

# LE TRAVAIL POLITIQUE DE LA SIGNATURE FINANCIÈRE : CANTONNEMENT DE LA DETTE COVID ET RESTAURATION DE L'ORDRE DU DÉBAT PUBLIC

ANNE-LAURE DELATTE\*

BENJAMIN LEMOINE\*\*

229

**L**es mesures engagées par les pouvoirs publics pour contenir la crise sanitaire ont été massives. Le soutien budgétaire pour compenser les interruptions d'activité et la baisse des recettes fiscales a creusé le déficit et conduit à une augmentation inédite du volume d'emprunts souverains. Le ratio de dette publique sur PIB atteignait 115,6 % en 2021. Parallèlement, les conditions de financement, inextricablement matérielles et institutionnelles, se sont avérées historiquement favorables : levée des règles budgétaires de la Commission européenne et taux d'intérêt historiquement bas, sinon négatifs<sup>1</sup>, liés à une épargne internationale abondante, une pénurie d'actifs sans risques dans le monde favorisant notamment les titres français, et le soutien quantitatif par la Banque centrale européenne (BCE), consistant en un rachat massif et inconditionnel des titres de dette souveraine déjà émis sur les marchés secondaires. Ces paramètres objectifs sur les conditions d'emprunt n'ont pourtant pas empêché la question de la dette d'occuper le terrain de l'espace public. Dès l'été 2020, le ministre

---

\* Économiste, chargée de recherches, CNRS, LEDa, Université Paris Dauphine-PSL.  
Contact : anne-laure.delatte@dauphine.psl.eu.

\*\* Sociologue, chargé de recherches, CNRS, IRISSE, Université Paris Dauphine-PSL.  
Contact : benjamin.lemoine@dauphine.psl.eu.

de l'Économie et des Finances évoquait la nécessité de rembourser la « dette Covid », contractée pendant la période de gestion de crise, et le besoin d'y dédier un programme spécifique d'action publique à moyen et long terme : il reprenait à son compte l'hypothèse de l'amortissement et du cantonnement de la dette spécifiquement contractée pendant la pandémie, dite « dette Covid ».

Avec l'aide des outils croisés de la sociologie et de l'économie politique<sup>2</sup>, cet article analyse ce paradoxe. Pourquoi, au moment où le financement de l'État pose le moins de problème, les pouvoirs publics vont-ils éprouver le besoin de « traiter » de la question de la dette et de proposer des solutions ? Cette apparente contradiction entre les idées qui structurent le débat et les nécessités objectives, c'est-à-dire les conditions matérielles de financement d'un État, invite à poser à nouveaux des questions centrales des études intéressées aux finances publiques : celles de la crédibilité et de la confiance dans la dette et la monnaie. Nous montrons que la scène de l'espace public a fonctionné, au cœur de la crise pandémique, comme un laboratoire grandeur nature du crédit de l'État. Pendant cette crise, et bien que la dette soit « roulée », refinancée, sans à-coups, il importe pour les pouvoirs publics de « tenir » un certain état de la controverse et de la palette des pratiques légitimes sur la question de la dette.

230

Les travaux économiques se focalisent essentiellement sur les formes d'objectivation quantifiées de la soutenabilité, à travers l'étude des indicateurs macroéconomiques et financiers : les ratios de dette sur PIB, la dynamique des *spreads* souverains, les critères des agences de notation (Gaillard, 2010 ; Sinclair, 2014 ; Delatte *et al.*, 2017). Mais à l'exception d'analyses en histoire économique montrant comment la loi a pu viser à « protéger le crédit » (Delalande, 2016), peu de travaux rendent compte d'une composante essentielle de la soutenabilité d'une dette publique : la défense de la crédibilité financière d'un État (et *in fine* la confiance qu'il inspire) vis-à-vis de l'opinion publique. Pourtant, la conviction que les gouvernants, agissant au nom de l'État, conservent la volonté de rembourser les dettes et d'honorer ses contrats à tout moment est clé<sup>3</sup>. Or une partie importante de la crédibilité réside dans la façon dont la société politique au sens large aborde la question de la dette. Dyson (2014) parle ainsi de l'importance d'étudier comment « ces croyances sont ancrées dans des cultures économiques, des idéologies politiques, des intérêts institutionnels et des politiques partisanes et électorales différentes ». Enquêter sur la façon dont le débat public et politique est structuré sous l'effet de l'action de l'État (à travers des commissions, des dispositifs comptables et des rappels à l'ordre symboliques et moraux) permet de rendre compte d'un fragment non moins décisif de la construction de cette crédibilité<sup>4</sup>.

Le maintien de l'ordre du discours passe par la réaffirmation d'une logique de discipline de marché : les financements aux États ne sont octroyés par les prêteurs qu'à condition que certains critères budgétaires et économiques fondamentaux soient respectés. Le problème de ce narratif pivot réside précisément dans le fait que le nouveau paysage institutionnel des relations entre banque centrale, marchés de capitaux et débiteurs souverains semble avoir endolori, sinon rendu amorphes et secondaires, ces mécanismes conditionnels et contraignants. Les pouvoirs publics se sont donnés pour mission de réasseoir ces principes afin de préserver la confiance des marchés financiers. La proposition de cantonnement de la dette Covid s'inscrit précisément dans ce contexte.

