



**HAL**  
open science

# Quelles leçons de l'histoire ? ou comment faire face aux fortes augmentations de dette publique ?

Vincent Bignon, Pierre Sicsic

## ► To cite this version:

Vincent Bignon, Pierre Sicsic. Quelles leçons de l'histoire ? ou comment faire face aux fortes augmentations de dette publique ?. *Revue d'économie financière*, 2022, N° 146 (2), pp.41-66. 10.3917/ecofi.146.0041 . hal-03995219

**HAL Id: hal-03995219**

**<https://hal-amu.archives-ouvertes.fr/hal-03995219>**

Submitted on 21 Feb 2023

**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.

## Quelle.s leçon.s de l'histoire ? Ou comment faire face aux fortes augmentations de dette publique ?\*

Vincent Bignon\* et Pierre Sicsic\*

### Résumé

*Comment les sociétés ont-elles fait face aux fortes augmentations de dette publique ? Dans l'histoire européenne ou états-uniennes des trois derniers siècles, ces moments ont eu lieu surtout pendant et après les guerres, à l'exception de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle et de la fin du 20<sup>ème</sup> siècle. Ces augmentations ont eu des conséquences contrastées à la fois en matière de conséquences macroéconomiques et en termes de solutions mises en œuvre pour réduire ces bosses d'endettement. Un élément distinctif entre ces épisodes du 20<sup>ème</sup> siècle et ceux des 18<sup>ème</sup> et 19<sup>ème</sup> siècle a été l'utilisation d'une ingénierie financière mise au service du lissage des sauts d'endettement, permettant « d'acheter le temps » nécessaire, dans tout après-guerre, au rétablissement de l'équilibre macroéconomique.*

La crise Covid a amplifié la discussion sur la manière dont nos sociétés devaient adapter les politiques publiques pour faire face aux augmentations fortes et soudaines de l'endettement public. Les mesures budgétaires de soutien à l'économie et les pertes de production causée par les confinements ont en effet conduit en 2020 à une augmentation du ratio de la dette publique sur le PIB d'une ampleur moyenne supérieure à 10 points de PIB en zone euro. La crise Covid a également renouvelé l'intérêt pour l'étude de précédents historiques dans le but de tirer les leçons du passé pour aujourd'hui. En effet, comme Schumpeter (1947) l'a argumenté, l'étude de précédents historiques proposent des réponses nouvelles et créatives aux problèmes économiques non résolus. De plus les modifications brutales des conditions économiques créent une confusion et une incertitude dans l'analyse des situations nouvelles qui nécessitent particulièrement de penser « en dehors des cadres établis ». Les analogies historiques fournissent dans ce contexte un catalogue de situations analogues pour lister des solutions possibles aux enjeux économiques du jour (Antipa et Bignon, 2022).

L'analogie entre la crise puis la reprise économique post-Covid et l'histoire des situations des guerres et des après guerres en Europe ou aux États-Unis est intéressante car elles partagent des caractéristiques communes à la fois en termes d'évolution de la dette publique, de réorganisation des chaînes de valeurs, d'inflation, d'adaptation des politiques monétaires et budgétaires au nouvel environnement et de gestion de l'héritage économique et financier légué par ces situations exceptionnelles :

- Pendant les guerres, les déficits budgétaires— avec des niveaux de dépenses publiques souvent largement financées par monétisation de la dette publique. Après-guerre, le financement de la reconstruction et l'augmentation des dépenses sociales et d'indemnisation des soldats, des blessés et des morts se substituent aux dépenses d'armement, compliquant le retour des dépenses publiques à leur niveau d'avant-guerre.

---

\* Nous remercions Pamfili Antipa pour ses conseils. Les opinions et vues exprimés par les auteurs ne sont pas nécessairement celles de la Banque de France ou de l'Eurosystème.

\* Conseiller du Directeur général des statistiques, des études et de l'international de la Banque de France, professeur associé à l'Université d'Aix-Marseille CNRS-École d'économie d'Aix-Marseille et membre du Center for Economic Policy Research.

\* Conseiller du Directeur général des statistiques, des études et de l'international de la Banque de France.

