit à une hausse de la consommation, qui va elle-même se traduire par des revenus supplémentaires pour les vendeurs, et donc des embauches, de l'investissement, des rentrées fiscales supplémentaires, et ainsi de suite.

Alors que, pour les classiques, c'est l'épargne qui détermine l'investissement (d'où les effets d'éviction), pour Keynes, c'est au contraire l'investissement qui crée l'épargne : plus d'investissement permet plus d'activité et de revenus, et ainsi plus de consommation et d'épargne car la quantité d'épargne augmente avec les revenus. Du fait des effets multiplicateurs, les efforts pour augmenter l'épargne *via* des politiques de rigueur peuvent ainsi conduire à moins d'épargne agrégée (et donc moins d'investissement) : la baisse de l'activité peut en effet être si forte que l'épargne privée diminue plus que l'épargne publique n'augmente. C'est ce qui a été observé lors de la crise grecque de 2010-2012. Au lieu d'une « austérité créatrice », la rigueur imposée au pays a conduit à un effondrement du PIB réel de 17 % (au lieu des 5,5 % prévus

par le FMI) et à une explosion du chômage à 25 %. Ce résultat n'a rien de surprenant. À rebours des effets d'éviction mis en avant par les néoclassiques, les études empiriques montrent que l'investissement privé augmente lors des politiques de relance et plonge lors des épisodes d'austérité du fait de la baisse de la demande globale (les carnets de commandes sont le premier déterminant de l'investissement). C'est ce qui explique que les baisses d'impôts ont un effet positif sur l'investissement alors que dans un modèle néoclassique de telles baisses devraient augmenter la dette publique, aboutissant à une hausse du taux d'intérêt, du coût du capital, et par là même à une contraction de l'investissement et non à sa hausse [Geerolf et Grjebine, 2018].

Si Keynes réhabilite les dépenses publiques, il est plus réservé sur l'utilisation des déficits budgétaires pour les financer craignant qu'ils ne conduisent à des hausses d'impôts. Aussi emploie-t-il également l'expression « fardeau de la dette », en reconnaissant néanmoins que l'endettement peut être nécessaire, notamment en période de crise sévère, pour financer des dépenses (en particulier d'investissement) et éviter une paralysie de la production. Abba Lerner [1943] va plus loin avec la thèse de la « finance fonctionnelle », popularisée ces dernières années par les économistes de la *Modern Monetary Theory* [Kelton, 2021]. Selon lui, le gouvernement doit piloter le niveau de demande agrégée pour atteindre le plein-emploi, en utilisant les dépenses publiques et la fiscalité. Augmenter la dette publique ou imprimer de la monnaie n'est pas problématique si cela permet d'atteindre le plein-emploi sans augmenter l'inflation. Dans ce cadre, la fiscalité ne sert pas à financer les dépenses publiques, puisque ces dernières peuvent être financées bien plus aisément par la création monétaire, mais à réduire la dépense privée en cas de surchauffe de l'économie. La politique monétaire est ainsi au service de la politique budgétaire, cette dernière devant gérer les risques inflationnistes en stabilisant la demande agrégée.

La révolution keynésienne, en mettant fin à l'antinomie entre dette publique et croissance (et ce d'autant plus qu'elle n'évince pas l'investissement), va faire de la croissance l'outil privilégié pour réduire les ratios d'endettement. Dans la lignée de Keynes, Domar [1944] montre, dans un article célèbre, qu'une dette publique, aussi élevée soit-elle, peut être financée sans augmenter les impôts (le « fardeau de la dette »), tant que le taux de croissance nominal de l'économie reste supérieur au taux d'intérêt payé

sur cette dette. Le niveau absolu de la dette n'a ainsi aucun sens selon lui car la soutenabilité de la dette ne peut être appréhendée qu'en relation avec la croissance de l'économie : « Le problème du fardeau de la dette est un problème de croissance du revenu national. » Et c'est, en effet, grâce à la croissance que les dettes publiques massives du xx^e siècle ont été digérées. Que ce soit sur la période 1910-1950 ou dans l'après-guerre, le taux de croissance a été supérieur aux taux d'intérêt en France, aux États-Unis ou au Royaume-Uni (tableau 1), satisfaisant ainsi la condition de Domar. C'est en particulier le cas en France où la croissance annuelle (réelle) dépasse 5 % sur la période 1950-1970 alors que les taux d'intérêt réels dépassent à peine 1 % (1,2 % par an en moyenne).

