HAL open science

Expertise économique et politique publique : examen critique des propositions sur la dette liée à la pandémie

Anne-Laure Delatte, Benjamin Lemoine

▶ **To cite this version:**

Anne-Laure Delatte, Benjamin Lemoine. Expertise économique et politique publique : examen critique des propositions sur la dette liée à la pandémie. LIEPP Working Paper, 2021, 118. hal-03219581v1

HAL Id: hal-03219581

https://sciencespo.hal.science/hal-03219581v1

Submitted on 6 May 2021 (v1), last revised 28 Oct 2021 (v2)

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Distributed under a Creative Commons Attribution - ShareAlike 4.0 International License

SciencesPo
LABORATOIRE INTERDISCIPLINAIRE
D'ÉVALUATION DES POLITIQUES PUBLIQUES

LIEPP Working Paper
Mars 2020, nº118

Note de recherche

Expertise économique et politique publique : examen critique de la proposition de cantonner la dette liée à la pandémie

Anne-Laure DELATTE
CNRS, Université Paris Dauphine, CEPR
anne-laure.delatte@dauphine.psl.eu

Benjamin LEMOINE
CNRS, IRISSO, Université Paris Dauphine
benjamin.lemoine@dauphine.psl.eu

www.sciencespo.fr/liepp
© 2021 by the authors. All rights reserved.

Comment citer cette publication:
DELATTE, Anne-Laure, Benjamin LEMOINE, **Expertise économique et politique publique : examen critique de la proposition de cantonner la dette liée à la pandémie,** *Sciences Po LIEPP Working Paper* n°118, 2021-03-25.

Note de recherche

Expertise économique et politique publique : examen critique des propositions sur la dette liée à la pandémie[1]

Anne Laure Delatte[2] Benjamin Lemoine[3]

Résumé

Cette note analyse les logiques économiques et politiques des propositions concernant le traitement de la dette COVID formulées par différentes expertises, plus ou moins proches du gouvernement. Ces propositions contribuent à reconstruire un récit de la dette tout en s'inscrivant dans une logique politique conservatrice qui évacue toute alternative budgétaire progressive. Après avoir explicité la façon dont, à travers l'histoire, le dispositif des caisses d'amortissement de la dette a été expérimenté, nous tirons les enseignements suivants : loin de se réduire à une opération cosmétique, ces propositions engagent les finances publiques dans une logique disciplinaire au prix d'une possible augmentation du coût de financement de la dette. Enfin, les solutions avancées sont de nature à freiner les réformes possibles de la gouvernance économique européenne.

Abstract

This note analyses the economic and political logic of the proposals dealing with public debt due to the pandemic formulated by various experts, more or less close to the government. These proposals contribute to a narrative of the debt while at the same time they follow a conservative political logic, by evacuating any progressive budgetary alternative. After explaining the way in which the Debt Repayment Fund (caisse d'amortissement) has been experimented over the last century, we draw the following conclusions: far from being neutral, the proposals commit public finances to a disciplinary logic at the cost of a possible increase in the cost of financing the debt. Finally, the proposals would put a brake on possible reforms of European economic governance.

[1] A-L Delatte et B Lemoine remercient vivement Julia Cagé, Clément Fontan, Michael Zemmour et Ana Carolina Cordilha pour leurs commentaires, ajouts et relectures.

[2] Anne-Laure Delatte est actuellement chargée de recherche au CNRS au département d'économie de l'université Paris Dauphine (PSL) et affiliée au CEPR. Elle préside la commission marchés financiers du CNIS. Elle a été chercheuse visiting à l'Université de Princeton de septembre 2014 à juillet 2017 et membre du Conseil d'analyse économique français en 2017-18.
Ses recherches portent sur les marchés de capitaux internationaux et la mise en marché de la dette publique. Une partie de ses travaux s'applique à la zone euro.

[3] Benjamin Lemoine est politiste, chargé de recherche au CNRS et à l'Institut interdisciplinaire de recherche en sciences sociales (IRISSO) de l'Université Paris Dauphine (PSL). Il a été membre de l'Institute for Advanced Study (2019-2020) de l'Université de Princeton.
Ses recherches portent sur les liens entre expertise économique, quantification, décision politique et finances publiques. Après avoir étudié la genèse du problème de la dette publique en France ainsi que les techniques d'émission de la dette, il travaille aujourd'hui sur la façon dont la souveraineté est transformée par la financiarisation, notamment en ce qui concerne les pays du Sud global.

Introduction

Le débat sur les modalités de traitement de la dette COVID a commencé dès juillet 2020 quand le ministre des Finances Bruno Le Maire a évoqué devant l'Assemblée nationale un traitement à part de cette fraction de la dette en ayant recours au cantonnement.[4] Cette solution consisterait à isoler le montant de dette lié à la crise pandémique (215 milliards d'euros) et à s'engager dans la voie de son remboursement par une ressource nouvelle ou existante. Un rapport du haut-commissariat au Plan dirigé par François Bayrou publié le 24 février 2021 recommandait également de cantonner la dette liée à la pandémie.[5] Le ministre a réitéré cette proposition devant les sénateurs en mars 2021 en y ajoutant le principe d'une règle sur les dépenses publiques.[6] Cette règle consisterait à introduire un objectif strict sur les dépenses publiques, au-delà des objectifs de croissance tels qu'inscrits dans la loi de programmation des finances publiques 2008-2022. La commission dirigée par Jean Arthuis sur « l'avenir des finances publiques », installée en décembre 2020, retenait dans ses conclusions du 18 mars 2021 le principe d'une règle sur les dépenses publiques (« maintenir dans le temps une dynamique des dépenses en-deçà de celle des recettes ») mais en écartant le cantonnement qui « impose un calendrier pour éteindre cette dette alors qu'elle est dans les faits, plus légitime ».[7] Par légitime, le rapport entend que la dette contractée à l'occasion de la pandémie n'est pas le fruit d'une « succession de déficits », contrairement au stock de dette constitué précédemment et qui, quant à lui, résulterait du laxisme budgétaire. Le consensus qui se dégage de ces différentes formes d'expertise, plus ou moins proches du gouvernement, acte de la nécessité d'une baisse de l'endettement en agissant sur le contrôle de la dépense publique, réaffirme la volonté d'écarter toute augmentation des prélèvements obligatoires (« compte tenu du niveau déjà élevé de nos impôts ») et propose de ne réduire la dette qu'après la fin de la pandémie, une fois la reprise économique installée.

En croisant les apports de l'économie, de la science politique et de la sociologie, cette note analyse les logiques économiques et politiques de ces diagnostics et solutions. Nous montrons comment ces expertises structurent le débat public et peuvent dès lors influencer l'action publique en matière de finances publiques.

Le cantonnement et les règles budgétaires afférentes contribuent à reconstruire un *récit* de la dette qui s'inscrit dans une logique politique conservatrice en évacuant toute alternative budgétaire progressive. Plus spécifiquement, les principaux enseignements sont les suivants : loin de se réduire à une opération cosmétique, les propositions engagent les finances publiques dans une logique disciplinaire au prix d'une possible augmentation du coût de financement de la dette. Le principe de ne pas augmenter les prélèvements obligatoires a déjà été contredit avec la prolongation, au cours de la crise pandémique, d'un impôt régressif – la Contribution

[4]https://www.challenges.fr/economie/budget-bruno-le-maire-annonce-un-traitement-a-part-de-la-dette-covid_717099

[5] François Bayrou, Haut Commissaire au Plan, « Face à la dette covid, une stratégie de reconquête », n°3, 24 février 2021. https://www.gouvernement.fr/face-a-la-dette-covid-une-strategie-de-reconquete.

[6]« Bercy prône toujours un cantonnement de la dette Covid », I. Couet, Les Echos, 3 mars 2021. https://www.lesechos.fr/economie-france/budget-fiscalite/bercy-prone-toujours-un-cantonnement-de-la-dette-covid-1294840

[7]https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport_-_commission_sur_lavenir_des_finances_publiques.pdf

au Remboursement de la Dette Sociale (CRDS) – et met toute la pression sur la baisse des dépenses publiques. Enfin, le cantonnement et l'adoption de règles budgétaires sont de nature à freiner les réformes possibles de la gouvernance économique européenne.