- Pendant les guerres, les Banques centrales conduisent une politique expansionniste à la fois en termes de taille de leur bilan et de taux d'intérêt pour aider au financement de l'économie de guerre mais également pour des raisons de stabilité financière (Roberts, 2013). Après les guerres, les banques centrales ont besoin de temps pour réduire la taille de leur bilan et certains pays connaissent une inflation soutenue, voire une hyperinflation, tandis que d'autres voient la pression inflationniste s'éroder avec la normalisation de la politique monétaire (Friedman et Schwartz, 1962 ; Velde, 2016).
- Même si, pendant les guerres, les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes partagent des objectifs congruents, ce n'est souvent plus le cas après les guerres alors même que les capacités des politiques monétaire et budgétaire à assurer le retour à la prospérité économique sont fortement interdépendantes : la politique monétaire affecte la valeur réelle de la dette publique en déterminant le taux d'intérêt réel (Woodford, 2001) tandis qu'une politique budgétaire non soutenable détruit la valeur de la monnaie (Leeper, 1991).
- Les poussées d'endettement public résultent du fait que l'état doit financer la production de guerre. Ces productions de guerre créent une déconnection temporaire entre les revenus distribués aux agents économiques et la quantité totale de biens et services civils que les agents peuvent effectivement consommer ou investir. Ceci crée un excès d'épargne qui ne peut être résorbé que par la taxation, l'inflation ou sa dépense par l'investissement ou la consommation avec la reprise de la production civile – *après guerre*.
- Après chaque guerre, la production doit être réorientée vers les productions civiles, la reprise des échanges mondiaux modifie progressivement les chaînes d'approvisionnement tandis que la démobilisation des soldats conduit à des réallocations sur le marché du travail. Ces réorganisations créent des goulets d'étranglement et des difficultés de production et donc des augmentations de coûts qui créent en général une pression à la hausse des prix. Après-guerre, l'autre pression inflationniste tient à la présence d'une épargne excédentaire, elle-même le résultat de revenus distribués sans consommation possible.

Dans son essai de 1940 « Comment payer pour la guerre », John Maynard Keynes rejette un certain nombre de solutions pour financer le déficit budgétaire, avec le soutien unanime des économistes comme l'a noté Hayek (1940). Pour Keynes, l'inflation n'est pas une solution parce qu'elle est une taxe sur les pauvres – qui ne peuvent se protéger contre l'érosion du pouvoir d'achat qui en résulte. Pour lui, la taxation des seuls hauts-revenus – même si elle peut être souhaitable – n'est pas suffisante à résorber l'excès d'épargne créée par le déséquilibre entre l'offre et la demande. En effet l'augmentation des dépenses publiques est si forte pendant la guerre que le produit de la taxation des hauts-revenus n'est pas suffisante pour financer le déficit. L'ampleur des déficits pourraient être comblée par une taxation élevée des revenus de tous les agents mais Keynes rejette cette solution car elle ne serait ni souhaitable, ni juste, ni efficace. La dette publique est donc la solution fiscale aux problèmes économiques de la guerre.

Si la dette est le résultat de la guerre, il n'y a pas, après les guerres, de solution miracle pour réduire la dette publique car tout après-guerre se caractérise à la fois par un dilemme budgétaire de court terme et une « tragédie des horizons économiques » (Bignon et Sicsic, 2020):

- Sur le plan budgétaire, le gouvernement a un conflit d'objectifs sur l'ampleur de la réduction du déficit budgétaire : de nouvelles dépenses civiles pèsent sur le déficit alors que le gouvernement doit commencer à rembourser sa dette. Le choix est délicat car les dépenses publiques améliorant l'offre (par exemple la remise en état des mines ou du réseau de transports en France après 1918 ou 1945) réduisent les goulots d'étranglement et accélèrent la reprise.

- Les gouvernements font également 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 obèrerait 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.

À cet égard, tous les après-guerres n'ont pas été égaux. Sans solution à la tragédie des horizons économiques, l'inflation a accéléré, chacun se protégeant d'une trajectoire budgétaire insoutenable. Sans solution au dilemme budgétaire, la croissance a été faible, amplifiant les difficultés budgétaires. Ainsi, comme nous le discutons dans cet article, la conciliation de ces contraintes s'est avérée extrêmement difficile après 1918 mais la situation des années 1920 ne doit pas être prise comme une règle générale. Une bonne gestion macro-économique du cycle économique et de la dette publique peut en effet concilier ces contraires, pourvu que les débats sur la dette publique et donc la probabilité de crises de la dette ou du change permettent de la recherche de solution consensuelle.