Un rôle actif des banques centrales qui peuvent contrôler les taux d'intérêt et monétiser les dettes publiques

Au-delà de la croissance, la perception de la dette publique évolue aussi considérablement avec la prise de conscience des pouvoirs quasi illimités des banques centrales qui peuvent contrôler les taux d'intérêt et financer, plus ou moins directement, les dépenses publiques. Toute autorité monétaire qui émet de la monnaie, c'est-à-dire qui a l'autorité légale pour le faire, comme la Fed avec le dollar, dispose de tels pouvoirs – sous réserve que le pays ne soit pas endetté dans une devise extérieure ou engagé dans un régime de change fixe.

Comme le soulignait Keynes [1940], « un gouvernement, qui contrôle le système bancaire et de change, peut toujours trouver le cash pour payer ses achats de biens produits sur le sol domestique ». Et c'est toujours le cas actuellement selon l'ancien président de la Fed Alan Greenspan [2011] : « Les États-Unis peuvent rembourser n'importe quelle dette qu'ils ont car ils peuvent toujours créer de la monnaie pour cela » et c'est pour cette raison que les détenteurs de la dette fédérale sont confrontés à « une probabilité nulle de défaut de paiement ». La banque centrale peut en effet acheter tout ce qui est en vente dans sa propre monnaie tant que sa monnaie est acceptée. Or, dans un État souverain monétairement, État et banque centrale ne font qu'un, la séparation de leurs bilans relevant d'un artifice comptable puisque institutionnellement la banque centrale est une sous-entité de l'État lui-même. La dette publique pourrait

être ainsi théoriquement remboursée intégralement du jour au lendemain sans que le contribuable ne verse un centime, ce que ni les ménages ni les entreprises ou entités locales ne peuvent faire. Ce n'est pas le cas non plus pour les États endettés en devises étrangères ou qui veulent maintenir un change fixe car ils doivent pouvoir convertir leur monnaie dans un actif dont ils pourraient manquer et que leurs banques centrales ne peuvent créer *ex nihilo* (comme l'or, ou la monnaie d'un autre pays).

Cette souveraineté monétaire des États tient au fait que les banques centrales concernées restent sous le contrôle plus ou moins direct du pouvoir politique – et ce, quelle que soit l'indépendance inscrite dans leurs statuts. La Fed est ainsi une créature du Congrès : la Constitution américaine a confié au Congrès le pouvoir « de frapper de la monnaie et d'en fixer la valeur » et l'autorité monétaire est seulement déléguée par le Congrès à la Fed qui doit lui rendre des comptes. C'est la raison pour laquelle l'ancien président de la Fed Ben Bernanke [2012] déclarait lors d'une audition au Congrès : « Bien sûr, nous ferons tout ce que le Congrès nous dira de faire. » Si le Congrès n'est pas satisfait des actions de la Fed, il peut toujours lui donner mandat d'agir autrement, comme il l'a fait en 1975 pour qu'elle maintienne les taux longs bas. La nomination du président de la Fed par le président des États-Unis (et confirmé par le Sénat) pour un mandat de quatre ans, renouvelable sans limite, accentue le côté formel de cette indépendance.

Ce pouvoir quasi illimité des banques centrales explique pourquoi Abba Lerner [1943] considérait que les dépenses publiques pouvaient être facilement financées par la création monétaire. Si les principes de la finance fonctionnelle n'ont pas été mis en place de façon explicite, la dominance fiscale de la politique monétaire (le fait qu'elle soit mise au service de la politique budgétaire pour aider au financement des dépenses publiques) a influencé les gouvernements jusqu'à la contre-révolution monétariste des années 1970. C'était aussi le cas dans l'après-guerre, lorsque les dettes publiques étaient monétisées, c'est-à-dire que les dépenses publiques étaient directement financées par la création monétaire, soit par des achats d'obligations souveraines sur le marché primaire par la banque centrale soit par des prêts directs au gouvernement. De 1948 à 1973, la France a privilégié la seconde option : les prêts de la Banque de France au Trésor représentaient entre 15 % et 20 % de la dette

publique sur la période [Monnet, 2018]. Cette monétisation est souvent associée à l'inflation post-1945 qui permet de réduire la valeur réelle de la dette : en France, la dette publique est ainsi passée de 280 % du PIB en 1944 à moins de 30 % en 1952 avec près de 30 % d'inflation par an sur cette courte période.