Cantonner la dette, c'est amorcer le retour à la normale dans la gestion de la dette publique : réaffirmer que les politiques non conventionnelles et la protection des banques centrales sont « par nature » provisoires ; répondre aux injonctions à aller plus loin dans les politiques hétérodoxes et saisir l'occasion pour se livrer à de la « pédagogie économique » (Gayon et Lemoine, 2013) auprès du grand public, en revenant sur le message principal : une dette se rembourse et ne saurait s'annuler quel que soit le créancier, public ou privé. Nous analysons l'origine et la trajectoire chaotique de la solution finalement adoptée : un faux cantonnement du surcroît de dette lié à la Covid dans un compte spécial d'amortissement. Nous montrons que le cantonnement (retenu dans une version minimaliste) répond à l'objectif de remettre de l'ordre dans le débat public. La première partie présente le problème politique auquel les autorités doivent faire face en 2020. La seconde partie explique en quoi le cantonnement est perçu par les autorités comme le véhicule institutionnel devant garantir la confiance et rétablir les frontières organisationnelles, politiques et épistémiques. Enfin, la troisième partie présente l'organisation du débat public jusqu'au dénouement.

231

### *L'AGITATION PUBLIQUE SUR LA DETTE COMME PROBLÈME POLITIQUE*

Identifiées comme de l'« argent magique », les liquidités déversées par la puissance publique pendant la pandémie étaient susceptibles de menacer l'ordre public sur la dette. Premièrement, à terme, la garantie institutionnelle du financement de l'État par les politiques d'assouplissement du crédit de la BCE porte en germe une certaine confusion des politiques monétaires et budgétaires et un conflit des agendas et des mandats des institutions qui en ont la charge. Toute l'architecture institutionnelle de la zone monétaire européenne, depuis la fin des années 1990, a été précisément aménagée dans le but d'endiguer ce brouillage en instaurant une séparation entre celles-ci et en veillant au

maintien de frontières étanches : c'est le schème de l'indépendance des banques centrales. La structure de financement de l'État a connu une évolution récente notable. Alors que le financement public se faisait exclusivement par émission de titres à destination d'investisseurs privés, depuis 2015, la BCE, par ses politiques de rachat, s'est imposée comme un acteur incontournable des marchés de dette souveraine et est devenue un créancier et un détenteur massif de titres. Cela a produit un renversement de la structure de propriété de la dette, des mains quasi exclusives des investisseurs privés – à la fin des années 1990<sup>5</sup> – à une détention massive par les institutions publiques et les banques centrales de l'Eurosystème – par le biais des opérations de rachat, au printemps 2020, près de 23 % de la dette française était détenue par la BCE (et autant par les banques centrales non résidentes). Les achats de dette publique de la BCE en 2020 ont totalisé 910 Md€, soit 92 % du déficit total attendu des gouvernements de la zone euro en 2020 (Van't Klooster, 2022, p. 16). La fonction de garde-fous de la discipline de marché et de la crédibilité des investisseurs privés s'est dès lors trouvée amenuisée. Dans le cadre d'une vision des politiques économiques légitimes, toujours solidement établie, un tel enchevêtrement institutionnel représente une menace.

232

Deuxièmement, les facilités de financements, sans régime rigoureux sur la dépense publique en contrepartie, pourraient rompre un contrat de confiance sur lequel repose le statut d'actif sans risque du titre français qui constitue l'un des « lubrifiants » du système financier global contemporain. En effet, un mode alternatif au financement bancaire s'est développé à partir des années 1980 qui consiste à mettre en gage des titres sans risque pour accéder à des prêts entre investisseurs plutôt que de se financer auprès des banques. Autrement dit, à côté du marché de détail (le crédit bancaire) s'est développé le marché du gros qui repose sur la mise en garantie d'actifs dits collatéraux. Or les obligations d'État de quelques souverains bénéficient (sans que ce soit un « donné » pour toujours) du statut d'actifs sûrs et sont donc très recherchées afin d'être utilisées en collatéral. Par exemple, aux États-Unis, les titres du Trésor sont liquides au point d'être surnommés le « dollar jaune » occupant, à côté du billet vert, une place éminente.

Au sein de la zone euro, le rôle central dévolu aux dettes souveraines a fait l'objet en 2002 d'une directive « collatéral », stipulant que les dettes souveraines de tous les pays de la zone euro doivent être traitées de manière identique dans le cadre des transactions de *repo*, un compartiment important du marché du gros. Les obligations des pays de la zone accèdent au statut convoité d'actif sans risque et de collatéral, ce qui tend à gommer les écarts de taux d'intérêt entre États membres. En décembre 2020, dans 92 % des transactions de *repo* sur

le marché européen, il s'agissait de titres de dette publique selon l'International Capital Market Association (Gabor et Ban, 2016 ; Lemaire, 2021).