Nous comparons les leçons de trois types d'après-guerres en termes de gestion des surcroûts de dettes publiques depuis le début du 18<sup>ème</sup>. Trois raisons motivent notre ambition de comparaison de trois types d'après-guerres.<sup>1</sup>

- Premièrement, les fortes poussées de dettes publiques créées par les guerres ne sont pas un avatar du 20<sup>ème</sup> siècle, et la caractéristique commune des après-guerres des 18<sup>ème</sup> et 19<sup>ème</sup> siècle est d'avoir eu recours à des techniques d'ingénierie financière afin de reporter et d'étaler dans le temps la charge additionnelle de la dette publique et d'éviter les crises de renouvellement des dettes. Ces techniques financières ont ainsi réduit les injonctions contradictoires pesant sur les politiques économiques d'après-guerre.
- Deuxièmement, si la dette est le résultat de toute guerre, les différents après-guerres ont été caractérisés par des tensions économiques et financières induites par la gestion de la dette publique, en partie parce que les politiques économiques et les techniques financières utilisées ont fortement différés dans l'histoire.
- Troisièmement, le débat public sur les conséquences économiques du Covid s'est beaucoup concentré sur la comparaison avec l'après première Guerre Mondiale. Or les années 1920 ont été une période très spécifique, qui est une borne « catastrophique » en matière de gestion de la dette publique. Comparer les conséquences de trois après-guerres différents permet donc d'éviter l'effet 'loupe' d'une comparaison avec une situation très spécifique.

Le plan du reste de l'article est le suivant. Nous expliquons dans un premier temps à quelles conditions les techniques d'ingénierie financière ont réussi à sortir les pays concernés du dilemme budgétaire et de la "tragédie des horizons économiques", puis nous revenons sur les raisons pour lesquelles la situation a dérapé après 1918.

## **Section 1 : L'ingénierie financière au service de la gestion de la dette publique en Europe avant 1914.**

Avant 1914 puis après 1945, de nombreux pays ont surmonté le dilemme budgétaire et la tragédie des horizons économiques en étalant le remboursement de leur dette et en allongeant l'échéance moyenne de la dette publique, permettant ainsi d'éviter des mesures budgétaires très restrictives. Cela a été permis par une ingénierie financière de cantonnement et d'étalement des échéances de

---

<sup>1</sup> Le financement monétaire des dépenses de guerre a été étudiée sur des périodes plus anciennes, voir en particulier Sussman (1993) pour la guerre de cent ans.

remboursements. Après 1945, ce dispositif est connu comme un système de répression financière dans lequel les banques commerciales étaient à la fois contraintes et incitées à détenir de la dette publique. Avant 1914, et en l'absence de toute réglementation bancaire et de centralisation des opérations de paiement par le système bancaire, la répression financière n'était pas possible. Cependant, plusieurs techniques permettaient d'étaler le remboursement et d'allonger les échéances. Ainsi, en Angleterre, au 18<sup>ème</sup> siècle, la dette est émise à court terme pendant les guerres et est souvent achetée par la Banque d'Angleterre. Après-guerre, la consolidation prend la forme d'une émission d'emprunts de long-terme qui est placée auprès du public, permettant ainsi de rembourser la Banque d'Angleterre.

Le cantonnement consiste dans la détention d'une partie de la dette publique par des banques ou par des compagnies détenant un monopole public. Le but est d'éviter les risques de crises de la dette, c'est-à-dire la montée brusque des taux d'intérêt de la dette publique ou des crises de change qui peuvent se produire en cas de crise de confiance dans la capacité des autorités à retrouver une trajectoire soutenable de dépenses publiques et de dette. Après 1945, dans tous les pays européens et aux États-Unis, diverses réglementations et des conditions financières avantageuses incitent les banques commerciales à détenir la dette publique. Ces distorsions ont été qualifiées dans la littérature économique comme une situation de répression financière. Avant 1914, les gouvernements cantonnent la dette publique soit dans des organisations dédiées, c'est-à-dire soit des fonds d'amortissement dédiés au remboursement de la dette publique, soit dans les Banques centrales ou, par exemple dans des Compagnies de commerce international comme la Compagnie des Indes en France ou en Angleterre. L'objectif assigné à ces cantonnements est de réduire la part de la dette publique circulant dans le public, afin de contenir le risque de ruée sur la dette publique, mais aussi, pour les fonds d'amortissement, d'utiliser les ressources qui leur sont dédiés pour procéder à l'amortissement de la dette. Un important facteur de réduction du coût de la dette était la conversion des rentes et *consols* « perpétuelles » vers des taux plus bas. Les évidentes implications redistributives provoquaient d'intenses débats parlementaires et ont défini la carrière des ministres des finances chargés de ces conversions.

L'histoire des caisses d'amortissement est peuplée de textes déclarant l'échec de ces caisses, voir Pellet (2012) pour une synthèse. Mais échec par rapport à quel critère ? Pour Adam Smith (1776) et David Ricardo (1820) elles sont un échec car elles ont contribué à augmenter la dette publique, et non à la réduire. Mais les caisses d'amortissement ont joué, dans un grand nombre de cas, un rôle majeur pour stabiliser les taux d'intérêt, pour assurer la liquidité du marché de la dette publique et in fine, pour éviter les crises de dettes souveraines dans un contexte macroéconomique de grande fragilité créée par d'importants besoins de dépenses budgétaires alors même que la levée des impôts pour financer la dette publique et ses intérêts était politiquement ou économiquement impossible. C'est au regard de ce critère, de la capacité des caisses à être une opération d'ingénierie financière permettant de construire un pont de financement assurant la stabilité macro et la résorption des déséquilibres macro et financier caractéristiques de tout après-guerre que doit aussi être jugé le succès ou l'échec des véhicules de cantonnement, en lien avec le dilemme budgétaire des après-guerres.

