

Histoire de la dette

1. Quand l'Etat dictait sa loi à la finance

Jean-Christophe Catalon, *Alternatives économiques*, 10 février 2021

L'Etat n'a pas toujours privilégié le recours aux marchés financiers pour emprunter. Un système, hérité des guerres puis renforcé à la fin des années 1940, lui a permis de prendre le contrôle de ses conditions d'endettement et du financement l'économie pendant la Reconstruction.

C'était le premier jour du confinement. Mardi 17 mars 2020, le ministre de l'Economie Bruno Le Maire dévoile, lors d'une conférence de presse téléphonique, un paquet de mesures, traduction concrète du « quoi qu'il en coûte » présidentiel. A peine a-t-il fini sa présentation que, très vite, la question lui est posée : la France, déjà endettée à près de 100 % de son PIB, ne risque-t-elle pas de voir les marchés s'affoler et les taux grimper ? « *Je veille tous les jours à l'écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne* », a répondu le ministre.

Cette attention de tous les instants aux réactions des marchés financiers n'a pas toujours existé dans l'histoire. De même, si aujourd'hui la France continue de s'y endetter à des conditions favorables, cela n'a pas été le cas durant les deux guerres mondiales. Acculé, l'Etat avait à l'époque développé des mécanismes en dehors du marché pour alimenter sa trésorerie. Ceux-ci ont perduré à la Libération et même été renforcés pour financer la Reconstruction.

Pour les comprendre, il faut se replacer dans le contexte de l'époque. Fondamentalement, l'Etat a deux façons de financer ses dépenses : l'impôt et la dette. En temps de guerre, ses dépenses explosent, l'Armistice de juin 1940 impose par exemple de verser 400 millions de francs par jour de frais d'occupation aux troupes allemandes. Pour les payer, le recours à la dette est privilégié. « *Sauf qu'étant donné le niveau élevé de l'inflation, il est difficile de trouver des investisseurs qui veulent prêter à long terme* », rappelle Eric Monnet, historien, professeur à l'Ecole d'économie de Paris et directeur d'études à l'EHESS. « *A l'inverse, la dette à court terme est un piège, l'Etat est d'autant plus à la merci des marchés qu'il ne cesse de devoir réemprunter à brève échéance.* »

Pour remédier à cette situation, le recours aux avances de la Banque de France s'accroît, mais pas seulement. L'Etat met aussi en place un système pour reprendre la maîtrise, pour « *domestiquer la dette à court terme* », résume Eric Monnet. Ce système, c'est le circuit du Trésor.

« Faire revenir dans les caisses de l'Etat les capitaux qui en sont sortis »

« *Le procédé relativement simple consiste à faire revenir dans les caisses de l'Etat – par des moyens contraignants – les capitaux qui en sont sortis* », explique l'historienne Laure Quennouëlle-Corre, directrice de recherche au CNRS, dans un article intitulé [Dette publique et marché des capitaux au XX^e siècle](#). Les dépenses publiques circulent dans l'économie, l'objectif est en quelque sorte de récupérer cet argent en drainant l'épargne disponible vers les comptes du Trésor.

Pour ce faire, l'Etat développe deux outils. Le premier consiste à émettre des bons du Trésor à court, voire très court terme (les échéances vont de quelques mois à trois ou quatre ans) dont il fixe lui-même le taux. A partir de 1914, ces titres, auparavant réservés aux banques et à certaines entreprises, deviennent accessibles au grand public. Pour encourager les Français à s'en procurer, le gouvernement met en place une fiscalité attractive et en fait une large promotion, au point que même « *les facteurs emportent dans leurs sacs des formulaires de souscription pour les proposer aux Français en distribuant le courrier* », raconte à *Alternatives Economiques* Laure Quennouëlle-Corre¹.