Littérature. Notre analyse s'inscrit dans le sillon des travaux, en histoire économique et science politique, examinant la fabrique des rapports et plus généralement le lien entre expertise économique et décision politique. Ces scènes particulières de la vie démocratique ont été étudiées sous l'angle de la « forme-rapport » comme un produit en construction (Gayon, 2009, 2016, 2017) : le diagnostic structure le champ des prescriptions possibles.[8] Les travaux soulignent l'effet de légitimation des choix politiques par l'expertise scientifique, ou encore de la mise en scène de la « pluralité » politique et de l'universalité des points de vue participant à travers leurs membres dans la commission (Bourdieu, 2012)[9]. De ces cénacles peut émerger un consensus – que ce soit sur l'établissement de ce qui est considéré comme « factuel » et « indiscutable » – sur un chiffrage, un diagnostic, ou une liste de solutions incontournables. Par exemple, le rapport issu du comité Rueff-Armand en 1958 dans les premières années de la Vème république, voulait « *passer l'économie française aux rayons X* »[10]. Ce point d'accord minimal sur la façon de poser le problème peut aussi contribuer à la dépolitisation d'un débat ou, au contraire, marquer le passage en politique d'un objet auparavant laissé à la technique. Les rapports et commissions visent plus généralement à « proposer une connaissance pour l'action », à « armer la décision sur un plan cognitif ou symbolique » (Gayon, 2016). Dans le cas de la dette, le rapport issu de la Commission dirigée par Michel Pébereau (ancien haut fonctionnaire du Trésor et à l'époque président du conseil d'administration de BNP Paribas) en 2005 avait installé dans la vie politique un langage et une dramaturgie autour de la dette : « les générations futures » comme « victimes » des « dettes implicites » (comme celles des retraites), « l'appauvrissement de l'État », à défaut d'investissement et par suraccumulation de dépense de fonctionnement, la différence entre « bonne » et « mauvaise » dette, ou encore le compteur qui défilait en arrière-plan des plateaux télévisés consacrés au débat politique (Lemoine, 2008). Plus généralement, le décryptage que nous proposons ci-dessous s'inscrit dans les travaux interdisciplinaires consacrés aux politiques des finances publiques qui mettent l'accent sur l'enchevêtrement des intérêts et des instruments d'actions entre acteurs publics et marchés financiers (Gabor, 2020, Braun, 2020, Piron 2019, Braun, Gabor, & Hübner, 2018, Claveau et Fontan, 2018, Lemoine, 2016, Bezes et Siné, 2011). Cette note contribue à ces travaux en analysant un épisode encore inédit : le débat sur la dette COVID.

---

[8] L'étude de la « forme-rapport » montre que ces expertises allient une visée informative, qui balise de façon sélective l'espace du constat, à une visée prescriptive, en listant des solutions. Les deux opérations (diagnostic et solutions) sont inséparables : la mise en lumière de certaines causalités pour un problème structure ce qu'il est pensable de mettre en œuvre comme prescriptions. Vincent Gayon (2009) propose, à travers « la piste sociogénétique » (Gayon, 2016), de reconstituer « la dynamique sociale et institutionnelle qui s'invibilise dans le rendu final » des rapports. Les rapports sont étudiés comme « un théâtre d'opérations politiques, bureaucratiques ou universitaires » (Gayon, 2017). Cf. aussi l'étude de Philippe Bézès (2002) sur la « mission Picq » relative à la réforme de l'État.

[9] Pierre Bourdieu, (2012). *Sur l'État. Cours au collège de France (1989-1992)*. Seuil.

[10] Pierre-Yves Galzi, « Sociogénétique du rapport Rueff-Armand. Mémoire en vue de l'obtention du master institutions, organisations, économie et société, Mention Sciences économiques et sociales de l'Université Paris Sciences et Lettres (Université Paris-Dauphine – EHESS – Mines paristech), 2019-2020.

Après avoir expliqué le contexte historique et les expériences antérieures de cantonnement et de caisse d'amortissement (I), la note s'organise autour de questions : quelles sont les motivations (II) et les implications (III) ? Enfin, nous dressons la liste des alternatives budgétaires progressistes (IV).

I. Perspective historique

I.1. Le cantonnement dans la tradition conservatrice : de Poincaré à Juppé

Le cantonnement consiste à transférer un montant de la dette (sociale et/ou de l'État) vers une caisse d'amortissement ou un véhicule spécial. Celle-ci émet alors une nouvelle dette, amortissable, et perçoit une ressource propre pour rembourser les échéances. Autrement dit, la caisse a pour mission d'assurer le remboursement progressif de la dette qui lui est transférée. La logique politique de ce cantonnement consiste ainsi à sortir du mode de gestion ordinaire de la dette (via les émissions d'obligations par l'Agence France Trésor), non pas pour l'effacer, mais au contraire afin de la rendre visible et d'afficher publiquement une volonté de la rembourser conformément à une stratégie définie.

Le cantonnement, et plus généralement le dispositif des caisses d'amortissement de la dette, ont été expérimentés de façon récurrente dans l'histoire des finances publiques françaises.

Poincaré : « Payer l'addition » de la guerre et rebâtir la confiance du franc. À la suite de la guerre contre la Sainte Alliance, et du fait que la République de Weimar n'honore pas (ou pas assez) ses dettes vis-à-vis de l'État français, Raymond Poincaré président du Conseil en 1922 « présente la note aux Français » à travers une loi pour l'amortissement.[11] Pour « sauver le franc », il faut rebâtir la confiance. Le cantonnement, suggéré par un « comité d'experts », est inscrit dans la constitution et offre une garantie aux créanciers. Véritable « outil psychologique du redressement » (Pellet, 2012), la caisse d'amortissement est un dispositif central du redressement financier dans sa version radicale. Tout est fait pour marquer le coup: l'escompte est remonté à 7 % (un record) afin d'attirer les capitaux étrangers sur la place de Paris. Et, alors même que l'État est quasiment à l'équilibre budgétaire, un effort fiscal de 6 milliards est destiné à financer la Caisse autonome d'amortissement. La Caisse est dotée d'une autonomie constitutionnelle et se voit attribuer des ressources fiscales propres (qui sortent des comptes de l'État pour venir l'alimenter exclusivement) pour près de de 5,5 milliards au total: le bénéfice du monopole des tabacs, le produit des droits de succession, une taxe de 7 ½ % sur les premières mutations d'immeubles et de fonds de commerce et les contributions volontaires.

De Gaulle : Cantonner, un verrou pour interdire les déficits. Au moment où un système de crédit administré et de circuit du Trésor s'installe en France des facilités de trésorerie – les caisses de l'État sont alimentées en évacuant le souci de confiance auprès des créanciers – le général de Gaulle n'aura de cesse de se référer à son prédécesseur Poincaré comme un

[11] Cela s'est traduit par une augmentation des impôts et en 1928, dévaluation de la monnaie de 80% « Le franc germinal, le franc-or, qui avait survécu à Waterloo et à Sedan, est devenu le « franc à quatre sous », comme disait alors la chanson ». Remy Pellet (2012).

exemple à suivre. Amortir la dette permettrait de mettre fin, par « *une disposition définitive* » à la pratique laxiste des déficits budgétaires. Il convenait selon lui, par un dispositif contraignant, de rendre irréversible l'exigence d'équilibre budgétaire, d'« *en finir une bonne fois avec l'impasse* » et se refuser à « *boucler le budget par l'inflation en faisant fonctionner la planche à billets, c'est-à-dire en émettant des bons du Trésor* » : « (Poincaré) *avait réuni le Congrès de Versailles, de manière qu'on ne puisse ensuite rien y changer.* (…) *On peut prendre des dispositions de principe, probablement législatives, pour maintenir de manière impérative certaines conditions de la stabilisation. En particulier en ce qui concerne les dépenses publiques.* (...) *Dans les anciens budgets, il n'y avait pas d'impasse. Le budget de l'État était voté avec des recettes et des dépenses rigoureusement identiques. Rajouter des dépenses qui n'étaient pas gagées par de vraies recettes, c'est une idée qui ne serait venue à personne* »[12]. Autrement dit, cantonnement et règles sur les dépenses publiques vont de pair ; cantonner la dette et planifier son remboursement pour stabiliser les dépenses publiques au niveau des recettes. En ce sens, les modalités défendues par Bruno Le Maire en 2021 rappellent la logique défendue 60 ans auparavant par le général De Gaulle.