### **1.1. L'Angleterre aux 18<sup>ème</sup> siècle et après 1815**

Dans un contexte de stabilité des prix, la rivalité de puissance séculaire entre l'Angleterre et la France a alimenté le déficit budgétaire et une forte progression de la dette publique. Ainsi, au cours du 18<sup>ème</sup> siècle, la dette publique en proportion du PIB est passée d'environ 20% en 1700 à plus de 150% dans les années 1790, voir graphique 1. Cette hausse massive s'est faite avec une hausse modérée des taux d'intérêt, qui passent d'environ 3,5% au début du siècle à 4,5% au début des années 1790 (Velde et Weir, 1992). Deux types de cantonnement de la dette publique ont été utilisés en Angleterre à partir du début du 18<sup>ème</sup> siècle.

Tout d'abord, comme l'a montré Quinn (2008), le cantonnement prend la forme d'une sécuritisation de la dette publique, sur un modèle d'échange de dettes contre des actions, de manière similaire à celui utilisé par John Law à la même époque : une entreprise est créée, elle émet des actions que les (futurs) actionnaires paient en vendant à l'entreprise de la dette publique. Cette entreprise bénéficie par ailleurs d'un monopole public concédée par les autorités publiques et lui garantissant les revenus tirés de ce monopole. Trois véhicules de sécuritisation ont été créés en Angleterre après la Glorieuse Révolution de 1694 et l'instauration d'une monarchie constitutionnelle: la Banque d'Angleterre, la Compagnie des Indes Orientales, et dans une moindre mesure la Compagnie des Mers du Sud. Le privilège de la Banque d'Angleterre était d'être la seule banque qui pouvait avoir le statut juridique de société, ce qui permettait ainsi de réunir plus de six actionnaires. Elle avait par ailleurs le droit d'émettre des billets de banques, et donc de bénéficier d'une ressource sur laquelle elle payait un taux d'intérêt nul. Les deux autres entreprises bénéficiaient du monopole du commerce de l'Angleterre avec des zones géographiques prédéterminées.

Le cantonnement dans des véhicules de sécuritisation a permis de faire détenir par ces trois entreprises environ 40% de la dette publique entre 1700 et 1750, avec un pic à 80% en 1720 (Quinn, 2008). Après les multiples défauts de la Couronne anglaise du 17<sup>ème</sup> siècle, le nouveau souverain souffre d'un problème de crédibilité. Faire détenir la dette publique par un petit nombre d'entreprises a permis d'augmenter le pouvoir de négociation des créanciers auprès du souverain. Ces entreprises étaient en effet détenues principalement par de riches Londoniens qui étaient également membres du Parlement. En retour la possibilité de re-négocier régulièrement le champ et les droits associés au monopole concédé à ces entreprises fournissaient au souverain et aux actionnaires la possibilité de re-négocier régulièrement les termes de ce cantonnement (voir par exemple Broz et Grossman, 2004). Cette période de sécuritisation de la dette publique a coïncidé avec une baisse spectaculaire des taux d'intérêt en Angleterre (Sussman et Yafeh, 2006) qui a été en partie attribuée à des facteurs liés au jeu politique anglais, à des changements dans la taxation ou à la chance. Par ailleurs la dette publique était alors moins liquide sur les marchés financiers que les actions de ces entreprises, permettant de réduire la prime de liquidité des titres publics (Neal, 2000).

Le deuxième type de cantonnement est celui dans des caisses d'amortissement de la dette –connus dans en Angleterre comme des *sinking funds*. Ces fonds sont une structure juridique distincte du Gouvernement et dotés d'une ressource propre et régulière avec la promesse annoncée de rembourser progressivement la dette publique. La première caisse d'amortissement a été initiée par le Premier Ministre Walpole en 1716, mais a été dissous en 1727 sans avoir contribué à une réduction significative de la dette publique. Elle n'a pas été très efficace dans sa mission de réduction de la dette publique, parce que le gouvernement supprimait à chaque difficulté budgétaire la ressource affectée au fonds. William Pitt ressuscite ce type de financement de la dette publique après le traité de Paris de 1783. Financé par affectation d'une partie des recettes budgétaires et par une quote part du produit des nouveaux emprunts, il a joué un rôle important dans la détention et la gestion du stock de dette de long-terme. Ces caisses d'amortissement ont été critiqués par Adam Smith et David Ricardo comme inefficace dans leur mission de réduction de la dette publique.