L'architecture financière contemporaine repose donc sur ce socle des actifs sans risque que sont les dettes souveraines et qui constituent le pain quotidien, indispensable, des marchés financiers. Cette configuration consolide, jusqu'à rendre quasi irréversible, l'interdépendance entre États et marchés de capitaux. Mais cela évacue-t-il la question de la crédibilité ? La réglementation sur le collatéral suffit-elle à maintenir la qualité « sans risque » des actifs souverains comme un état de fait ? Dans une intervention de 2016 devenue fameuse, Benoît Cœuré, haut fonctionnaire français, passé au Trésor (ancien dirigeant de l'Agence France Trésor, chargée d'émettre la dette), alors responsable des opérations de marché à la BCE, rappelait à quel point la confiance, au cœur de cette architecture, doit être toujours entretenue : « Nous avons besoin que la dette publique soit sûre (*safe*) dans la zone euro. Elle est vitale pour le fonctionnement du système financier, analogue à la fonction de la monnaie dans l'économie réelle. Et elle permet aux gouvernements de jouer le rôle qui leur revient dans la stabilisation de l'économie, ce qui est essentiel dans la conception institutionnelle de notre union monétaire. » (Cœuré, 2016).

233

Mais Benoît Cœuré ajoute que, « dans le même temps, nous ne voulons pas non plus que la dette publique soit perçue comme trop sûre (*too safe*), car cela éliminerait le rôle disciplinaire du marché dans la mise en œuvre de politiques durables et créerait une fausse croyance selon laquelle les gouvernements ne peuvent pas faire défaut, ni faillir ». Les titres de dettes « doivent être rendus sûrs par des politiques budgétaires saines plutôt que d'être supposés sûrs » (Cœuré, 2016). Si la dette obéit bien aux (et bénéficie en partie des) logiques d'un nouvel équilibre institutionnel – entre la finance demandeuse d'actifs sans risque et l'État pourvoyeur de ces emprunts sécurisés –, l'administration publique, la classe politique, ses actes et ses lois de finance, sont enjointes à produire de manière circulaire la confiance incorporée dans ces titres : « Il est vrai que cette définition est en partie autoréférentielle. En fin de compte, les actifs sont aussi sûrs que ce qui est projeté en eux et attendu d'eux. », reprend Cœuré (2016). Cet édifice tient donc à un alignement de représentations de ce qu'il est (il)légitime d'entreprendre, à la répétition régulière d'actes de confiance et de réprobation institutionnels. Que l'un de ces éléments soit subverti et la dette ne « roulera plus » : les conditions de refinancement de l'État ne seront plus assurées selon les mêmes termes. La liquidité et l'attractivité d'un titre de dette, son statut d'actif sans risque, situé au sommet de la pyramide des actifs, restent un bijou de famille fragile qu'il faut chérir<sup>6</sup>.

Enfin, troisièmement, cette configuration d'argent public facile emporterait avec elle une (dés)organisation du débat public et entretiendrait des dispositions de l'opinion publique à l'insouciance, voire à l'indiscipline budgétaire, remettant en cause les acquis de la bataille culturelle, patiemment gagnée depuis le milieu des années 1980, contre l'« État Providence » accusé d'être « spendieux » et la cause des dérives des finances publiques.

L'installation d'un narratif dominant sur l'« argent magique » pose problème au plus haut niveau de l'État. À l'automne 2020, dans un billet du blog officiel du ministère de l'Économie et des Finances, la cheffe économiste de la DG Trésor, Agnès Bénassy-Quéré, s'attelle à « débunker » ce mythe : « L'État semblait désargenté, il essayait de réduire le déficit, menait des réformes en ce sens ; et puis soudain, virage à 180°, il déverse des milliards pour financer les masques, les tests, les vaccins, mais aussi les entreprises dont le chiffre d'affaires s'est effondré lors de la crise sanitaire, et les ménages dont les revenus sans cela se seraient affaiblis. Nos entreprises n'avaient plus de clients, et pourtant nous étions toujours payés en fin de mois. Comment ce miracle est-il possible ? Où est le loup ? » (Bénassy-Quéré, 2021). L'économiste martèle en réponse que l'ensemble des mesures non conventionnelles liées à la pandémie et qui pourraient laisser l'esprit public « s'égarer » à penser que l'argent magique existe ne sont donc qu'une « déviation temporaire » du « circuit normal de la dépense » pour faire face au « blocage » (*idem*). En décembre 2020, une Commission sur l'avenir des finances publiques, présidée par Jean Arthuis, est dépêchée par le Premier ministre Jean Castex pour plancher sur les « scénarios possibles de redressement des finances publiques à moyen terme (...) permettant d'assurer une maîtrise, puis une décrue de notre ratio d'endettement à horizon 2025 », parce que la dégradation des comptes publics liée à la crise sanitaire « met à l'épreuve le cadre actuel de pilotage de nos finances publiques ». La lettre de mission attend des experts une réflexion permettant de sanctuariser les baisses des ressources fiscales de la présidence Macron et d'envisager des techniques « d'apurement dans la durée de la dette de l'État et de la sécurité sociale », c'est-à-dire une mise sous pression des dépenses publiques : « La définition d'une nouvelle trajectoire de finances publiques crédible est nécessaire pour donner de la visibilité sur notre stratégie de redressement des comptes publics. Elle doit permettre de préserver les Français d'une hausse des prélèvements obligatoires dans le futur et de conforter auprès des investisseurs la valeur de la signature souveraine de notre pays. (...) Elle formulera des propositions de gestion de la dette de l'État et de la sécurité sociale, résultant de la crise actuelle, en expertisant la pertinence d'une stratégie de cantonnement. »<sup>7</sup>