Chirac et la CADEP : Privatiser, « désendetter » et racheter la faute de l'emprunt Giscard par l'amortissement. La droite qui ré-accède au pouvoir en 1986 (gouvernement de cohabitation) entend marquer sa différence avec les socialistes et met en place un programme de finances publiques idéologiquement libéral sous sa forme classique : privatiser et désendetter. Les recettes de la privatisation d'entreprises publiques (40 milliards de francs sur 70 environ) sont affectées au refinancement de la dette de l'État. La Caisse d'Amortissement de la Dette Publique (CADEP) pendant dix ans doit amortir la dette par l'acquisition de titres en vue de leur annulation, ou de la prise en charge de l'amortissement de titres, à leur échéance. Les contribuables paient au prix fort à partir de 1987 le remboursement de l'emprunt V. Giscard d'Estaing 7 %[13], les obligations renouvelables (les ORT) émises lorsque Jacques Delors était ministre des Finances[14], ainsi que le remboursement des derniers emprunts perpétuels émis par l'État.

---

[12] Idem

[13] Inspiré de la « rente Pinay », un grand emprunt défiscalisé et gagé sur l'or, qui aurait permis de maîtriser l'inflation et créer le « nouveau franc », Giscard lance un grand « emprunt de stabilisation », le 16 janvier 1973, auprès du public français pour capter l'épargne nationale. Le « désastre » vient du fait que cet emprunt au taux de 7 % est « garanti en unité de compte européennes », mais à défaut indexé « sur la valeur moyenne en francs du lingot d'un kilo au cours des 30 dernières séances boursières de 1972, soit 10 483 francs. » Malgré les critiques des communistes, les gouvernements socialistes tiennent à le rembourser et à honorer la signature française. « Fin 1983, le lingot coûte 104 000 francs et l'État doit verser 18 milliards de francs d'intérêts, soit trois fois le capital levé dix ans plus tôt », soit « un quart du service global de la dette publique ». Ce sont les produits de la privatisation (45 milliards de francs sur 55) qui sont utilisés pour « contourner le mur de ce remboursement ». Romaric Godin, « Le désastre de l'emprunt Giscard », Médiapart, 9/12/2020.

[14] « De 1983 à 1985, le Trésor émit pour 39 milliards de francs d'obligations à trois ans, renouvelables pour la même durée, avec cette caractéristique que le paiement des intérêts se trouvait reporté, en bloc, à la date du remboursement final, au terme des six ans : moyen pratique mais peu élégant de passer le flambeau aux successeurs ». Revenus au pouvoir, les socialistes « déminent la bombe à retardement » en procédant à des rachats en bourse. Les ORT constituaient une « véritable aubaine fiscale » : si elles étaient « revendues avant l'échéance, les coupons capitalisés qui sont compris dans le cours de Bourse sont imposés comme des plus-values, taxables à 17 % pour les sociétés ou à 0% pour les particuliers (en dessous du plafond légal de 270000 F de cessions annuelles), au lieu du prélèvement forfaitaire de 27%. Comme pour l'emprunt 7% 1973, de ruineuse mémoire, le Trésor jure qu'on ne l'y reprendra plus... ». « Comment désamorcer la « bombe » des obligations renouvelables du Trésor », Le Monde, 7 octobre 1988.

Juppé et la Cades : Cantonner la dette sociale Créée en 1995, son remboursement prévu initialement en 13 années reposait sur une nouvelle ressource, la Contribution de Remboursement de la Dette Sociale (CRDS) et une partie d'une ressource existante, une portion de la Contribution Sociale Généralisée (CSG). Le cantonnement étalait donc le remboursement de la dette sociale dans le temps et y consacrait une ressource fiscale spécifique. La Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) est dotée d'une personnalité morale et d'une autonomie de gestion conséquente et intervient sur les marchés avec de nombreux instruments de financement « modernes ». Après 1996, la CADES a été rouverte à plusieurs reprises et de nouveaux déficits y ont été transférés, le remboursement des dettes s'est fait alors par un allongement de la durée de perception de la CRDS à plusieurs reprises (la dernière a été décidée en juillet 2020).

La « mise en dette » de la sécurité sociale fait l'objet de controverses

L'extension indéfinie de la CADES est considérée comme une hérésie par les libéraux et un dévoiement des fonctions initiales de la caisse. Financer la sécurité sociale par la dette serait contraire au grand principe de finances publiques qui ne justifie le recours à l'emprunt que pour servir l'investissement. Cette proposition repose sur la définition de « l'investissement » (et en creux du fonctionnement) proposée par la comptabilité nationale : « *peuvent être financés par l'endettement des dépenses publiques dont le collatéral peut constituer une garantie et être revendu en cas de problème d'une part et qui génère assez de ressources pour assurer l'amortissement de l'emprunt d'autre part ; or, concernant les dépenses sociales, il n'y a aucune discussion possible sur le fait qu'il ne s'agit pas de dépenses d'investissement».* Pourtant, l'honnêteté intellectuelle oblige de telles assertions à reconnaître que ces définitions sont conventionnelles et situées historiquement comme politiquement *: « même si le collatéral d'un homme en bonne santé peut être un actif efficace ! La comptabilité nationale définissant la consommation comme la "destruction économique d'un bien", il n'y a aucun collatéral qui puisse générer les revenus nécessaires à l'amortissement de* (la) *dette* (sociale*) »*[15].

Une analyse critique suggère que l'endettement ne vient pas d'un excès de prestations ou de dépenses mais, au contraire, est l'effet des mesures politiques délibérées de baisses des cotisations patronales et salariales (Duval, 2007). Surtout, la « mise en dette », à travers un financement sur les marchés obligataires des déficits de la sécurité sociale, participerait de la financiarisation des régimes sociaux et de leur mise sous la coupe des créanciers financiers. Par exemple, Bernard Friot explique comment « *le cycle cotisation-subvention* » (« *expérimenté de façon tout à fait efficace* ») a été grignoté progressivement par la mise en place d'un « *cycle capitaliste crédit-remboursement* », « *mortifère et source de profit inouï pour le capital* » : « *Du fait que la cotisation n'augmente plus, un déficit s'installe structurellement depuis une quinzaine d'années en matière de Sécurité sociale, alors que jusque-là, elle a toujours été légèrement excédentaire. La CADES (…) a amorti depuis vingt ans 80 milliards de « dettes » de la protection sociale, moyennant plus de 40 milliards d'intérêts, c'est une incroyable gabegie ! Ces 40 milliards qui les paye ? C'est l'Assurance maladie, l'Assurance vieillesse… Les régimes de Sécurité sociale, par absence de hausse du taux de cotisation, sont devenus une vache à lait pour les prêteurs* » (Friot, 2018). Le premier président de la CADES, Patrice Ract-Madoux, reconnaissait devant l'Assemblée Nationale, que le principe de financement de la dette sociale via les marchés financiers lui avait semblé initialement problématique[16].

[15] Gérard Thoris, « Flux et stocks dans l'équilibre des finances publiques », Revue française de Finances publiques, n°117, février 2012, pp. 170 et 172. Cité dans Rémy Pellet (2012).

[16] « Lorsque la CADES a été créée, j'exerçais le métier d'assureur. J'avais alors interdit l'achat de titres de la CADES, considérant que la sécurité sociale ne devait pas être financée ainsi. Maintenant que la CADES existe, je trouve sensé de la gérer au mieux, en la traitant comme une caisse d'amortissement, et non pas comme une caisse de refinancement perpétuel. Cette démarche est encore fonctionnelle aujourd'hui ». Commission des Finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire. Mission d'évaluation et de contrôle. 9 mars 2016, Compte rendu n° 15 Présidence de M. Nicolas Sansu, rapporteur.