Les banques centrales ont aussi mené des politiques de contrôle des taux longs qui permettaient à la fois de contenir les coûts d'emprunt des États et de stimuler l'investissement. De telles politiques rendaient la condition de Domar (taux d'intérêt inférieur au taux de croissance) largement fictive puisque les taux étaient *de facto* contrôlés par les autorités, et non déterminés par les marchés comme il le supposait. La Fed a mené une telle politique dès 1942 pour abaisser le coût du financement des dépenses publiques, notamment militaires. Pour ce faire, elle avait plafonné les coûts d'emprunt du Trésor en déclarant qu'elle achèterait la quantité d'obligations d'État nécessaire pour que le taux d'intérêt ne dépasse pas un certain niveau. Cette pratique a cessé au début des années 1950 avec le retour d'une forte inflation. Une telle stratégie a également été menée par la Banque d'Angleterre au sortir de la Seconde Guerre mondiale, et à plusieurs reprises jusqu'en 1971.

À partir des années 1970, le monétarisme remet en cause ce rôle actif des banques centrales et la dominance fiscale : si les banques centrales doivent contrôler les agrégats monétaires pour limiter l'inflation, les taux d'intérêt – courts et longs – sont déterminés par les marchés. La doctrine néokeynésienne, dominante au sein des banques centrales depuis les années 1990, va conserver l'hypothèse que les banques centrales ne peuvent et ne doivent contrôler que les taux courts. La crise financière de 2007-2009 marque le retour en grâce des politiques de contrôle des taux longs. Avec des taux directeurs proches de zéro, les banques centrales ont, en effet, été amenées à penser des politiques monétaires non conventionnelles. C'est la banque centrale du Japon qui est la plus allée dans cette direction en mettant officiellement en œuvre une politique de contrôle des taux longs à partir de 2016 : elle s'est engagée à acheter le montant d'obligations souveraines lui permettant d'atteindre le niveau de taux d'intérêt (autour de 0 % pour les obligations à dix ans) qu'elle s'était fixé et de le maintenir en dépit d'une dette atteignant près de 250 % du PIB (la souveraineté monétaire du Japon permettant de toute façon à sa banque centrale d'acheter autant de dette publique que de besoin).

Les limites à l'endettement public

Si un État souverain monétairement peut créer autant de monnaie qu'il le souhaite *via* sa banque centrale, cela ne signifie pas qu'il doive le faire ou qu'il n'est pas limité par les capacités productives de son économie. Deux limites contraignent en pratique l'endettement des États : l'inflation et l'endettement dans une devise étrangère.

Si l'inflation permet de réduire la valeur réelle de la dette, elle engendre des effets redistributifs qui peuvent être très problématiques. C'est la raison pour laquelle Keynes se montrait très réservé quant à son usage comme instrument de politique économique. Dans son ouvrage *Comment financer la guerre ?* [1940], il soulignait que le problème était moins la question du financement de la guerre elle-même, dans la mesure où un gouvernement *via* sa banque centrale peut toujours créer de la monnaie pour acheter les biens produits sur le sol domestique, que l'inflation susceptible d'être causée par les politiques mises en œuvre pour financer les dépenses militaires. Il craignait que cette inflation ait des conséquences redistributives très négatives, en lésant les salariés dont les rémunérations ne peuvent augmenter au même rythme que les prix (ou avec retard) et les petits épargnants. L'inflation pouvait être selon lui « beaucoup plus cruelle en termes d'équité que la taxe la plus régressive », ce qui explique que les syndicats y étaient également très hostiles.