Ces deux types de véhicules de cantonnement en présence d'un marché financier de plus en plus liquide et profond ont donc coïncidé avec une formidable augmentation de la dette publique, permettant le financement de guerres nombreuses et coûteuses. En comparaison, la France du 18<sup>ème</sup> siècle n'a pas bénéficié des mêmes conditions financières. Elle a été limitée dans sa capacité d'endettement par des défauts réguliers et souvent partiels mais les taux d'intérêt sur la dette ont été plus élevés et plus variables que le taux sur la dette anglaise (Bordo and White, 1991 ; Velde et Weir,

1992). Ceci suggère que l'objectif principal de l'Angleterre était de s'assurer de la sécurité de pouvoir financer des chocs fiscaux massifs et réguliers causés par les guerres.

Pendant les guerres Napoléoniennes et en particulier après 1810, le financement de la guerre se fait essentiellement par l'émission de dette de court terme –les Exchequer bills– qui est souvent achetée et détenue par la Banque d'Angleterre, permettant à la fois de réguler les taux d'intérêt sur le marché et de limiter les risques quant au placement de la dette publique. Ce n'est qu'à des moments très particuliers pendant ces guerres mais surtout entre 1816 et 1819 que la Banque d'Angleterre est déchargée de cette dette de court terme : les Exchequer bills ne sont en effet pas renouvelés quand ils arrivent à échéance parce que le Trésor émet de la dette de long-terme (principalement des *Consols*) pour remplacer cette dette de court terme dans le bilan de l'état. Ceci permet à la fois la réduction de la taille du bilan de la Banque d'Angleterre et, pour le gouvernement, l'allongement de la maturité moyenne détenue par le public (Antipa et Chamley, 2019). Ainsi en 1821, le bilan de la banque d'Angleterre retrouve la même taille qu'avant la suspension de l'étalon-or de 1797 (ibid).

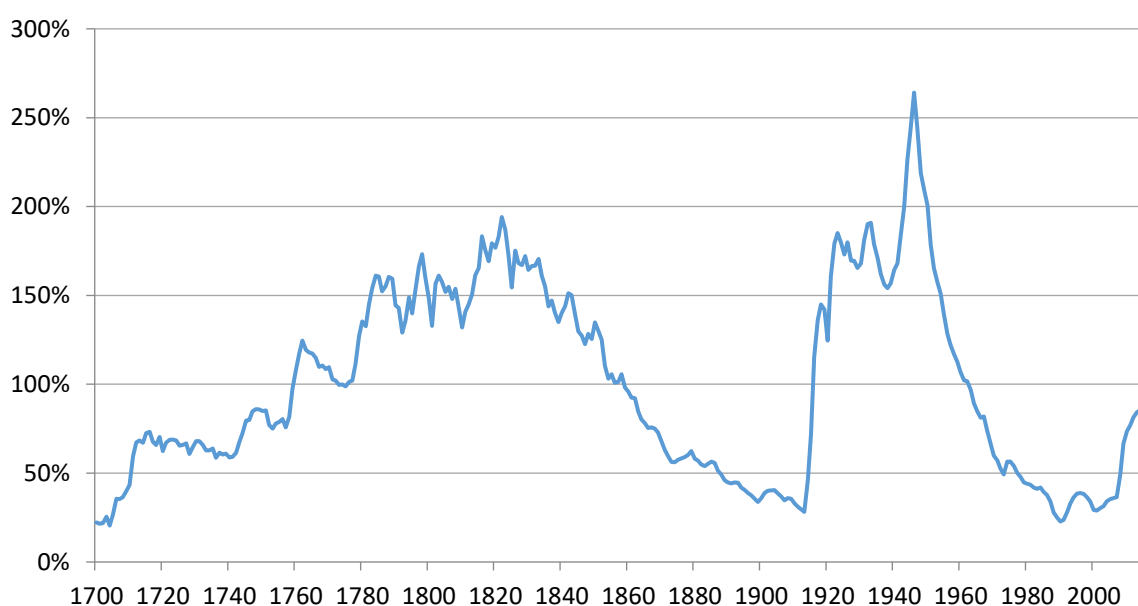


Figure 1 : Évolution du ratio d'endettement public comptabilisé en valeur nominale rapporté au PIB du Royaume Uni (1701-2016)