Enfin, en février 2021, dans un rapport intitulé « La stratégie de reconquête », le haut-commissaire au Plan, François Bayrou, s'inquiète d'un « risque de dérive de l'opinion » : si, pour le moment, un discours catastrophiste sur la dette n'est plus audible, il propose d'œuvrer progressivement à « reconstruire une conviction civique partagée » (Bayrou, 2021) et retrouver le patient chemin de croix de la discipline budgétaire. L'argent magique menace donc plusieurs éléments constitutifs du régime économique néolibéral : une banque centrale indépendante au service des marchés, l'accès à l'huile de rouage du mode de financement contemporain (le collatéral) et le récit conservateur garant de la maîtrise des dépenses publiques. Dans la suite, nous décrivons comment le cantonnement de la dette répond à une stratégie de structuration du débat public.

*REPRENDRE EN MAIN LE DÉBAT PUBLIC :  
LA CONFIANCE COMME RÉTABLISSEMENT  
DES FRONTIÈRES ORGANISATIONNELLES ET ÉPISTÉMIQUES*

Pendant l'été 2020, la question de l'annulation de la dette détenue par la BCE ainsi que le concept flou de « monétisation »<sup>8</sup> ont fait une percée importante dans l'opinion et les médias. La pandémie et les confinements successifs se sont en effet traduits par une effervescence de la pensée sur le « monde d'après » et ont nourri des controverses sur les liens entre système financier, création monétaire, souveraineté étatique (et populaire) et changement climatique.

235

Si, par rapport à la doctrine du ministère des Finances, et tout particulièrement du Trésor, ces propositions incarnent l'hétérodoxie, leur omniprésence va contraindre les représentants du gouvernement à établir une position en réponse. Il s'agit d'envoyer un message à la société et au public, comme s'y emploie Bruno Le Maire, en juin 2020, lors de la présentation de la loi de finances rectificative. La dette sera remboursée (et non annulée) car il s'agit d'un principe fondamental, mais ce remboursement se fera dans le cadre des circonstances particulières de la pandémie : « Nous la rembourserons en la cantonnant et en la séparant des 100 points de dette initiale. Nous adopterons, ainsi, la même stratégie que pour la dette sociale qui a été cantonnée dans la CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale) et qui sera remboursée d'ici à 2033, a précisé le ministre de l'Économie. » (Ouest-France, 2020).

*L'ordre public du discours sur la dette :  
protéger la crédibilité financière*

L'annonce de cette solution du cantonnement permet de réconcilier le souci du ministère des Finances de poursuivre le plan d'assistance

financière à l'économie, tout en conservant sa crédibilité financière et en reconduisant une présentation classique du sujet de la dette : les emprunts seront honorés quelles que soient les conditions de sa souscription ou la nature du détenteur. S'il n'est pas question de revenir à la rigueur budgétaire à ce stade, ni de figer la réduction de la dette en objectif cardinal des politiques publiques, le cantonnement permet de gagner du temps en étalant l'échéancier. Pourtant rapidement, la solution du cantonnement présente des limites. Il s'agirait de sortir du bilan de l'État la dette supplémentaire liée à la pandémie de Covid-19, en la plaçant dans une structure spéciale pour la rembourser progressivement. La dette de la sécurité sociale, logée dans la CADES, a subi le même sort et sert donc de modèle. Le problème est que la CADES est partie intégrante du périmètre des administrations publiques et donc comptabilisée dans le calcul de la dette au sens de Maastricht, qui fait foi à l'échelle de la zone euro et est scrutée de près par Eurostat, la Commission européenne et les organisations financières. Aussi, il apparaît rapidement qu'un tel traitement comptable à part ne permet pas d'alléger autrement que symboliquement le ratio stratégique scruté par les marchés de capitaux. Surtout, la CADES émet des obligations coûtant aux contribuables français une prime de risque par rapport aux obligations de l'Agence France Trésor<sup>9</sup>.

236

Néanmoins le cantonnement conserve des vertus politiques : il permet d'insister sur la causalité « exogène » de cette dette, un choc subi de l'extérieur, et donc de désamorcer toute forme de responsabilisation du gouvernement au sujet de son accroissement. Il s'agit de « faire la distinction entre la part de dette qui est de notre responsabilité et celle qui est la faute de la Covid », selon François Ecalte, spécialiste des finances publiques et ancien rapporteur général de la Cour des comptes (La Croix, 2020). La dette Covid se situerait en dehors du périmètre de blâmes de l'« aléa moral », affirme aussi le chef économiste d'Axa : « Dans la mesure où il s'agit d'un choc exogène, l'argument de l'aléa moral ne s'applique pas. » (Rolland, 2020).