L'endettement dans une devise extérieure réduit davantage encore la souveraineté monétaire dans la mesure où la banque centrale ne peut créer *ex nihilo* les actifs permettant de la rembourser. Ce fut le cas dans la France de l'entre-deux-guerres : en 1930, 42 % de la dette publique était ainsi en devises étrangères – la France bénéficia en 1934 d'une quasi-annulation de cette dette (émise notamment pour financer la guerre et la reconstruction après 1918) à l'issue d'un accord avec les États-Unis et le Royaume-Uni qui étaient ses principaux créanciers. Sous l'impulsion du plan Marshall, la part de la dette en devises étrangères a ensuite à nouveau augmenté pour atteindre jusqu'à 28 % en 1949. Cette souveraineté monétaire est également entamée dans les pays en régime de change fixe – une situation qui a prédominé durant le XIX^e siècle et aux États-Unis jusqu'à la décision du président Nixon le 15 août 1971 de suspendre la convertibilité en or du dollar. Sous l'étalon-or, de 1870 jusqu'à la

Première Guerre mondiale (où les monnaies étaient convertibles en or), puis dans le système de Bretton Woods de 1944 à 1971 (où les monnaies étaient convertibles en dollar seule monnaie convertible en or), les banques centrales devaient conserver assez de réserves (d'or puis de dollars – d'or pour les États-Unis) pour maintenir la parité de leur monnaie.

C'est également une situation que beaucoup de pays émergents, qui avaient décidé d'ancrer leur monnaie à une autre devise ou qui se sont endettés dans une devise extérieure, ont connue. Ce fut le cas en Argentine qui fit défaut en 2001 sur une dette principalement libellée en dollars – à la fin des années 1990, 90 % de la dette argentine était libellée en devises étrangères, principalement en dollars.

Cet endettement en devises étrangères est beaucoup plus problématique qu'une dette publique détenue par des non-résidents. Grâce à ses excédents avec les États-Unis, la Chine a ainsi possédé jusqu'à 12 % de la dette publique américaine en 2012, ce qui a fait dire au président Obama en 2009 que l'Amérique vivait avec « une carte de crédit de la Banque de Chine ». Ce n'est pourtant pas le cas : comme cette dette est libellée en dollars, les États-Unis pourraient la rembourser théoriquement du jour au lendemain par une simple opération comptable, la Fed rachetant ces titres en créditant le compte de la Banque populaire de Chine – dans la mesure où, institutionnellement, la Fed n'est qu'une composante du gouvernement fédéral, on peut parler d'un remboursement *de facto* de la dette américaine. Les États-Unis bénéficient du privilège de pouvoir payer leurs déficits commerciaux en dollars – une situation liée à la confiance dans cette devise et à son statut international. Mais la persistance du déficit commercial américain et les rapports de forces internationaux pourraient demain conduire la Chine à exiger que les États-Unis payent leurs déficits avec une autre devise. D'où l'intérêt pour les États-Unis de convaincre le reste du monde, et en particulier les pays avec lesquels ils ont un déficit commercial, de leur sérieux budgétaire pour que ces derniers continuent de travailler pour leur fournir des produits contre des dollars.

Ce qui vaut pour la relation des États-Unis avec la Chine s'applique plus largement à toute banque centrale qui veut faire usage de ses pouvoirs quasi illimités de création monétaire. Le paradoxe d'un État souverain monétairement est qu'il doit toujours s'assurer que la devise qu'il émet reste acceptée, par ses

partenaires commerciaux comme par ses citoyens. C'était déjà pour Keynes la principale limite de la thèse d'Abba Lerner, dont il doutait du caractère opérationnel. Selon lui, une augmentation rapide et non contrôlée de l'endettement public pouvait inquiéter les investisseurs, et réduire leur préférence pour les bons du trésor relativement à d'autres actifs – et si le gouvernement demandait en réponse à la banque centrale de monétiser ses dettes, le risque inflationniste n'était pas à minimiser car il provoquerait en réaction une montée des taux qui affecterait l'investissement. La faiblesse de la demande agrégée pouvait être traitée de façon plus efficace *via* la redistribution, en particulier en taxant les riches ayant une faible propension marginale à consommer, soit une façon d'augmenter les dépenses sans augmenter les déficits. Si les risques de défiance vis-à-vis des bons du Trésor américain sont aujourd'hui très faibles, notamment du fait de l'abondance d'épargne, les expériences historiques, y compris récentes, montrent que la confiance et la prise en compte de la psychologie des marchés financiers peuvent être clés dans la gestion des dettes publiques. C'est *a fortiori* le cas dans les pays de la zone euro qui disposent de marges de manœuvre beaucoup plus faibles pour faire face à leurs dettes publiques élevées.