Source: Bank of England – A millennial of macroeconomic data

Le désendettement du Gouvernement anglais après 1815 est également instructif. En 1815, la dette publique du Royaume-Uni atteint plus de deux fois le PIB et est en partie détenue par une caisse d'amortissement. L'amortissement de l'ensemble de la dette publique a été facilitée par la croissance démographique qui a contribué pour une petite moitié à la progression du PIB réel. La population est passée de 19,7 millions à 47,7 millions de 1815 à 1913, soit un facteur 2,4. Divisant le rapport de 200% de dette sur PIB par ce facteur aboutit à 83%. Autrement dit, sans surplus primaire et avec un rendement réel de la dette égal à la croissance du PIB réel par tête (qui fut de presque 1,1% par an), la croissance provenant de l'expansion démographique aurait réduit le poids relatif de la dette publique de 120 points. Cependant, comme la croissance annuelle moyenne du PIB nominal de 1705 à 1913 n'a été que de 1,7% alors que le taux nominal d'émission des *consols* était de 3 %, la réduction du rapport Dette/PIB a été le résultat d'excédents primaires importants.

L'influence d'une massive dette publique sur la faible croissance au Royaume-Uni a été d'abord analysée par Williamson (1984) avec un argument d'effet d'éviction de la dette publique sur l'investissement privé. Plus récemment Clark (2001) revient sur cet argument en présentant une stabilité des taux de rendement sur le capital privé (la terre en l'occurrence) résultant de l'ouverture commerciale internationale des produits alimentaires, et conclut que la présence d'un effet d'éviction n'est pas apparente. Du point de vue des finances publiques Clark (2001, p. 434) présente le service de la dette en points de PIB. Cette mesure est plus satisfaisante que celle du rapport Dette/PIB puisqu'elle est sensible aux taux d'intérêt, que ce rapport soit calculé comme la multiplication du taux de marché par la dette valorisée sur le marché ou qu'il soit mesuré comme le taux nominal multiplié par le total de la dette nominale. De 3,1 % du PIB au milieu du 18<sup>ème</sup> siècle, le service de la dette atteint 7,9 % vers 1820. Même si l'effet macroéconomique d'éviction de la dette publique sur l'investissement privé a été modéré par le commerce et la finance internationaux, la contrainte sur les dépenses publiques s'est donc manifestée.

Les implications politiques de l'absence de répression financière furent dans la première moitié du siècle une répression policière, du massacre de Peterloo suivant une manifestation à Manchester réclamant une réforme des élections (Poole, 2006) à l'interruption de l'aide publique britannique à la famine irlandaise en 1847 (Read, 2016). Ce triste épisode a souvent été attribué à des dispositions idéologiques *laissez faire* des *Whigs*. Cependant le poids de la dette publique, encore à 140 % du PIB, limitait la politique budgétaire, et l'aide publique de 1845-46 a dû être soudainement réduite au printemps 1847 à cause de l'échec du projet d'*Irish loan*. Incapable d'émettre sur le marché, et échouant plusieurs fois en 1848 à augmenter au Parlement le taux d'impôt sur le revenu, le gouvernement décida de réduire les dépenses des programmes d'aide et interrompit le soutien financier à ces programmes en avril 1848. Après 1849, il n'y a plus d'aide du gouvernement central à l'Irlande. Cette interruption coïncide avec le pic de la mortalité provoquée par la famine dans l'hiver 1848-49 (Read, pp. 428-29).

### **1.2. L'Expérience française**

En France, le cantonnement de la dette publique après 1815 est fait à la Caisse des Dépôts et Consignations (qui intervient sur la dette de court terme, c'est-à-dire les obligations) et sa jumelle la Caisse d'Amortissement (qui intervient sur la dette de long-terme, les rentes). Ces caisses sont mobilisées à un moment où le débat politique fait alors rage entre ceux qui souhaitent construire la crédibilité de l'état à rembourser ses dettes – les libéraux et les 'Doctrinaires', c'est-à-dire les principaux ministres de Louis XVIII pendant les premières années de règne– et les partisans d'une annulation de la dette héritée du passé (les Ultras). Les premiers insistent sur la continuité de l'état entre l'empire et la monarchie en soulignant « Que le passé, donc, soit respecté, puisqu'il est le seul garant de l'avenir ! »<sup>2</sup>. Les seconds invoquent les circonstances exceptionnelles –la restauration doit être un retour à l'avant 1789– pour argumenter en faveur du défaut.