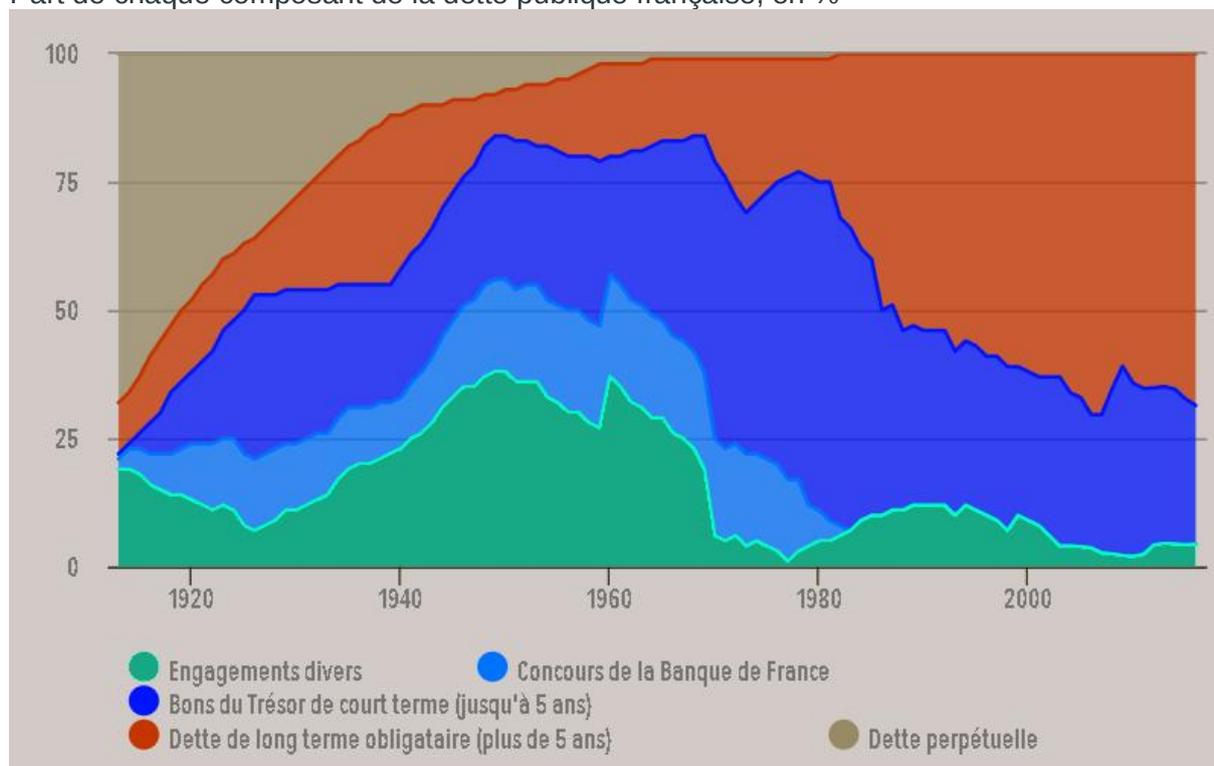
Délaissés dans l'entre-deux-guerres, ces bons du Trésor à taux administré reviennent en force lors du second conflit. Ils rencontrent un franc succès auprès des investisseurs du fait de leur caractère liquide – l'échéance de remboursement étant courte, les prêteurs récupéraient rapidement leur mise, par rapport aux autres investissements privilégiés à l'époque, l'art et l'or. Les banques y souscrivent massivement, ils représentaient 80 % de leur portefeuille dès 1942 puis 90 % en 1943. Sur 859 milliards de francs de dépenses de guerre et d'occupation entre 1940 et 1944, les bons du Trésor vont permettre d'en financer 490 milliards, selon l'historienne, soit plus de la moitié.

Le second outil, ce sont les dépôts des « correspondants du Trésor ». Il s'agit d'organismes publics ou parapublics (collectivités locales, hôpitaux, entreprises publiques, Caisse des dépôts, etc.) ayant l'obligation de déposer leurs liquidités sur un compte spécial au Trésor, comme si ce dernier était en quelque sorte leur banque. Les comptes chèques postaux, souscrits par des particuliers cette fois, en faisaient également partie, si bien que la politique de lutte contre la thésaurisation des billets, en encourageant le recours aux chèques, a indirectement contribué à alimenter les caisses de l'Etat.