Même si l'exercice reste théorique, les tentatives d'identifier une dette spécifiquement Covid véhiculent un ordre des finances publiques. Différencier les causalités des dettes (Covid ou non-Covid) revient à faire le départ entre une dette (exceptionnelle, non voulue) qui bénéficierait d'un traitement de faveur quand une autre fraction, structurelle, « générée par les déséquilibres courants »<sup>10</sup> devrait être réduite sans ménagement. La solution institutionnelle du cantonnement a été maturée aussi à la Banque de France. L'hypothèse est reprise dans les discours de François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, dans plusieurs discours d'avril 2020, et dans une lettre adressée au président Emmanuel Macron. Il martèle cette idée sur les ondes, rappelant au

passage l'impératif de défendre la signature française : « Nous n'avons pas le droit, nous, Banque centrale européenne ou Banque de France, d'annuler les dettes que nous détenons. Mais, par contre, il faut gérer la dette dans le temps. Il faut peut-être cantonner la dette héritée de la Covid. » (Villeroy de Galhau, 2020b).

Au sein des institutions de la monnaie et de la dette, le trauma de la crise des dettes souveraines de la zone euro et des erreurs liées à un retour précipité à l'austérité continue d'orienter en partie les conduites. S'il faut rétablir l'ordre monétaire, ce sera en douceur, une fois le temps de la croissance et de la sortie de crise retrouvé. Dans une tribune plus technique, le gouverneur réitère le besoin d'un horizon disciplinaire, mais pour l'instant ajourné : « Le traitement des dettes héritées de la crise supposera nécessairement un effort budgétaire rigoureux avec des dépenses publiques enfin plus sélectives. Mais cet effort ne portera ses fruits qu'à moyen terme, puisque dans l'immédiat il faudra aider l'économie dans son re-démarrage. » (Villeroy de Galhau, 2020a).

*Conserver l'avantage de la bataille culturelle  
et prévoir les conditions du retour à la normale*

Tirant « les leçons historiques des fortes augmentations de la dette publique », un économiste de la Banque de France évoque le cantonnement comme un moyen de traiter de l'enjeu de la dette sans recourir à l'inflation, ni revenir trop rapidement à l'austérité. Il insiste sur le fait que « le plus nécessaire et le plus difficile, c'est le tempo » : « Les gouvernements font face à une « tragédie des horizons » entre soutien de la croissance à court-moyen terme et réduction de l'endettement à long terme (...) La consolidation budgétaire rétablirait la confiance dans le crédit public et donc limiterait les crises de la dette. Mais elle obérerait la croissance en limitant la dépense publique dans des activités essentielles à la reprise et donc la création des ressources nécessaires au remboursement de la dette. » (Bignon, 2020).

Ainsi face à des gouvernements placés « après 1918 au bord d'une falaise de remboursement », l'économiste rappelle « qu'entre 1815 et 1914, puis après 1945, de nombreux pays ont surmonté le dilemme en étalant le remboursement de la dette, évitant des mesures budgétaires restrictives ». Il évoque l'ingénierie financière du cantonnement, « c'est-à-dire le transfert d'une partie de la dette soit dans les banques commerciales après 1945 – par la répression financière –, soit dans des organisations dédiées avant 1914 ».

L'apurement des dettes instrumentalise le temps et une partie des ressources fiscales pour permettre un remboursement « graduel ». Ces dispositifs permettent d'éviter nombre d'écueils aux yeux d'une pensée orthodoxe des finances publiques et de la monnaie : le cantonnement

affronte le spectre de l'économie administrée, c'est-à-dire la prolongation à durée indéterminée de dispositifs d'urgence qui pourraient à terme installer insidieusement une « nouvelle normale ». Cantonner c'est créer les conditions d'une rigueur socialement acceptable, parce qu'étalée dans le temps, et refuser d'emprunter le chemin de la *fiscal dominance*, soit la subordination des politiques monétaires aux objectifs de politique budgétaire, rompant définitivement avec le schème de l'indépendance et de la division du travail organisationnelle entre le monétaire, le budgétaire et le financier : « Les guerres anesthésient les économies de marché : les politiques monétaire et budgétaire sont asservies aux dépenses militaires, créant une situation de surliquidité des agents privés. Après-guerre, le réveil peut être fatal à la reprise. » (Bignon, 2020).

En somme, au cœur des confinements successifs, il faut refuser les facilités administrées d'une économie de guerre et préparer dès à présent le retour à la normale et à la séparation des fonctions budgétaires et monétaires. La solution de cantonnement est indissociable d'une vision des finances publiques comme devant être nécessairement équilibrées à terme, et surtout éclipsant de l'horizon des possibles les options stigmatisées comme de la « répression financière », parce qu'elles installent une puissance publique, potentiellement « irresponsable », placée en surplomb de l'économie et de la finance.