---

<sup>2</sup> Demier, 2019, p. 96 : « ce qui prévaut alors dans les prises de position des libéraux doctrinaires, c'est la volonté d'écarter la Caisse d'Amortissement des débats politiques qui les opposent aux Ultras. La particularité de l'institution, dans leur esprit, est d'être tenue à distance du gouvernement dont la tutelle ne s'exerce que par la nomination de son directeur. Placé sous le contrôle de la Chambre qui n'est qu'un contrôle de conformité de son fonctionnement, elle est aussi protégée des conflits politiques qui la divisent : la commission de surveillance qui en suit attentivement les décisions se présente elle-même sous un jour consensuel différent du jeu des partis. » Voir aussi Nicolas Bricogne (1819) : « Il est temps que le crédit public cesse de n'être que le crédit du Ministre ; il faut qu'il ne soit pas seulement le crédit d'un gouvernement qui pourrait changer le système en changeant de chef ou de forme, il faut qu'il devienne le crédit de l'état » (maître des requêtes au Conseil d'État).



L'augmentation de l'endettement public après 1815 a pour origine le paiement de l'indemnité de guerre payée aux vainqueurs de la Sainte Alliance pour un montant égal à environ 20% du PIB (White, 2001), faisant passer la dette publique de 10% du PIB en 1801 à 40% en 1819 (Oosterlink et al., 2014). En 1815, l'arrière-plan économique est celui d'un fort déficit budgétaire prévu pour durer trois années dans un contexte où l'inflation est contenue par l'étalon or. En rupture avec le Premier Empire, l'engagement est pris de ne pas augmenter les impôts, conduisant à choisir l'emprunt pour financer ce choc fiscal et à créer une caisse comme « instrument d'engagement de l'état à rembourser la dette ainsi contractée » (Demier, 2019, p. 99).

Les ressources de la Caisse d'Amortissement provenaient d'une dotation initiale par le Trésor et du produit de la vente des forêts – alors un des combustibles les plus usités. Ces forêts étaient possédées par l'état suite à la saisie révolutionnaire des Biens Nationaux, dont les Ultras demandaient la restitution à leurs propriétaires d'avant 1789. Le financement de la Caisse des Dépôts et Consignations ressemblait davantage à celui d'une banque, car elle recevait les consignations des notaires ou de justice, les dépôts des receveurs généraux et des dépôts volontaires des agents privés. Ces ressources étaient rémunérées en général à de faibles taux légaux (moins de 2%) à un moment où la dette publique rapportait 5%.

Ces caisses doivent permettre, selon son directeur général de l'époque Jean Bérenger, de « se séparer du service journalier des arriérés ». Elles achètent la dette sur le marché public selon un calendrier et pour un volume public et annoncé à l'avance tant que le cours de la dette n'atteint pas le pair (soit en 1825). Cependant elles mettent en place une politique de soutien des cours à des moments politiquement critiques pour soutenir le cours de la rente, conformément à son mandat de maintien dans la *foi publique* (Bruguière, 1977). À partir de l'année 1825, les rentes achetées sur le marché secondaire par les Caisses sont annulées de sorte que l'État ne paie plus d'intérêts, réduisant de facto l'endettement public. Entre temps le « problème » de la dette a muté. La Caisse d'Amortissement est fusionnée avec la Caisse des Dépôts en 1837.

*In fine*, ces Caisses ont permis non pas de réduire l'endettement public –ce qui n'était d'ailleurs pas l'objectif qui leur avait été assigné initialement<sup>3</sup>– mais de contenir le niveau des taux d'intérêts sur la dette publique –voir graphique 2– et d'éviter des crises de la dette, c'est-à-dire des augmentations brutales des taux de marché sur la dette publique. Selon Leroy-Beaulieu, elles ont aussi contribué à l'augmentation tendancielle de l'endettement public au 19<sup>ème</sup> siècle<sup>4</sup>. Le cantonnement a eu un impact sur le taux d'intérêt payé par le gouvernement car celui-ci avait un problème de crédibilité, qui a été en partie réglé par la création de ces véhicules de cantonnement qui s'est ajoutée à une politique de remise en ordre des finances publiques (Oosterlink et al., 2014) et de stabilité monétaire (Bignon et Flandreau, 2018), ceci a un impact spectaculaire en termes de baisse de taux d'intérêt et de capacité à faire face aux besoins d'endettement courant (voir graphique 2)<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Lutfalla (2006, p. 35) : « [à sa création en 1799], L'intention, en établissant une Caisse d'Amortissement, avait été d'en faire l'arbitre des cours des effets publics » et non d'amortir la dette.

<sup>4</sup> Paul Leroy-Beaulieu (1906, Traité de la sciences des finances, cité dans Plessis, 2006, p. 60) : « On peut dire que l'augmentation de la dette de 1806 à 1815 fut son œuvre [à la Caisse d'Amortissement] ». Elle a détenu à ce moment jusqu'à 10% de la dette publique, ce qui a contribué à réduire le flottant (et donc à éviter de fortes variations des cours). En 1828 elle détient 20% de la dette publique.