Entre confiance des créanciers et discipline budgétaire

La création/ réactivation des caisses d'amortissement a donc été relativement fréquente à travers l'histoire. La plupart du temps, cantonner sert aux pouvoirs publics à « démontrer » publiquement que l'accumulation d'une partie de la dette publique totale, liée à certains processus (comme la dette sociale), doit rester un phénomène circonscrit et « exceptionnel », qui n'a pas vocation à être pérennisé. Autrement dit, l'amortissement de la dette est un outil parmi d'autres de l'affichage de la rigueur sur les comptes publics et un signe de la crédibilité de la signature française envoyé comme un message aux créanciers, notamment extérieurs. Il s'agit de rassurer les épargnants pour maintenir la qualité du crédit de l'État (Pellet, 2012).

Poincaré : « *la confiance est la clef la plus sûre du problème monétaire. Elle commande également toute la question de la trésorerie. Que les créanciers extérieurs de la France sachent bien que la France est loyalement résolue à s'acquitter de ses dettes, de toute la mesure de ses forces ; que les créanciers intérieurs de l'État sachent que l'État n'entend répudier aucune de ses obligations, et le franc retrouvera rapidement une valeur correspondant non pas sans doute à sa valeur initiale mais à la réalité actuelle des choses».*[17]

La CADES qui est une agence indépendante de l'État chargée d'absorber la dette de la sécurité sociale, de la renégocier et de l'amortir à long terme, poursuivait cette logique disciplinaire et se voulait une invention comptable, budgétaire et financière « responsabilisante ». Elle faisait partie d'un dispositif plus global de *cost killing* au sein des services publics : Loi de Financement de la sécurité Sociale (LFSS), Objectif National de Dépenses d'Assurance Maladie (ONDAM), agences régionales de l'hospitalisation, conventions d'objectifs et de gestion. Contrairement à toute idée d'annulation, d'effacement ou de dilution par roulement de la dette, la caisse d'amortissement de la CADES visait à rendre cette somme visible à des fins « pédagogiques » et de discipline du débat public. Ce prélèvement, selon les dirigeant.e.s de la CADES, « *permettait à chaque contribuable d'identifier clairement que* (son) *paiement était la contrepartie d'une réalité, « le trou de la sécurité sociale* ».[18]

I.2. Les règles budgétaires : dépolitiser les finances publiques dans la tradition monétariste

Outre le cantonnement de la dette, le principe d'un objectif pluriannuel de dépenses est avancé dans les déclarations du ministre des Finances ainsi que dans le rapport de la commission sur l'avenir des finances publiques. Il s'agit de réussir une « transformation culturelle » en

[17] Poincaré cité dans Remy Pellet (2012).

[18] Les dirigeant.e.s de la CADES affirmaient ainsi : « Cette solution avait en outre une vertu pédagogique que n'aurait sans doute pas eue la consolidation de la dette sociale avec la dette de l'État». Ract-Madoux, Patrice, et Geneviève Gauthey. « La CADES, un acteur de la gestion et de l'amortissement de la dette sociale », Regards, vol. 54, no. 2, 2018, pp. 45-54.

adoptant un « nouvelle boussole des finances publiques ».[19] Celle-ci consiste à définir au début de la mandature de chaque gouvernement un objectif de dépenses en euros pour tout le quinquennat ; une instance indépendante serait chargée d'évaluer la stratégie pluri-annuelle sur la base de ses propres prévisions, et de suivre l'exécution de la trajectoire.

Les règles budgétaires sont définies comme une contrainte permanente sur la politique budgétaire définie en termes d'indicateur de performance budgétaire globale, tel que le déficit public, la dette ou les dépenses (Kopits et Symansky, 1998). Le principe de règle budgétaire a été énoncé pour la première fois par le « treasury view » de 1929 selon lequel des dépenses publiques financées par des emprunts auprès du public ne feraient qu'évincer un montant équivalent d'investissements privés et n'avaient donc aucun effet sur l'économie (Clarke, 1988). Cependant, la Grande Dépression a mis en évidence le caractère intenable de cette règle en période de récession sévère. Ainsi, après la Grande Dépression, les règles ont fait place à une politique budgétaire discrétionnaire dans les années 1940, 1950 et 1960. L'économie keynésienne soulignait que le gouvernement ne devait pas se concentrer sur l'équilibre budgétaire, mais plutôt sur l'équilibre de l'économie ; le budget s'occupera alors de lui-même (Lerner, 1951). Pour autant, les règles budgétaires n'ont pas disparu de la littérature économique. Dès 1948, Milton Friedman plaidait en faveur d'une règle budgétaire flexible visant à équilibrer le budget au cours du cycle économique.

Les règles budgétaires sont redevenues un sujet de discussion dans les années 1980 et 1990. À cette époque, le débat sur les règles budgétaires pouvait également s'appuyer sur une importante littérature émanant de l'école dite des choix publics (*Public Choïce),* qui construisait le comportement des gouvernements en problème en soulignant, à travers l'hypothèse « d'incohérence temporelle », l'incompatibilité entre le penchant politique des gouvernements pour le déficit et les besoins naturels du cycle économique (cf. Alesina et Perotti, 1994 ; Drazen, 2004 ; Kydland et Prescott, 1977). Selon cette analyse, les gouvernements doivent être protégés des tentations et des pressions sociales qui font partie de la vie politique et incitent sans cesse à plus de dépense (Chamayou, 2018). C'est bien l'approche qui a été adoptée pour la politique monétaire avec l'avènement du principe d'indépendance dans les années 1980. Le défi est alors de convaincre que le déficit et le niveau d'endettement doivent être soustraits à la sphère du politique (Wyplosz, 2002). L'implication est que les institutions adoptées pour la politique monétaire doivent être étendues à la politique budgétaire. Dans ce raisonnement, des comités indépendants de politique budgétaire peuvent jouer le même rôle que les comités de politique monétaire, en décidant des déficits et de l'évolution de la dette. Pour obtenir de bons résultats, ils doivent être dotés d'un mandat clair, la soutenabilité de la dette, et « être libérés des tentations et des pressions de la vie politique ». C'est dans cette perspective qu'il faut appréhender les indicateurs de Maastricht et les seuils de déficit (3 %) et de dette (60 %) qui sont censés doter la statistique d'un pouvoir de gouvernement automatique. À défaut d'avoir été respectés à la lettre (y compris par les pays « centraux » de l'architecture monétaire européenne), ces

[19] « Commission pour l'avenir des finances publiques ». p.54. https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport_-_commission_sur_lavenir_des_finances_publiques.pdf

critères ont eu pour effet de structurer le débat public et politique à échéances régulières (Lemoine, 2013).

Enfin, les résultats récents d'une méta-analyse sur l'impact budgétaire des règles budgétaires montrent une efficacité ambigüe. Sur la base de 30 études publiées au cours de la dernière décennie, les données indiquent un effet contraignant des règles sur les agrégats budgétaires. Ces résultats sont particulièrement forts pour les déficits mais moins pour la dette, les dépenses ou les recettes. Cependant, ce message apparemment optimiste est fortement affaibli par un biais d'endogénéité : l'établissement d'une règle budgétaire ou sa rigueur pourrait systématiquement coïncider avec la situation budgétaire du pays. Ce biais d'endogénéité qui n'a pas été pris en compte dans de nombreuses études remet en question la robustesse statistique des résultats estimés. En effet, les auteurs soulignent que les rares estimations qui corrigent ce biais d'endogénéité trouvent un effet nul des règles budgétaires (Heinemann et al. 2018). Autrement dit, l'impact des règles budgétaires semble avoir été sur-estimé jusqu'ici.