238

### *Déconnecter le monétaire et le budgétaire*

Si en 2020 l'inflation n'est pas encore à l'ordre du jour, le cantonnement permettrait à la Banque de France, notamment, de se préparer à retrouver des marges de manœuvre sur sa politique monétaire, indépendamment du souci de financement des États. Les cloisons étanches entre monétaire et budgétaire sont d'ailleurs au fondement des indicateurs de crédit des États tels qu'attestés par les agences de notation privées. Un enquêté, chargé de traiter de ces enjeux au plus près, affirme en entretien l'importance de « bien déconnecter les choses » entre politiques budgétaire et monétaire. Si le financement de l'État a été facilité par l'action des banques centrales, cela ne répond en rien à une coordination assumée et explicite, mais plutôt à un effet bénéfique non voulu : « La politique monétaire elle vit sa vie. Quand la banque centrale décide de sa stratégie monétaire et, pour la mettre en œuvre, des instruments qu'elle va déployer, elle ne le fait pas en ayant en tête les besoins de financement de l'État. Il n'y a pas de lien *a priori* à faire entre le *quantitative easing* et le besoin que l'État a de se financer (...) Quand vous donnez à l'État une facilité pour financer toutes ses dépenses de soutien, par exemple le soutien aux entreprises, cela a pu être fait à des taux assez favorables, du fait même de l'action de la

banque centrale. Mais, on est bien d'accord, ces dispositifs et cette technologie n'ont pas été mis en place parce qu'ils étaient utiles pour l'État. Il se trouve que, dans la circonstance, face à la crise, on a considéré que c'était quelque chose qu'il fallait faire pour renforcer l'action de l'État. Ce sont deux choses différentes. Autrement dit, ça veut dire aussi qu'il y a un jour où ça s'arrête... C'est une autre histoire. Dire que la politique monétaire vient en adossement à la politique budgétaire, ou à la stratégie d'endettement public, non, ça, c'est une vue de l'esprit. »<sup>11</sup>

Pour « vivre sa vie », et éventuellement se tenir prêt à remonter les taux d'intérêt face à l'inflation, la politique monétaire doit être dégagée de l'impératif de refinancement de l'État. Le cantonnement permet ainsi de réintroduire la crédibilité sur le remboursement de la dette – réaffirmer l'importance d'honorer la signature financière et couper court aux discussions sur l'annulation –, de gagner du temps en évitant de revenir à l'austérité immédiatement et, enfin, d'acclimater l'opinion publique à l'idée que les dispositifs de financement du « quoi qu'il en coûte », comme les interventions des banques centrales, étaient strictement circonstanciés. Une fois le récit établi – l'État français est fiable, le « quoi qu'il en coûte » est exceptionnel et il n'y a pas d'alternative –, comment infuser le débat public et fabriquer le consentement ?

239

### *Expertise économique : récit sur la dette et dénouement*

Comme nous l'avons décrit pendant cette période, des rapports d'experts ont émaillé l'espace des controverses publiques sur la dette. La sociologie politique documente le rôle politique de l'expertise économique et montre comment 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. Le diagnostic des experts balise l'espace des possibles en hiérarchisant les solutions (Gayon, 2009, 2016). Outre l'effet de légitimation des choix politiques par l'expertise scientifique, les rapports mettent en scène la « pluralité » politique et l'universalité des points de vue participant à travers leurs membres dans la commission (Bourdieu, 2012). De ces cénacles peut émerger un consensus – sur l'établissement de ce qui est considéré comme « factuel » et « indiscutable » – sur un chiffre, un diagnostic, ou une liste de prescriptions incontournables. Ce point d'accord minimal contribue à la dépolitisation d'une solution.

Les différentes formes d'expertise, plus ou moins proches du gouvernement, produites en 2021 répondaient à ces logiques. En février 2021, le Premier ministre avait confié à la Cour des comptes une mission sur la stratégie de finances publiques d'après-crise. Ce rapport, publié en juin de la même année, rappelle que « la soutenabilité de la

dette publique est un enjeu de souveraineté » et souligne la nécessité de la maîtrise des finances publiques<sup>12</sup>. De son côté, la Commission Arthuis 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 écarte quant à elle le cantonnement qui « impose un calendrier pour éteindre cette dette alors qu'elle est dans les faits, plus légitime »<sup>13</sup>. Le Haut Commissaire au Plan proposait, message que l'on retrouve en différents cénacles, de se donner du temps – soit une dizaine d'années en étalant son remboursement selon (Bayrou, 2021) – pour pouvoir rendre acceptable les contraintes budgétaires à venir. Le consensus qui se dégage de ces différents rapports acte de la nécessité d'une baisse de l'endettement, en agissant sur le contrôle de la dépense publique, écarte 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.

La consultation de ces comités d'experts aboutit finalement à l'adoption de solutions conservatrices. Ainsi, le Projet de lois de finances (PLF) pour 2022 a entériné un mécanisme visant à « cantonner et amortir la dette Covid » sur une période de vingt ans pour un montant de 165 Md€<sup>14</sup>. Mais il ne s'agit pas d'un cantonnement « réel » qui aurait impliqué le transfert du stock de dette au passif d'une caisse d'amortissement et la création ou le transfert de recettes fiscales à son actif. En effet le stock n'est pas transféré, mais seulement isolé via une autorisation d'engagement en 2022, puis amorti à travers une ouverture de crédit de paiement chaque année. Au terme de sa trajectoire chaotique, le cantonnement s'est mué en mécanisme d'« isolement-amortissement » : c'est d'ailleurs ainsi que le PLF 2022 le désigne. Enfin, cet amortissement aura un effet très modeste sur le ratio de dette rapportée au PIB. En effet, pendant vingt ans, c'est une partie de la différence entre les recettes fiscales de l'année  $n$  et celles de 2020 qui servira à amortir la dette Covid<sup>15</sup>. Si cette règle permet bien d'amortir 165 Md€ en vingt ans sans prélèvement supplémentaire, le montant amorti est en euros courants. Cela implique que 165 Md€ en 2042 représenteront une part du PIB de 2042 plus faible que celle du PIB de 2022<sup>16</sup>. Pour le dire simplement, une partie de l'amortissement de la dette se fera par l'érosion du stock liée à l'inflation, ce qui entraîne un effet spécifique au cantonnement très modeste sur le ratio « dette/PIB ». Il apparaît dès lors que garder le contrôle du récit sur la dette était un objectif au moins aussi important que l'objectif comptable.