Quelles marges de manœuvre pour les pays de la zone euro ?

Les craintes vis-à-vis de la forte augmentation des dettes publiques s'expriment avec une acuité particulière dans la zone euro où reste en mémoire la crise des dettes souveraines de 2010-2012. La gestion des dettes publiques y est rendue plus complexe par la coexistence de dix-neuf dettes souveraines pour une seule banque centrale, ce qui implique que les pays de la zone euro – comme les États fédérés aux États-Unis (à la différence de l'État fédéral) – s'endettent dans une devise qu'ils ne contrôlent pas. Si l'émission d'une dette commune pour financer le plan de relance européen *NextGenerationEU* marque une étape importante dans l'émergence d'une souveraineté monétaire européenne – avec la limite que cette dette est émise au niveau de l'Union européenne et non de la zone euro –, elle ne pourra jouer qu'un rôle subsidiaire en l'absence d'instauration d'un véritable État fédéral, qui seul pourrait donner l'assise démocratique nécessaire pour un endettement au niveau européen.

La question de la soutenabilité des dettes nationales ne se pose guère avec des taux proches de zéro, qui permettent à l'ensemble des États de la zone euro d'émettre de nouvelles dettes pour rembourser les dettes passées. Cet environnement de taux bas s'inscrit dans une tendance de long terme, amorcée dans les années 1980, en lien avec une abondance d'épargne au niveau mondial et de faibles opportunités d'investissement (stagnation séculaire). Cet excès d'épargne puise sa source dans le vieillissement démographique et la forte montée des inégalités, qui concentre la richesse dans les mains de ménages qui ne consomment qu'une faible part de leurs revenus. Cette baisse tendancielle des taux d'intérêt et leur très faible niveau actuel n'excluent pas pour autant qu'un mouvement de défiance envers certains titres souverains fasse subitement remonter les taux, comme cela s'était produit en 2010-2012.

Le fait que les banques centrales n'hésitent plus, depuis 2008, à contrôler les taux d'intérêt à long terme, change également la donne. La Banque centrale européenne n'a pas adopté officiellement une politique de contrôle des taux long à la japonaise. Mais, en pratique, la BCE mène une politique qui s'en approche, depuis le fameux *whatever it takes* de Mario Draghi en juillet 2012, qui avait instantanément permis de réduire les écarts de taux d'emprunt entre pays européens. Cette politique s'est poursuivie avec les programmes d'achats massifs d'actifs à partir de 2015 (le *quantitative easing*). Officiellement, il n'est question ni de monétisation des dettes publiques – l'article 123 du traité de Lisbonne interdit, en effet, à la banque centrale d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux États ou d'acquiescer directement auprès d'eux les instruments de leur dette – ni d'une politique visant à réduire les *spreads*. On se souvient de la déclaration de Christine Lagarde, en mars 2020 : la BCE n'est « pas là pour réduire les *spreads* » (les écarts entre les taux d'emprunt des États européens). Mais la frontière est mince entre un financement direct et un financement *via* des achats d'obligations sur le marché secondaire qui aboutissent à une baisse des *spreads*. En pratique, la banque centrale participe de façon très active au financement des dettes publiques. Aujourd'hui, près de 20 % de la dette publique française est détenue par la Banque de France. C'est même 60 % de la dette publique émise par les pays de la zone euro entre mars et août 2020 qui a été rachetée par leurs banques centrales.