En conclusion de cette perspective historique, nous retenons que (i) le cantonnement de la dette publique a été utilisé à plusieurs reprises dans l'histoire financière française ; (ii) il a été utilisé comme un instrument disciplinaire d'affichage de rigueur des finances publiques ; (iii) il a été justifié par la nécessité de rétablir la confiance des épargnants/ investisseurs en évacuant toute solution qui rendrait le financement de l'état trop laxiste ; (iv) les règles budgétaires procèdent d'une volonté d'isoler les finances publiques vis-à-vis de la sphère politique dans une logique assez semblable au principe d'indépendance de la politique monétaire.

II. Le contexte 2021 : du récit politique de la dette à l'évacuation des alternatives

II.1. Récit politique

L'un des objectifs des commissions d'experts consiste à bâtir un récit, public et médiatique, préparant le terrain pour l'acceptabilité sociale d'une décision. La pandémie a donné lieu à une suspension provisoire de plusieurs interdits, verrous ou tabous, et précisément ceux qui régulaient le rapport de nos démocraties aux finances publiques. Le déploiement de crédits garantis par la puissance publique comme l'ouverture (relative) des vannes de l'argent public (retrouvé ironiquement comme « par magie ») ont mis en crise le paradigme dominant sur la dette, centré sur la critique d'un État-obèse, d'un excès de dépense et l'obsession de la discipline budgétaire.

C'est ce constat d'un besoin de renouvellement du récit politique que fait le haut-commissariat au Plan dirigé par François Bayrou, qui avait en son temps endossé les conclusions du rapport Pébereau. Le document intitulé « *la stratégie de reconquête* »[20] fait le constat que le discours pédagogique sur la dette, délibérément catastrophiste afin d'instruire à la dépense publique un

[20] François Bayrou, Haut Commissaire au Plan, « Face à la dette covid, une stratégie de reconquête », n°3, 24 février 2021. https://www.gouvernement.fr/face-a-la-dette-covid-une-strategie-de-reconquete.

régime de rigueur budgétaire, n'est pour le moment plus audible. Le haut-commissariat analyse en effet un « *risque de dérive de l'opinion* » et propose de « *reconstruire une conviction civique partagée* ». Seulement, ce récit ne fait qu'aménager à la marge des fondamentaux maintenus à tout prix. Le message général est de donner du temps : soit une dizaine d'années en opérant « *un différé d'amortissement* ». Une solution se dégage : cantonner la part de dette liée à la gestion de la crise de la COVID-19 en l'isolant dans un compte spécial afin d'étaler son remboursement[21].

À travers cette solution, les pouvoirs publics semblent vouloir réconcilier une opinion – désormais éclairée par l'expérience et sa propre expertise, consciente que l'argent peut être trouvé et impatiente d'investir dans les besoins essentiels (environnement, santé, bien-être)–, avec la sacralisation de la crédibilité de l'État auprès de la communauté financière et européenne.

II.2. L'affichage vis-à-vis des créanciers/ débiteurs

L'abaissement de la dette publique ne répond pas à un risque réel de détérioration des conditions d'emprunt de l'État français à court ou moyen terme. La solution s'inscrit plutôt dans une logique disciplinaire guidant les principes de gestion des comptes publics. La contraction budgétaire visée par le gouvernement est un signal, envoyé aux créanciers, de constance du verrou budgétaire, quel que soit le contexte macroéconomique.

En effet, la situation de fragilité sur le crédit de l'État, que l'on retrouve dans l'histoire, n'est pour l'instant pas d'actualité. Aujourd'hui, l'Agence France Trésor (AFT), qui gère les émissions obligataires de l'État français, n'a aucun mal à réaliser son programme d'achat. Les émissions obligataires françaises rencontrent même un succès sans précédent comme en témoignent la levée le 19 janvier 2021 d'un emprunt à 50 ans – sept milliards d'euros à un taux record de 0,593 % pour des titres qui arriveront à échéance en mai 2072 –, ou encore la levée en janvier de 7 milliards d'euros dans le cadre d'une émission syndiquée d'obligations qui a suscité une demande de plus de 75 milliards d'euros, soit dix fois supérieure au montant émis. Il est sans doute utile de rappeler que la signature française bénéficie du statut d'actif sûr depuis longtemps, ce qui se traduit par un écart quasi nul avec le taux allemand. La France fait partie des pays « core » et son statut est resté inchangé au cours des deux crises obligataires récentes (Delatte et al. 2017, Delatte et Guillaume 2020). Ce niveau actuel historiquement bas des taux obligataires souverains en zone euro est l'effet collatéral d'un programme d'assouplissement du crédit de la BCE. Ce programme d'achat a été mis en place dans le but de faire baisser les taux d'intérêt à long terme pour stimuler l'investissement et la croissance, et ainsi lutter contre le risque de déflation des prix. Or, il n'y a pas de perspective de normalisation de la politique monétaire à moyen terme tant la faiblesse de la demande agrégée mondiale est devenue une caractéristique structurelle de notre système économique. Tant que le système économique ne se sera pas profondément transformé (en désaccumulant l'épargne et en favorisant l'innovation), les pressions inflationnistes liées à une accélération de l'activité économique sont peu probables. Autrement dit, les conditions favorables d'emprunt obligataire de l'État français sont très largement garanties à moyen terme.

[21] « Bercy veut cantonner la « dette Covid » pour la rembourser d'ici à 2042 », *Les Echos*, le 30 juin 2020.

II.3. Mimétisme et position européenne

La décision de rembourser la dette pourrait aussi bien être motivée par l'adoption en Allemagne en juillet dernier d'un plan de remboursement de la dette COVID en 20 ans (Cohen et Vallée, 2021). Alors que le gouvernement allemand avait suspendu les règles budgétaires (*Gundesetz*) contraignant la taille du déficit budgétaire structurel pour les années 2020 et 2021, un plan prévoit désormais de commencer à rembourser la dette liée à cette flexibilité temporaire en 2023 pour la dette 2020 et de 2026 à 2042 pour la dette 2021.[22]

Dans son rapport, la commission sur l'avenir des finances publiques insiste sur la nécessité de réformer ses règles de gouvernance afin de « continuer à peser en Europe ». Le rapport justifie ainsi ces efforts : « L'influence qu'exercera la France dans les négociations à venir sur la révision des règles européennes dépendra de la crédibilité de sa gouvernance budgétaire » (p. 35).

III. Les implications économiques

III.1. Les conditions de financement d'une caisse d'amortissement sont moins favorables que les OAT français

L'expérience de la CADES suggère que le taux d'emprunt de la nouvelle caisse d'amortissement pourrait bien être plus élevé que le taux OAT actuel. En effet, le calcul du taux moyen d'emprunt de la CADES indique qu'entre 2009 et 2017, la fourchette de l'écart de taux se situe entre 22 et 148 points de base (selon les maturités) en défaveur de la CADES[23]. Et plus particulièrement cet écart se creuse à partir de 2012, date du début du programme monétaire OMT qui a considérablement assoupli les conditions monétaires sur le marché du taux souverain. Autrement dit, il semble que les émissions de dette CADES ont moins bénéficié de l'effet d'assouplissement procuré par la BCE à partir de 2012 que l'émission souveraine.

[22] https://www.zeit.de/news/2020-09/18/bundeshaushalt-2021-rund-96-milliarden-euro-neue-schulden

[23] Les données sont issues de Ana Carolina Cordilha, "Reshaping Universal Health Care Systems in times of financialization: Lessons from France and Brazil", Thèse de doctorat CEPN, Paris 13.

Tableau 1 : Taux obligataires CADES et OAT, 2009-2017

	CADES	OAT
	Taux moyen pondéré entre toutes les maturités	Taux 10 ans
2009	3.38%	3.60%
2010	3.56%	3.35%
2011	2.84%	3.15%
2012	2.70%	2.25%
2013	2.52%	2.43%
2014	2.42%	0.84%
2015	2.08%	1.00%
2016	1.61%	0.68%
2017	1.74%	0.79%

Source : Cordilha (2019)

Nul doute que l'émission de titres COVID par une agence publique française, aux revenus adossés aux finances publiques françaises recevrait un accueil très enthousiaste. D'une part, l'abondante épargne mondiale crée une demande forte pour des titres surs ; d'autre part, comme on le voit ci-dessus, les titres auraient probablement une prime de risque positive car considérés comme du quasi-État, plutôt que de « l'État pur ». Or, ce rendement plus élevé pour les épargnants/ investisseurs est bien la contrepartie d'un coût également plus élevé pour les contribuables. Autrement dit, cantonner la dette dans une caisse d'amortissement revient à modifier la nature de la dette (de roulable à amortissable) et les conditions de financement (plus chères).