Pour qu'un tel système fonctionne, il faut que le circuit soit fermé, qu'il y ait le moins de fuites possible afin que l'argent public dépensé revienne au maximum dans les caisses. C'est pourquoi de nombreuses restrictions sont mises en place : renforcement du contrôle des changes pour éviter les sorties de billets, mesures de contrôle des salaires, des investissements et des marchés financiers en général². Des brèches existèrent malgré ces réglementations strictes.

La part de la dette hors marché s'accroît pendant et après la Seconde Guerre mondiale

Part de chaque composant de la dette publique française, en %



N. B. : Les engagements divers comprennent notamment les dépôts des correspondants du Trésor. Source : Commission des finances du Sénat (à partir des données de l'Insee)

« Le règne de l'Etat-banquier »

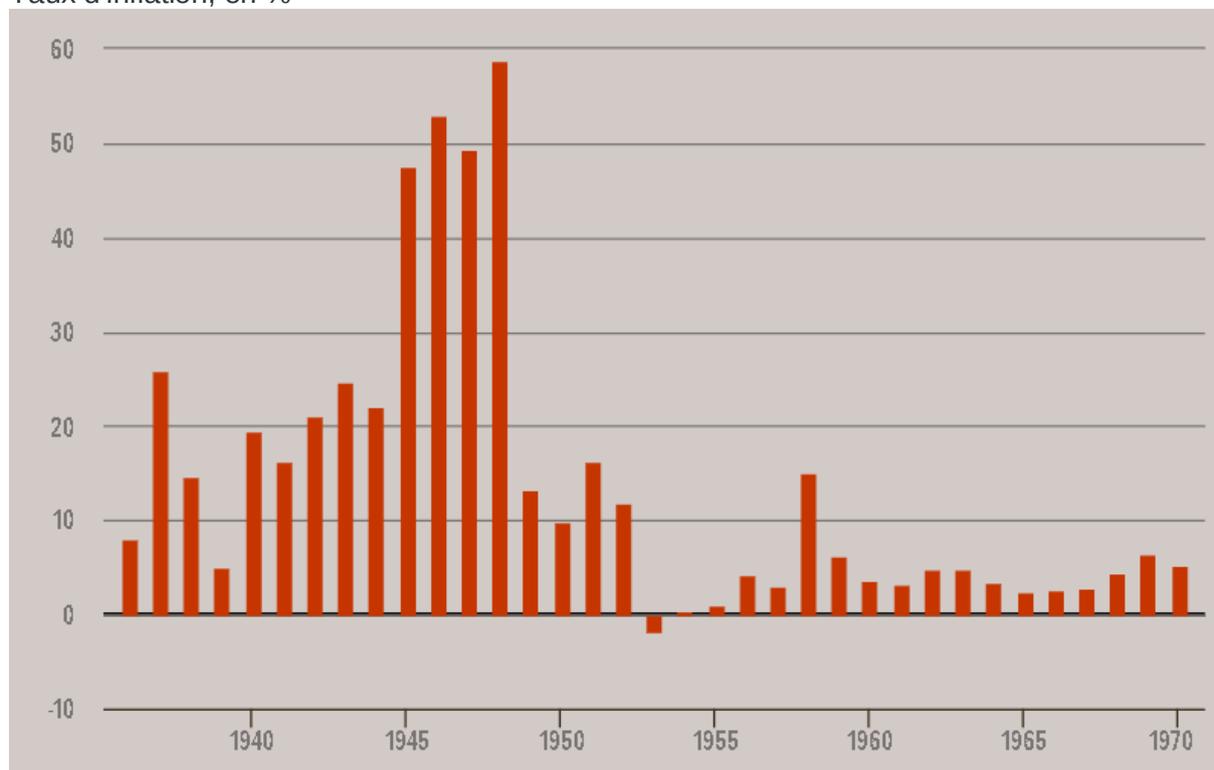
« Dès le départ, une tension parcourt les élites politiques des années 1920 puis 1950, celle de savoir si le circuit du Trésor est un pis-aller de la guerre, ou un nouveau mode de financement de l'Etat dans un contexte d'économie dirigée et d'Etat-providence », analyse Eric Monnet.