## CONCLUSION

Nous avons analysé le parcours politique et institutionnel du traitement de la dette Covid. Pendant la pandémie, s'impose l'idée qu'il faut toujours « faire ses preuves » sur la dette, et ce, quel que soit le contexte macroéconomique et financier. Nous montrons que le cantonnement (retenu dans une version minimale) répond à l'objectif de remettre de l'ordre dans le débat public : organiser la crédibilité et la confiance dans la dette, évacuer les alternatives afin de conserver l'avantage de la bataille culturelle sur les finances publiques (accusant l'excès de dépense et la gabegie sociale) et préparer le retour à la « normale » de la séparation entre monétaire et budgétaire. Finalement, cantonner a été une façon de contenir le débordement des ratios de finances publiques, mais aussi d'endiguer le fourmillement d'innovations (monétaires, financières, fiscales) qui se faisaient alors entendre à grand bruit dans l'arène publique. Cantonner la dette Covid a évacué un débat sur le diagnostic de la dette : qui sont les gagnants de la crise et qui doit en payer le coût et en assumer la charge ? De même, cette solution a enterré les alternatives : politiques macroprudentielles contraignantes sur le système financier, assouplissement garanti du financement des investissements environnementaux, taxes exceptionnelles sur les profits réalisés pendant la crise sanitaire, freins assumés et inconditionnels à la spéculation sur les dettes souveraines, dé-financiarisation de l'économie et dé-marchandisation du financement de l'État. Nous montrons que « tout se tient » en matière de crédit de l'État : la réalité matérielle de la confiance des investisseurs et de la communauté financière (objectivée par les primes de risques exigées au moment de prêter) n'évolue pas indépendamment des récits qui circulent dans l'espace public. La préoccupation de la dette occupe les débats parce que la bataille du crédit de l'État se joue aussi dans l'opinion (la société civile, les médias, les réseaux sociaux et les débats académiques). De façon métaphorique, cantonner la dette a contribué à la stocker et enfouir les échappatoires à la discipline budgétaire dans des strates semi-profondes du débat public.

241

## NOTES

1. Si les stocks de dette frôlent des sommets jamais atteints en dehors des périodes de guerre, à près de 114 % du PIB prévu en 2022, la charge d'intérêts diminue (elle s'élevait en moyenne à 1,3 % du PIB en 2020). Les taux à dix ans étaient encore, au début de 2022, proches de 0 % et le coût de la dette n'a jamais été aussi faible depuis plus de quarante ans : il est inférieur à son montant dans les années 1970, quand la dette publique avoisinait les 20 % du PIB (Creel *et al.*, 2021).

2. Notre matériel d'analyse consiste en des entretiens, l'analyse de la presse et des rapports d'experts. Nous mobilisons la grille d'analyse de la sociologie politique de l'économie, attentive aux controverses internes

aux institutions de la monnaie, du budget et de la dette. Nous soulignons l'importance des frontières organisationnelles, des controverses technocratiques comme des dispositifs comptables contribuant à façonner le champ des possibles.

3. Il s'agit de placer la focale sur la fameuse *willingness* (volonté) qui complète la capacité (*ability*) dans le célèbre mantra des agences de notation de crédit.

4. Si l'on reprend les trois états de la confiance dans la monnaie (Théret, 2016) – la confiance « méthodique » pour l'acceptation routinière de la monnaie en vertu de l'habitude et de la répétition, la confiance « hiérarchique », pour la garantie de l'ordre monétaire par une institution incarnant la souveraineté du groupe, et la confiance éthique pour « l'autorité symbolique du système des valeurs et des normes collectives, qui fonde l'appartenance sociale » –, cet article décrit comment la technocratie et les représentants politiques entreprennent d'articuler ces différentes dimensions et d'incarner, en vertu de croyances et normes sociales déterminées, cette « confiance » en situation auprès de l'opinion publique.

5. Presque aucune dette n'était émise en dehors des procédures de marché, contre 62 % du volume de la dette émise échappant au marché en 1952, conformément à une gestion administrée de la dette et de l'économie.

6. Nous nous appuyons ici sur des extraits de Lemoine (2022).

7. Commission pour l'avenir des finances publiques, Lettre de mission, le Premier ministre, Paris, le 4 décembre 2020.

8. Pour une discussion rigoureuse de la mobilisation dans le débat public de la « monétisation » et des politiques monétaires précises que cette notion vague recouvre (Blot et Hubert, 2020).