III.2. Pression sur les dépenses publiques

Le gouvernement affiche sa volonté de ne pas avoir recours à l'impôt pour régler la dette COVID. Or pour dégager des revenus sans augmentation d'impôt, on doit pouvoir compter sur une réduction des dépenses publiques et/ou de la croissance économique. C'est d'ailleurs ce qu'affirmait le ministre des finances en février 2021 quand il détaillait les trois piliers de sa stratégie : i) la croissance ; ii) la maîtrise des finances publiques ; iii) les réformes structurelles.[24]

Or, en partant du cantonnement d'un montant équivalent à 20 % du PIB (pour ramener le ratio de dette à 100 % du PIB) et avec une croissance réelle égale à 1,5 % par an, il faudrait 248 ans pour rembourser la dette (voir calculs en annexe). Étant donné l'objectif affiché de rembourser la dette COVID en seulement 20 ans, il devient évident que la décision d'amortir

[24] « Bercy prône toujours un cantonnement de la dette Covid », I. Couet, Les Echos, 3 mars 2021.

la dette fait peser tout le poids sur « la maîtrise des finances publiques » et les réformes structurelles.

III.3. Augmentation des impôts sur la majorité des ménages

En réalité, contrairement à ce que prétend le gouvernement, le remboursement de la dette COVID pèse déjà sur les ménages par la fiscalité. En effet dès juillet 2020, 136 milliards d'euros dont 92 milliards d'euros de déficits de la Sécurité Sociale futurs anticipés suite au Covid-19 ont été logés dans la Cades.[25] La Cades, qui devait s'éteindre en 2024, a vu alors sa durée de vie se proroger jusqu'en 2033 ainsi que la CRDS. Or, rappelons que celle-ci frappe de façon proportionnelle presque tous les revenus des français. Elle est prélevée à la source sur la plupart des revenus et son taux de 0,5 % n'a pas évolué depuis sa création ; il est appliqué presque sur la même assiette que la CSG et il englobe également les prestations familiales, les aides personnelles au logement, ainsi que les ventes de métaux précieux et d'objets d'art, qui ne sont pas soumis à la CSG. Autrement dit, si ce transfert n'a pas « augmenté le taux de la CSG et CRDS », il entraîne un montant plus élevé de dette à amortir via la CADES, ce qui implique que les ménages vont continuer à payer ces taxes plus longtemps que prévu. L'arbitrage du cantonnement revient donc à favoriser les épargnants au prix d'un impôt frappant l'ensemble des français sur plusieurs générations.

III.4. Refermer la fenêtre de négociation autour de la gouvernance économique européenne

Les plans français et allemands font barrage aux tentatives de réforme de la gouvernance économique européenne. En effet, la crise COVID a vu la suspension temporaire du Pacte de Stabilité et de Croissance et la mise en place d'un plan de relance opérant des transferts entre pays, *Next Generation*, d'un dispositif d'assurance chômage européenne etc. Tout ceci n'aurait pas été envisageable avant la crise pandémique. Toutefois, les décisions franco-allemandes referment ce qui devient une simple parenthèse, en insistant sur le caractère unique et non reproductible de ces mesures aussi exceptionnelles que la crise sanitaire elle-même présentée en choc « externe » et « symétrique ». Le cantonnement de la dette risque d'accélérer le « retour à la normale » et de restreindre au maximum le champ des renégociations que nécessite l'atterrissage post-Covid.[26]
Au total, cantonner est une opération à la fois technique, morale (par ses vertus d'affichage et de symbole) et politique, en ce qu'elle engage des choix de sociétés et structure l'avenir des finances publiques et de l'économie. Cette opération envoie un message rassurant aux épargnants/ investisseurs (« nous revenons à un ratio 100 % »), met les finances publiques sous pression, et fait payer la dette par un impôt injuste. C'est une solution conservatrice qui cherche à maintenir l'ordre de la dette pré-Covid, via une rigueur nationale sur les comptes publics, en agissant sur la masse, le volume et la « qualité » des dépenses publiques.

---

[25] La Cades a récupéré 136 milliards de dette sociale, le Figaro, 11 septembre 2020.
[26] Face à la crise, construire l'Europe d'après le « consensus de Maastricht », Le Grand Continent, Manon Bouju, Lucas Chancel, Anne-Laure Delatte, Stéphanie Hennette-Vauchez, Thomas Piketty, Guillaume Sacriste, Antoine Vauchez, 18 décembre 2020.

IV. Politiques alternatives

IV.1. Fiscalité progressive pour réduire les inégalités en hausse pendant la crise

La première alternative consiste en une politique budgétaire progressive. L'État a joué le rôle d'assureur pendant la crise COVID. Si l'augmentation de la dette publique est le résultat de cette intervention assurantielle massive pendant la pandémie, elle a une autre conséquence : l'accumulation d'épargne des plus riches et une croissance des bénéfices dans certains secteurs économiques. Il est donc essentiel de mettre en regard la détérioration des finances publiques et la répartition des effets économiques de la pandémie. Une alternative politique cohérente avec cette montée des inégalités consiste alors naturellement à proposer un impôt sur les gagnants pour opérer la redistribution.

En 2020, une enveloppe fiscale de 135 milliards d'euros (6 % du PIB) a été consacrée à la lutte contre la pandémie pour financer le chômage partiel (30 milliards), la baisse des impôts de production (10 milliards), divers plans sectoriels, reports ou annulation de charges sociales et fiscales et une enveloppe supplémentaire de 327 milliards d'euros (15 % du PIB) a été consacrée aux garanties publiques incluant les prêts garantis par l'État.[27] Les bénéfices de cette assurance publique n'ont pas été distribués de façon homogène.

Premièrement, lorsque les commerces ont fermé et la consommation a drastiquement ralenti, cet argent non dépensé a créé de l'épargne forcée sur le compte en banque des plus riches. Une étude du Conseil d'Analyse Économique basée sur un échantillon de comptes bancaires pendant la crise indique que 70 % du surcroît d'épargne a été accumulé par les 20 % les plus riches. Cette concentration sur les ménages les plus riches est aussi suggérée sur des données d'épargne de toute l'année 2020 rassemblées par la Banque de France et un modèle indiquant que la majorité de l'épargne accumulée correspondait à de l'épargne forcée faute de pouvoir consommer.[28] C'est cohérent avec un profil de ménages à haut revenus gros consommateurs de loisirs hors confinement (restaurants, tourisme). Et cette concentration d'épargne au sommet des revenus est à mettre en regard de l'endettement des 20 % les plus modestes. Non seulement ceux-ci n'ont pas épargné mais ils se sont endettés sans doute à cause des pertes de revenus liés à au confinement (CAE, 2020). Cette concentration de l'épargne chez les plus riches est également suggérée par le fait que 2/3 de l'épargne accumulée pendant les différentes vagues de confinement a été accumulée par les 20 % les plus riches. En effet, ces pertes de revenus s'expliquent par des destructions massives dans l'intérim et les contrats courts qui sont des formes d'emploi répandues chez les plus précaires. De plus, le profil des bénéficiaires du chômage partiel n'est pas homogène : 8 cadres sur 10 ont pu continuer leur activité en télétravaillant, alors que c'était le cas de moins de 4 employés sur 10 et

[27] Source : IMF Policy Responses to Covid, consultée le 26 janvier 2020.

[28] « L'incertitude due à la Covid-19 alimente l'épargne des ménages français », Stefan Gebauer, Jean-François Ouvrard et Camille Thubin, blog Banque de France, 3 mars 2021.

presqu'aucun ouvrier.[29] Aussi, même si le dispositif de chômage partiel a pu absorber une majorité du choc, il a entraîné des baisses de revenus chez les plus modestes puisqu'il ne couvrait pas 100 % des revenus.