Dans un premier temps, la seconde option va l'emporter à la Libération. Pendant la guerre, la France ne fait pas exception, la plupart des pays ont mis en place des mesures restrictives pour capter des fonds et financer leurs dépenses. En revanche, « alors que les pays anglo-saxons (...) restaurent l'économie de marché après 1945, la France maintient, voire renforce un système contraignant envers les banques et les marchés », souligne Laure Quennouëlle-Corre dans l'article cité plus haut.

Si la dette publique fond de 280 % du PIB en 1944 à près de 30 % au début des années 1950, ce n'est pas le résultat d'une politique d'austérité budgétaire tirant des excédents faramineux pour rembourser, mais l'effet du retour de la croissance et surtout d'une forte inflation.

L'inflation explose dans l'immédiat après-guerre

Taux d'inflation, en %



Source : Insee, calculs Alternatives Economiques

Au contraire, la France est en déficit, ses dépenses publiques continuent d'augmenter, de 26,5 % en 1938, elles atteignent 40 % en 1948. Certes, le plan Marshall (1947-1952) représente une source de financement importante. Mais les à-coups des versements américains mettent en péril la gestion de la trésorerie publique.

Parallèlement, la guerre terminée, les investisseurs perdent de l'appétence pour les bons du Trésor au profit d'autres produits financiers. Le recours aux avances de la Banque de France nécessite un vote au Parlement et donc d'impliquer l'opinion. Face à cette situation, la solution est de conserver le circuit et même de le renforcer.

Ainsi, l'Etat instaure en 1948 un plancher obligatoire de bons du Trésor, un quota minimum que les banques doivent détenir dans leur portefeuille³. Ce seuil évolue en fonction des dépôts qu'elles détiennent et donc augmente naturellement avec l'inflation. C'est un système

dit « à robinets ouverts », précise [le sociologue Benjamin Lemoine dans son livre *L'ordre de la dette* \(La découverte, 2016\)](#), autrement dit l'Etat émet en continu ces bons dont il a lui-même fixé les taux et les liquidités coulent dans ses caisses.

« *Le Trésor reste maître de la manœuvre en matière de taux à court terme ; c'est lui qui fait un peu la loi du marché en fixant ses propres taux* », écrit dans son ouvrage *Profession fonctionnaire*, François Bloch-Lainé, ancien directeur du cabinet de Robert Schuman aux Finances, puis directeur du Trésor (1947-1952).

Parallèlement, le contrôle par l'Etat du calendrier et du volume des émissions de titres sur les marchés financiers, mis en place en 1941, est prolongé en 1946. De cette façon, les emprunts publics sont avantagés au détriment de ceux du privé, qui se retrouvent évincés.

Le drainage est tel, que le Trésor est alors « *le premier collecteur de fonds* » du pays (hors Banque de France), selon Laure Quennouëlle-Corre. Il « *recueille à lui seul plus de capitaux que le secteur bancaire et en distribue plus que l'ensemble des établissements publics et privés chargés d'octroyer des crédits* »⁴. « *C'est le règne de l'Etat-banquier* », résume l'historienne.

Les technocrates à la manœuvre

En effet, à la manière d'une banque, l'Etat ne se contente pas de drainer les fonds dans ses caisses, il se sert de cette dette à court terme pour financer la Reconstruction. Il s'agit de « *transformer les liquidités en barrages* », selon la fameuse formule de François Bloch-Lainé, en référence au premier plan quinquennal ou plan Monnet (1946-1952), qui prévoyait la construction d'équipement pour fournir de l'électricité, dont les barrages hydrauliques.