9. 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 (Cordilha, 2019).

10. Lettre de mission du Premier ministre à Jean Arthuis, *op. cit.*

11. Entretien réalisé par les auteurs.

12. Voir le site : <https://www.ccomptes.fr/fr/publications/une-strategie-de-finances-publiques-pour-la-sortie-de-crise>.

13. Voir le site : [https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport\\_commission\\_sur\\_lavenir\\_des\\_finances\\_publiques.pdf](https://www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2021/03/rapport_commission_sur_lavenir_des_finances_publiques.pdf).

14. Projet de loi de finances 2022, pp. 22-23.

15. La règle retenue est que l'État consacra 5,9 % de l'excédent de recettes fiscales par rapport à 2020 pour amortir la dette Covid. Avec l'hypothèse de croissance de 1,35 % par an et d'inflation de 1,6 % par an, le stock de 165 Md€ est amorti en vingt et un ans.

16. Soit un peu moins de 4 %, contre un peu plus de 7 %.

## BIBLIOGRAPHIE

BAYROU F. (2021), « Face à la dette covid, une stratégie de reconquête », Haut Commissariat au plan, *Note*, n° 3, 24 février, <https://www.gouvernement.fr/face-a-la-dette-covid-une-strategie-de-reconquete>.

BÉNASSY-QUÉRÉ A. (2021), « D'où vient l'argent ? », DG Trésor, 2 septembre.

BIGNON V. (2020), « Leçons historiques des fortes augmentations de la dette publique », Atlantico (site web), mardi 16 juin.

BLOT C. et HUBERT P. (2020), « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales? », OFCE, *Policy Brief*, n° 80, pp. 1-18.

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

CŒURÉ B. (2016), « Sovereign Debt in the Euro Area: Too Safe or Too Risky? », discours liminaire de Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, au Minda de Gunzburg Center for European Studies de l'université Harvard à Cambridge, MA, 3 novembre.

- CORDILHA A. C. (2019), « Reshaping Universal Health Care Systems in Times of Financialization: Lessons from France and Brazil », Thèse de doctorat CEPN, Paris 13.
- CRÉEL J. *et al.* (2021), « Dette publique : un changement de paradigme, et après ? », OFCE, *Policy Brief*, n° 92, 6 octobre.
- DELALANDE N. (2016), « Protéger le crédit de l'État : spéculation, confiance et souveraineté dans la France de l'entre-deux-guerres », in *Annales. Histoire, sciences sociales*, Cambridge University Press, vol. 71, n° 1, pp. 127-161.
- DELATTE A. L., FOUQUAU J. et PORTES R. (2017), « Regime-Dependent Sovereign Risk Pricing during the Euro Crisis », *Review of Finance*, vol. 21, n° 1, pp. 363-385.
- DYSON K. (2014), *States, Debt and Power: « Saints » and « Sinners » in European History and Integration*, OUP Oxford.
- GABOR D. et BAN C. (2016), « Banking on Bonds: the New Links between States and Markets », *JCMS: Journal of Common Market Studies*, vol. 54, n° 3, pp. 617-635.
- GAILLARD N. (2010), *Les agences de notation*, La Découverte.
- GAYON V. (2009), « Un atelier d'écriture internationale : l'OCDE au travail. Éléments de sociologie de la forme rapport », *Sociologie du travail*, vol. 51, n° 3, pp. 324-342.
- GAYON V. (2016), « Écrire, prescrire, proscrire », *Actes de la recherche en sciences sociales*, n° 3, pp. 84-103.
- GAYON V. et LEMOINE B. (2013), « Pédagogie économique », *Genèses*, n° 93, décembre.
- LA CROIX (2020), « La dette Covid devrait être isolée pour être remboursée », 30 juin.
- LEMAIRE F. (2021), « Cette dette dont les créanciers raffolent, Un outil qui a accéléré la financiarisation », *Le Monde Diplomatique*, septembre.
- LEMOINE B. (2022), *La démocratie disciplinée par la dette*, La Découverte.
- OUEST-FRANCE (2020), « Bruno Le Maire annonce un traitement à part de la « dette Covid », 29 juin.
- ROLLAND S. (2020), « Coronavirus. Des banques centrales prêtes à tout pour surmonter la crise », *Les Échos, Finance & Marchés*, 14 avril.
- SINCLAIR T. J. (2014), « The New Masters of Capital », in *The New Masters of Capital*, Cornell University Press.
- THÉRET B. (2016), « 7. Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire », in *Théories françaises de la monnaie*, Presses Universitaires de France, pp. 275-323.
- VILLEROY DE GALHAU F. (2020a), « De l'urgence d'aujourd'hui aux premières réflexions pour demain », *Tribune, Le Monde*, 8 avril.
- VANT KLOOSTER J. (2022), « The Politics of the ECB's Market-Based Approach to Government Debt », *Socio-Economic Review*, n° 28, mars.
- VILLEROY DE GALHAU F. (2020b), « Nous avons besoin d'un pacte de confiance à destination des ménages et des entreprises », interview sur France Inter, 9 juillet.