Par ces achats massifs d'actifs, la BCE mène ainsi implicitement une politique de contrôle des taux longs. Ce contrôle *de facto* suppose un pilotage complexe puisque la BCE a dix-neuf taux longs à contrôler [Grjebine, 2020]. Surtout, il repose sur des compromis politiques tacites : une clarification serait évidemment nécessaire d'un point de vue démocratique, mais avec le risque d'un effondrement de cet édifice très fragile. D'autant que le soutien à la politique expansionniste de la BCE pourrait se lézarder chez les classes moyennes qui utilisent la dette publique comme un support d'épargne. Dans les pays qui ont développé un système de retraite par capitalisation, les taux bas pourraient appauvrir les retraités, ce qui est une des raisons de la colère des retraités allemands envers la politique expansionniste de la BCE.

La soutenabilité des dettes publiques des pays de la zone euro serait-elle améliorée par une hausse de la fiscalité des plus riches ? Non, car la faiblesse structurelle des taux provient elle-même en partie de l'excès d'épargne de ces derniers qui achètent massivement la dette publique. Une meilleure redistribution, *via* une telle hausse de la fiscalité, permettrait, en revanche, de soutenir la demande et de rendre ainsi la dette publique moins nécessaire – tout en réduisant les ratios d'endettement *via* le surcroît de croissance permis par cette demande supplémentaire. Quant à une annulation ponctuelle des dettes publiques, elle ne garantirait pas que les taux des emprunts souverains restent bas et pourrait entamer la confiance des marchés quant au stock de dette restant. En pratique, de telles solutions (hausses d'impôts ou annulations de dettes publiques) seraient de toute façon extrêmement difficiles à mettre en œuvre.

Aussi, dans un environnement où l'épargne privée est abondante, la dette publique demeure un instrument privilégié pour combler les déficits de demande. Chercher à réduire la dette nominale *via* des politiques d'austérité serait même catastrophique et risquerait de nous replonger dans l'engrenage infernal de 2010-2012. Les taux bas actuels restent une opportunité pour emprunter, y compris à l'échelle européenne, et financer les investissements nécessaires à la transition écologique ainsi qu'au renforcement et verdissement de notre appareil productif. Au final, une digestion lente et maîtrisée des dettes publiques *via* la croissance reste l'option la moins mauvaise, mais elle repose sur un sentier étroit où il faut préserver à la fois la confiance des acteurs et de nos partenaires, les capacités d'investissement et la planète.

Repères bibliographiques

- ABBAS S., BELHOCINE N., EL-GANAÏNY A. et HORTON M. [2011], « Historical patterns and dynamics of public debt », *IMF Economic Review*, vol. 59, p. 717-742.
- ABBAS S., BLATTNER L., DE BROECK M., EL-GANAÏNY A. et HU M. [2014], *Sovereign Debt Composition in Advanced Economies. A Historical Perspective*, Fonds monétaire international.
- ALESINA A., FAVERO C. et GIAVAZZI F. [2019], *Austerity. When It Works and When It Doesn't*, Princeton University Press, Princeton.
- BERNANKE B. [2012], « The Fed will do whatever the Congress tells us to do », Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 18 juillet.
- DOMAR E. D. [1944], « The "burden of the debt" and the national income », *American Economic Review*, vol. 34, n° 4, p. 798-827.
- GEEROLF F. et GRJEBINE T. [2018], « Effets macroéconomiques des politiques fiscales : Keynes, le retour », in CEPII, *L'Économie mondiale 2019*, La Découverte, « Repères », Paris.
- GREENSPAN A. [2011], « No chance of default, US can print money », interview par Patrick Allen, CNBC, 7 août.
- GRJEBINE T. [2020], « Une solution "à la japonaise" pour éviter la crise des dettes souveraines », *Alternatives économiques*, 29 avril.
- KELTON S. [2021], *Le Mythe du déficit. La théorie moderne de la monnaie et la naissance de l'économie du peuple*, Les Liens qui libèrent, Paris.
- KEYNES J. M. [1940], *How to Pay for the War. A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*, Macmillan, Londres.
- LERNER A. P. [1943], « Functional finance and the federal debt », *Social Research*, vol. 10, n° 1, p. 38-51.
- MONNET E. [2018], *Controlling Credit. Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*, Cambridge University Press, New York.
- OBAMA B. [2009], « Discours à Rio Rancho », 14 mai.
- RICARDO D. [1820], *Essay on the Funding System*, supplément à la 6^e édition de *L'Encyclopædia Britannica*.