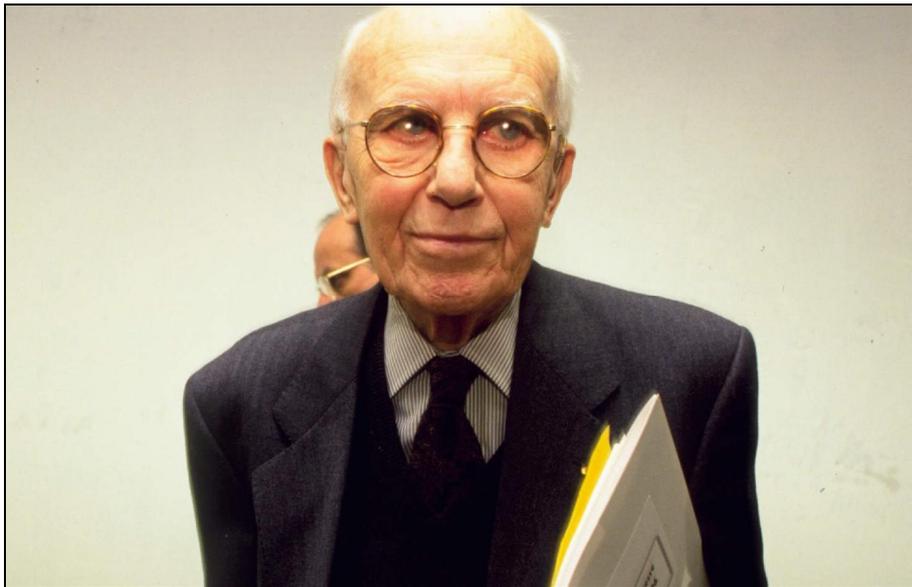
Le fonctionnement du livret A aujourd'hui peut être perçu comme un résidu de ce système, puisque la majorité des fonds est collectée par la Caisse des dépôts et consignations pour ensuite être prêtée aux organismes HLM afin de financer la construction de logements sociaux.

Ancien résistant, François Bloch-Lainé fait partie de cette génération de hauts fonctionnaires marqués par les ravages de la dépression économique de l'entre-deux-guerres et l'échec du libéralisme (pris dans l'acception d'une faible intervention de l'Etat et d'une orthodoxie budgétaire et financière) jugé « *inefficace économiquement et socialement injuste* », relate Laure Quennouëlle-Corre dans [La direction du Trésor 1947-1967, l'Etat banquier et la croissance](#).

Benjamin Lemoine le qualifie dans son livre de « *l'un des théoriciens* » du circuit. « *Dans les cours qu'il donnait à Sciences Po aux futurs agents publics, il présentait le système bancaire comme une organisation hiérarchique dans laquelle les banques et les institutions publiques et parapubliques de collecte de l'épargne sont les vassaux de l'Etat* », raconte à *Alternatives Economiques* le sociologue, chercheur à l'Irisso-Dauphine.

Eric Monnet détaille le fonctionnement de ce « *réseau de contrôle* », formé notamment par le Trésor, la Banque de France et le Conseil national du crédit, un organisme paritaire faisant des recommandations de régulation, dans son ouvrage [Controlling Credit - Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973](#) (Cambridge University Press, 2018). Ces institutions usent alors de la réglementation bancaire pour indirectement instaurer une « *sélectivité du crédit* » (avantageant les secteurs et activités qui doivent prioritairement recevoir du crédit) et un contrôle de l'inflation, autrement dit pour exercer une politique monétaire de court terme sans avoir à modifier la loi.

L'objectif à l'époque était de favoriser ces dispositifs technocratiques pour éviter de se confronter « *aux risques de réaction de la presse et de l'opinion difficilement contrôlables* », selon les mots de Michel Pérouse, directeur du Trésor de 1960 à 1967⁵. Il faut dire que durant la IV^e République, les gouvernements se forment et se déforment sans arrêt : en onze ans, la France a connu seize ministres des Finances différents qui se sont alternés 22 fois.



François Bloch-Lainé, directeur du Trésor (1947-1952). ©Marta NASCIMENTO/REA

Issu de l'inspection des finances, François Bloch-Lainé n'est pas, à l'origine, un partisan de cette hétérodoxie, mais s'y rallie par pragmatisme. *« Il ne le faisait pas le cœur léger, mais il était rassuré par le fait que cet attirail administratif et financier permettait de financer des investissements durs, en donnant à connaître et en maîtrisant la destination de l'argent »*, insiste Benjamin Lemoine. *« Dans le sillage du gaullisme d'après-guerre, il est perçu comme important que le financement de la Reconstruction ne dépende pas des périls de l'opinion des rentiers, des détenteurs de bons, comme c'était le cas pendant l'entre-deux-guerres par exemple. »*

Le général, [dans son discours au palais de Chaillot en 1944](#), ne déclarait-il pas qu'il fallait que *« les grandes sources de la richesse commune soient exploitées et dirigées non point pour le profit de quelques-uns, mais pour l'avantage de tous »*.