Deuxièmement, à l'épargne forcée des plus riches, s'ajoutent les gains de leur patrimoine financier pendant la pandémie. Les indices boursiers ont connu des records inédits suite à une chute brutale et de très courte durée entre mars et avril 2020 : au total, l'indice américain S&P 500 a fini l'année 2020 25 % au-dessus de son niveau pré-pandémie ; si l'indice européen Eurstoxx 50 n'avait pas rattrapé son niveau pré-crise, il a néanmoins connu un quatrième trimestre historique avec un regain de 11,2 %. Ce retour de marché est dû en grande partie aux programmes monétaires d'achat de titres qui ont joué en renfort quand la demande s'effondrait. Soutenu par un *acheteur en dernier ressort* à la liquidité infinie, le marché boursier a fini par se dé-corréler de l'activité économique réelle. Pour rappel, l'actif détenu au bilan de la BCE qui pesait moins de 40 % du PIB de la zone avant la pandémie a fini par peser 62 % du PIB. Comment cette dynamique boursière s'est-elle traduite dans les patrimoines ? Si les données françaises ne sont pas encore disponibles pour 2020, plusieurs études relèvent un enrichissement des plus grandes fortunes dans le monde en grande partie à cause de performances boursières exceptionnelles. De façon générale et hors contexte pandémique, on sait que le rendement moyen du patrimoine net augmente fortement avec le niveau de richesse (Bach et al. 2020). C'est même un facteur déterminant des inégalités et de concentration des richesses. Ces éléments sont de nature à ce que les plus hauts patrimoines, mieux diversifiés et plus risqués que la moyenne, aient profité largement des hausses boursières historiques pendant la crise.

Si la principale cause de performances boursières est la politique monétaire très accommodante de la BCE, les grandes entreprises françaises ont aussi largement bénéficié des aides du gouvernement tout en continuant à distribuer des dividendes. Ainsi alors que toutes les entreprises du CAC 40 ont bénéficié des aides au moins indirectes, les deux tiers du CAC 40 a distribué des dividendes et huit entreprises sur quarante ont même augmenté leurs dividendes[30].
En effet, il existe une forte hétérogénéité sectorielle marquée par une concentration des bénéfices sur un petit nombre de secteurs qui ont bénéficié des modes de vie à domicile et de la continuité du pouvoir d'achat grâce aux mesures de chômage partiel : commerce en ligne, secteur numérique (nouveaux abonnements, logiciels de télétravail), grande distribution, secteur pharmaceutique, loisirs à la maison etc.

Or il est de plus en plus avéré que la croissance des inégalités sociales est une des causes de la crise économique de long court que nous traversons actuellement. L'un des problèmes macroéconomiques qui caractérise cette situation est en effet le niveau structurellement trop faible du taux d'intérêt réel à long terme. En résultent des menaces récurrentes de déflation, que la politique monétaire a du mal à combattre. L'une des explications de ce phénomène se

[29] Durée travaillée et travail à domicile pendant le confinement : des différences marquées selon les professions. Yves Jauneau, Joëlle Vidalenc. Insee Focus, N° 207,14/10/2020.
[30] « Cac 40, Le véritable bilan, Édition 2020 ». Observatoire des multinationales.

trouve dans l'accumulation d'épargne des ménages les plus aisés et des entreprises. La montée des inégalités pendant la crise et la faiblesse de la demande structurelle militent donc en faveur d'une réforme fiscale progressiste telle que proposée dans le contexte de l'Union Européenne par Bouju et al. (2019).[31]

IV.2. Pour une coordination explicite des politiques budgétaires et monétaires

Deux éléments portent à s'interroger sur les bénéfices du financement public via les marchés de capitaux dans les conditions actuelles.

Premièrement, un des bénéfices attendus d'une mise en marché de la dette publique était liée à l'hypothèse que les marchés exerceraient une discipline vertueuse sur les finances publiques (Bayoumi et al. 1995). Mais plusieurs épisodes de crise remettent en cause ce bénéfice disciplinaire : pendant un épisode de crise, les primes de risque peuvent subir une variation soudaine et brutale sans contrepartie observable dans les fondamentaux (Kaminsky, 1999). La prime de risque des États varie avec l'aversion au risque internationale (Longstaff et al. 2011) et la perception des investisseurs (Delatte et al. 2016). Autrement dit la mise en marché de la dette publique entraîne que les coûts d'emprunt des États sont soumis à des changements de régime sans rapport avec les fondamentaux. Étant donné les besoins de financement liés aux enjeux climatique et pandémique, il semble raisonnable d'envisager des moyens pour réduire le risque de ces changements de régime sur le coût de financement des États.

Deuxièmement, l'action publique actuelle est organisée en silos (Lemoine, 2016) : on sépare ce qui relève du budget (la recherche de l'équilibre budgétaire), de la monnaie (un contrôle apolitique de l'inflation), et de la finance (préserver la stabilité financière, l'attractivité de la place financière de Paris et des titres souverains). Une conséquence néfaste pour la qualité du cadre démocratique de ce découpage de la dette est qu'il s'accompagne largement de formes de dépolitisation de la décision en matière de finances publiques : ces décisions relèvent aujourd'hui de « comités d'experts », de « sages » ou d'organisations indépendantes (à l'image des banques centrales nationales ou européennes) qui évoluent de façon « confinée » vis-à-vis de la société et en dehors de tout processus démocratique.

Ces éléments posent la question du mandat de la BCE qui pourrait prendre en considération l'activité économique, au moins jusqu'au retour de l'inflation, à l'image de ce qu'a annoncé la Réserve Fédérale à l'été 2020.[32] La zone euro se distingue des États Unis par une problématique spécifique sur les spreads souverains : la part de détention de titres souverains par la BCE a atteint de tels records historiques que l'effet du QE sur le niveau des spreads ne peut plus être considéré comme un simple effet collatéral de la politique quantitative. En effet, les spreads de plusieurs pays membres sont très sensibles à la dynamique des programmes d'achat et va rendre inévitable une discussion sur la prise en compte de ces spreads dans les

[31] Pour une simulation des recettes de tels impôts au niveau européen voir les propositiosn du Tdem sur tdem.eu.
[32] "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", speech Jay Powel, 27 août 2020.

objectifs de la BCE. L'objectif de « caper les spreads », contrairement aux déclarations de Mme Lagarde le 12 mars 2020 pourrait bien rapidement être versé au débat et faire partie de l'éventail des réformes possibles du mandat de la BCE. Pour être légitime, la BCE doit alors se coordonner davantage avec des instances élues (comme la commission Économique du Parlement Européen).

Cette sécurisation d'une partie du crédit de l'État « en dehors des marchés de capitaux » peut passer par le renforcement de règles prudentielles européennes sur le système bancaire qui seraient explicitement arrimées au financement des États : quotas de souscription obligatoires, droit de regard sur le portefeuille d'actifs bancaires ; conditionnaliser les taux de refinancement bancaires à la BCE aux engagements de financement écologiques.

Enfin, le débat sur la dette liée à la crise pandémique pose les questions suivantes :

- en matière de convention comptable européenne, qu'est-ce qu'un investissement et une dépense de fonctionnement ? Par exemple, les ressources humaines dans la recherche, la santé, la fonction publique en général se réduisent-elles à du fonctionnement ou constituent-elles au contraire un investissement essentiel ?

- en matière budgétaire : par quels canaux faut-il passer pour soutenir et investir dans l'économie, le social et l'écologie ? Faut-il se fier uniquement au « crédit » privé (Quinn, 2019) ?

- en matière fiscale : quelle alternative aux règles budgétaires européennes (Blanchard et al. 2021) ?

- en matière monétaire et financière : comment encadrer et contrôler démocratiquement l'allocation du crédit et des investissements nécessaires à l'économie et à la société ?