Résultat, de 1947 à 1950, la puissance publique finance directement plus de la moitié des investissements du pays. Cette part diminue fortement dès 1951, l'Etat décidant alors de ne pas prendre le relais de l'aide Marshall, dont les concours s'épuisent. En 1956, il assure encore 12 % des investissements productifs. La politique de contrôle des marchés financiers via la Banque de France et son Conseil national du crédit, prend la suite pour orienter les financements vers les secteurs prioritaires.

On voit bien que la façon dont l'Etat s'est endetté ne sert pas seulement à financer les dépenses publiques. Bien plus que cela, *« la politique de la dette [publique] influence la structure du financement l'économie »* dans son ensemble, analyse Laure Quennouëlle-Corre. Pour sécuriser sa trésorerie publique, la France a mis en place des moyens contraignants qui ne laissent plus l'opportunité au marché d'allouer les ressources, de choisir les destinataires des investissements : l'Etat s'en charge à sa place.

A posteriori, cette période est décrite comme celle d'une économie « dirigée » ou « administrée ». A l'époque, ses architectes se définissent plutôt comme « modernisateurs » ou « keynésiens ».

« Satanique inflation »

Cette vision n'est pas partagée par tous les acteurs de cette période. Ceux qui considèrent le circuit comme un *« pis-aller de la guerre »*, pour reprendre l'expression d'Eric Monnet, vont s'efforcer de refermer cette parenthèse. Leur principal argument consiste à pointer du doigt le supposé caractère inflationniste du circuit, car il implique de la création monétaire⁶.

« Aujourd'hui, l'argument est contesté, mais à l'époque, l'idée est partagée par beaucoup d'acteurs que le circuit serait inflationniste par rapport à un financement de marché : que le

recours à la création monétaire est inflationniste contrairement au recours à l'épargne longue », explique Eric Monnet. Selon la théorie quantitative de la monnaie, l'augmentation de celle-ci induit une hausse généralisée des prix. « Cette théorie était répandue bien avant le monétarisme de Milton Friedman, elle était couramment admise au XIX^e siècle et dans les années 1950. »

Or, « quand l'inflation commence à devenir une préoccupation centrale des gouvernants, le circuit et le plancher des bons du Trésor vont faire l'objet de vives critiques des milieux économiques, politiques et administratifs. (...) Un travail de sape émanant de l'intérieur des structures de l'Etat s'organise », retrace Benjamin Lemoine dans son ouvrage déjà mentionné.

Le fer de lance de ce mouvement est Jacques Rueff. Ancien directeur du Trésor (1936-1939) puis sous-gouverneur de la Banque de France (1939-1941), il est notamment membre de la Société du Mont-Pèlerin, un club de réflexion créé par l'économiste Friedrich Hayek pour promouvoir la pensée néolibérale. A ses yeux, le circuit du Trésor n'est qu'un moyen déguisé de financement direct par la Banque de France. Son opposition va bien au-delà d'une vision de l'économie, elle tient du dogme religieux. Il qualifie de « péché » ce recours facilité à la création monétaire qui conduirait à la « satanique inflation ». Il déplore que « l'idéologie inflationniste de Keynes », qu'il appelle le « grand magicien de Cambridge » (expression qui n'est pas sans faire écho à celle d'« argent magique » employée par Emmanuel Macron), ait « infesté » la société, comme [le détaille Benjamin Lemoine dans un hors-série de Marianne](#).



Le 7 novembre 1996, le ministre de l'Economie Jean Arthuis présente une pièce de 1 franc à l'effigie de Jacques Rueff. © Elodie GREGOIRE/REA.

La critique de Rueff trouve un certain écho au patriotisme de De Gaulle, le général voyant d'un mauvais œil le poids pris par le dollar, alors seule monnaie convertible en or depuis les accords de Bretton Woods. Par ailleurs, pour préparer l'entrée de la France dans le marché commun européen, De Gaulle inflige une lourde cure d'austérité en 1958, concoctée par le plan Pinay-Rueff. La V^e République signe alors le retour de l'orthodoxie budgétaire et financière. L'Etat n'enregistra plus aucun déficit jusqu'en 1967, faisant ainsi baisser la dette et réduisant le recours au financement monétaire.

Le circuit est progressivement détricoté dans les années 1960. Révélateur de la tendance au sein du gouvernement, en 1963, le Premier ministre Georges Pompidou adresse une note à son ministre des Finances Valéry Giscard-d'Estaing lui indiquant que l'Etat doit désormais « s'adapter » au mécanisme du marché et qu'il faut développer, comme le pratiquent les Britanniques, les adjudications (un système de vente aux enchères par lequel le marché fixe le taux des titres de dette) au détriment des émissions à taux administré⁷.

Dès mars, des séances ponctuelles d'adjudications sont organisées. Progressivement, le plancher des bons du Trésor s'effrite, tombant à un niveau insignifiant en 1965.

Par la suite, les réformes Debré-Haberer témoignent d'une volonté de « *redonner au marché financier son libre fonctionnement* », observe Laure Quennouëlle-Corre. La suppression du plancher en 1967 marque un véritable tournant. Conseiller technique au cabinet de Michel Debré, Jean-Yves Haberer, futur directeur du Trésor, se félicite alors de cette nouvelle donne : désormais l'Etat paiera « *le taux qu'il faut* », le mécanisme de marché révélant le « *vrai prix* » de la dette. Il se réjouit de cette démocratie de marché, de la transparence qu'elle implique. « *La dette publique c'est une maison de cristal, c'est devant le Parlement* »⁸, assène-t-il, car l'Etat, n'en contrôlant plus le coût, devra en rendre compte devant les élus.

Finalement, « *le Trésor devient emprunteur plutôt que collecteur* », résume Benjamin Lemoine. Entre les grèves de mai 1968, la fin du système de Bretton Woods⁹ et la stagflation engendrée par les chocs pétroliers, le rythme des transformations est freiné. Mais il ne s'agit que d'une pause. Le mouvement est bel et bien lancé et sera approfondi au point d'être rendu irréversible dans les 1980 : l'Etat va de plus en plus chercher à s'endetter sur des marchés de plus en plus libres, et devra garder un œil toujours plus attentif sur l'évolution de ses taux d'intérêt.

¹. Pour en savoir plus sur cette période, voir : [La mobilisation financière pendant la Grande Guerre. Le front financier, un troisième front](#), sous la direction de Florence Descamps et Laure Quennouëlle-Corre.

². Pour plus de détails, voir le chapitre XVII de *L'Etat, les finances et l'économie, histoire d'une conversion* (1932-1952) de Michel Margairaz, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

³. Au départ, le montant de planchers est fixé à 95 % du volume des titres publics détenus au 30 septembre 1948. Voir : [La direction du Trésor 1947-1967, chapitre V](#), par Laure Quennouëlle-Corre.

⁴. Cette affirmation est encore vraie en 1955. Sur cette seule année, le Trésor a collecté 695 milliards de francs, contre 617 pour le secteur bancaire. Il a par ailleurs octroyé pour 783 milliards de francs de crédits. Voir : [La direction du Trésor 1947-1967, chapitre V](#).

⁵. Archives du ministère des Finances et archives personnelles de Michel Pérouse, dans *La direction du Trésor 1947-1967*.

⁶. Les bons du Trésor souscrits par les banques étaient en compte courant, autrement dit elles devaient les déposer sur un compte à la Banque de France. Par ailleurs, les correspondants du Trésor pouvaient se refinancer auprès de la Banque de France.

⁷. Note de décembre 1963 : « *Projet soumis par le ministre des Finances et des Affaires économiques* », direction du Trésor, archives du CAEF, cité dans *L'ordre de la dette* par Benjamin Lemoine.

⁸. Entretien avec Jean-Yves Haberer réalisé par Laure Quennouëlle-Corre en 1995, archives orales du CHEFF.

⁹. En 1971, le président américain Richard Nixon déclare unilatéralement la suspension de la convertibilité du dollar en or. C'est le retour des taux de changes flottants.