Conclusion

En conclusion, les nombreux épisodes d'augmentation de la dette publique qui jalonnent l'histoire financière nous enseignent qu'il existe une panoplie de mesures pour faire face au cas où cette dette poserait problème : la restructurer partiellement ou totalement, imposer le patrimoine, faire de la répression financière, laisser courir l'inflation etc. Il n'existe pas de critère technique pour identifier la meilleure méthode car aucune option n'est neutre. Chacune crée des gagnants et des perdants. Les finances publiques deviennent le siège de luttes sociales et l'État, par ces décisions, officie comme un arbitre.

Les conséquences économiques et financières de la pandémie doivent à ce titre se traduire par une délibération publique afin que les enjeux politiques et les intérêts sociaux en jeu soient identifiés au mieux par les citoyens. Cette note vise précisément à nourrir le débat relatif aux options politiques concernant la dette publique accumulée pendant la crise sanitaire de la COVID. Il est essentiel de maintenir « ouvertes » et articulées les différentes facettes du problème de la dette.

Bibliographie

ALESINA, Alberto et PEROTTI, Roberto. The political economy of budget deficits. *Staff Papers*, 1995, vol. 42, no 1, p. 1-31.

BACH, L., CALVET, L. E., & SODINI, P. (2020). Rich pickings? Risk, return, and skill in household wealth. *American Economic Review*, *110*(9), 2703-47.

BAYOUMI, T., GOLDSTEIN, M., & WOGLOM, G. (1995). « Do credit markets discipline sovereign borrowers? Evidence from US states». *Journal of Money, Credit and Banking*, *27*(4), 1046- 1059.

BEZES, P., & SINE, A. (2011). *Gouverner (par) les finances publiques*. Paris, Les Presses de Sciences Po.

BLANCHARD, O., LEANDRO, A., & ZETTELMEYER, J. (2020). Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards.

BOURDIEU, P. (2012). *Sur l'État. Cours au collège de France (1989-1992)*. Seuil

BOUJU, M., CHANCEL, L., DELATTE, A. L., HENNETTE, S., PIKETTY, T., SACRISTE, G., & VAUCHEZ, A. (2019). 19. Manifesto for the Democratization of Europe. In *How to Democratize Europe* (pp. 185-190). Harvard University Press.

BRAUN, B. (2020). "Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets", *Socio-economic review*, *18* (2), 395-418.

BRAUN, B., GABO, D., & HUBNER, M. (2018). "Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union", *Competition & Change*, *22*(2), 101- 116.

CHAMAYOU, G., (2018), *La société ingouvernable : une généalogie du libéralisme autoritaire*. La fabrique éditions, Paris.

CLAVEAU, F., & FONTAN, C. (2018). *Do central banks serve the people?* John Wiley & Sons.

COHEN J. & VALLEE S. (2021). "Europe is too complacent about post-pandemic fiscal policy", Document de Travail IFO.

CORDILHA, A. C (2021), « Public health systems in the age of financialization: lessons from the French case», *Review of Social Economy*.

DELATTE, A. L., FOUQUAU, J., & PORTES, R. (2017). Regime-dependent sovereign risk pricing during the euro crisis. *Review of Finance*, *21*(1), 363-385.

DELATTE, A. L., & GUILLAUME, A. (2020). Covid 19: a new challenge for the EMU. Duval J, 2007, *Le mythe du « trou de la Sécu »*, Raisons d'agir, 135 p.

DRAZEN, Allan. Fiscal rules from a political economy perspective. In : *Rules-based fiscal policy in emerging markets*. Palgrave Macmillan, London, 2004. p. 15-29.

FRIOT, B. (2018), « Ne nous laissons pas voler la Sécu ! », *Pratiques, Cahiers de la médecine utopique*, n°81, avril.

GABOR, D. (2020). "Critical macro-finance: A theoretical lens". *Finance and society*, *6* (1), 45- 55.

GAYON, V. (2009). Un atelier d'écriture internationale : l'OCDE au travail. Éléments de sociologie de la forme « rapport ». *Sociologie du travail*, *51*(3), 324-342.

GAYON, V. (2016). Écrire, prescrire, proscrire. *Actes de la recherche en sciences sociales*, (3), 84-103.

GAYON, V. (2017). Le keynésianisme international se débat. In *Annales. Histoire, Sciences Sociales* (Vol. 72, No. 1, pp. 121-164). Éditions de l'EHESS.

HEINEMANN, F. MOESSINGER, M-D, et YETER, M. Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis. *European Journal of Political Economy*, 2018, vol. 51, p. 69-92.

KAMINSKY, G. (1999). « *What triggers market jitters? A chronicle of the Asian crisis*». The World Bank.

KYDLAND, Finn E. et PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, 1977, vol. 85, no 3, p. 473-491.

LEMOINE, B. (2008), « Entre fatalisme et héroïsme. La décision politique face au « problème » de la dette publique (2003-2007) », vol. 2, n° 82

LEMOINE, B. (2016), *L'ordre de la dette. Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, Paris, La découverte.

LEMOINE, B. (2013). Résister aux mesures européennes. Les États à l'épreuve de la surveillance statistique des finances publiques. *Quaderni. Communication, technologies, pouvoir*, (80), 61-81.

LONGSTAFF, F. A., PAN, J., PEDERSEN, L. H., & SINGLETON, K. J. (2011), «How sovereign is sovereign credit risk? », *American Economic Journal: Macroeconomics*, *3*(2), 75-103.

PELLET R., (2012), « Notes de lectures sur l'échec historique des Caisses d'amortissement de la dette publique », Dossier « La dette sociale », Regards, n°42, juillet 2012, École nationale supérieure de sécurité sociale, EN3S.

PIRON. (2019). *Gouverner les régions par les finances publiques–Européanisation, fédéralisation et néolibéralisme en Belgique*, éditions Larcier.

WYPLOSZ (2005), Charles. Fiscal policy: institutions versus rules. *National Institute Economic Review*, vol. 191, no 1, p. 64-78.

Annexe

Tableau 2 : Nombre d'années nécessaires pour le remboursement

	Objectif du ratio de dette/PIB à l'issue		
Hypothèse croissance annuelle PIB	110%	105%	100,5%
2%	35	70	186
1,5%	47	93	248
1%	70	139	371

Ce tableau présente le nombre d'années nécessaires pour atteindre différents objectifs de dette/PIB. Calcul : N= ln (C/(R0-Rf))/ln(1+y) avec N le nombre d'années, Rf le ratio final-à l'issue de la période, R0 le ratio initial de dette , C la valeur relative du cantonnement et y le taux de croissance du PIB. L'hypothèse de départ est un R0 = 120 % et un transfert de 20 % de PIB à la caisse d'amortissement, i.e. C=20 % et inflation nulle.

Le LIEPP (Laboratoire interdisciplinaire d'évaluation des politiques publiques) est une plateforme de recherche de Sciences Po financée dans le cadre du programme "Investissements d'avenir" de l'Agence Nationale de la Recherche. Il bénéficie du soutien apporté par l'ANR et l'État au titre du programme d'Investissements d'avenir dans le cadre du LabEx LIEPP (ANR-11-LABX-0091, ANR-11-IDEX-0005-02) et de l'IdEx Université de Paris (ANR-18-IDEX-0001).

www.sciencespo.fr/liepp

A propos de la publication

Procédure de soumission :
Rédigé par un ou plusieurs chercheurs sur un projet en cours, le *Working paper* vise à susciter la discussion scientifique et à faire progresser la connaissance sur le sujet étudié. Il est destiné à être publié dans des revues à comité de lecture (peer review) et à ce titre répond aux exigences académiques. Les textes proposés peuvent être en français ou en anglais. En début de texte doivent figurer : les auteurs et leur affiliation institutionnelle, un résumé et des mots clefs.

Le manuscrit sera adressé à : liepp@sciencespo.fr

Les opinions exprimées dans les articles ou reproduites dans les analyses n'engagent que leurs auteurs.

Directrice de publication :
Anne Revillard

Comité de redaction :
Sofia Cerda Aparicio, Andreana Khristova

Sciences Po - LIEPP
27 rue Saint Guillaume
75007 Paris - France
+33(0)1.45.49.83.61
liepp@sciencespo.fr