<sup>5</sup> Todd et Yates (2020) soulignent le goût français de Talleyrand à Lafitte à Chevalier à Leroy-Beaulieu pour la dette publique « Saint-Simonienne » finançant les infrastructures. Le faible niveau de la dette publique a dû jouer pour justifier ces discours.

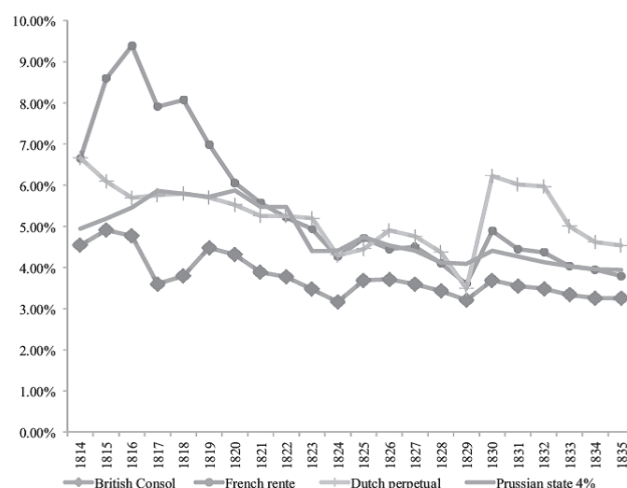


FIGURE 3  
EVOLUTION OF BRITISH, DUTCH, FRENCH AND PRUSSIAN LONG TERM SOVEREIGN BOND YIELDS (31 DECEMBER OF EACH YEAR)

Source: Sidney Homer and Richard Sylla (1996).

Figure 2 : Taux de rendement sur la dette souveraine FR et UK entre 1745 et 1873

Source: Oosterlink et al, 2014, *Journal of Economic History*

### **1.3. L'art et la manière de cantonner la dette publique : Leçons des échecs de cantonnement**

Après les guerres napoléoniennes, à l'inverse de la France et de l'Angleterre, de nombreux pays d'Europe continentale, comme l'Autriche, les Pays-Bas ou la Norvège, cantonnent la dette dans des banques centrales indépendantes (Bordo et al., 2016). C'est même une des causes principales à la vague de création des banques centrales après 1815. En effet le monopole d'émission de billets confié par les États à ces banques d'émission fournit une ressource pour acquérir et détenir de montants importants de dette publique, qui se monte par exemple encore à plus de 79% du bilan de la Banque Nationale d'Autriche en 1835 (Jobst et Ugolini, 2016). Les opérations de refinancement de ces banques centrales sont également un moyen d'assurer une prime de liquidité à la dette publique, notamment par l'acceptation de ces titres de dettes en garantie d'avances de la Banque centrale. Ainsi, en cantonnant la dette publique dans la Caisse des Dépôts et Consignations et dans la Caisse d'Amortissement, la France fait figure d'exception en Europe continentale, en lien avec l'histoire tumultueuse de créations avortées d'une banque centrale avant la Banque de France (Bignon et Flandreau, 2018).

Le choix de faire détenir une partie de la dette publique par la banque centrale a fait peser une contrainte forte sur sa capacité à utiliser la politique de taux d'intérêt au service de la stabilité monétaire ou des changes. La tension, tout comme après la première guerre mondiale, est alors que la défense de la parité or (en fait le respect d'une cible d'inflation) conduit à des mouvements de taux d'intérêt directs qui visent à défendre le taux sur la dette publique au détriment de la stabilité économique ou financière<sup>6</sup>. A l'inverse de ce que recommande la règle de Tinbergen, ces banques centrales se sont en effet retrouvées avec un seul instrument pour remplir deux objectifs : assurer la stabilité de la dette publique ou assurer la stabilité monétaire. Cela n'a pas été sans conséquence sur leur capacité d'ancrer les anticipations d'inflation, qui, à l'époque, se manifestait par la capacité d'assurer la convertibilité en or ou en argent des billets de la Banque centrale (voir Flandreau, 2008). Les difficultés récurrentes de certains pays à assurer la convertibilité des billets en or ou en argent

<sup>6</sup> Voir les ouvrages de Jobst et Kernbauer (2016) sur l'Autriche, Uittenbogaard (2015) pour les Pays-Bas et Eirtheim et al. (2016) pour la Norvège.

illustre la difficulté créée par la détention massive de dette publique sur la longue durée par une institution également chargée de la gestion conjoncturelle de la stabilité monétaire et financière.

Une autre cause d'échec de faire détenir sur la longue durée la dette publique par une Banque centrale fut la difficulté pour ces banques d'éviter les ruées sur leurs billets de banques et donc l'effondrement de la source de financement principal de ces banques. En effet, l'histoire, notamment du 18<sup>ème</sup> siècle, est peuplée des fantômes des banques centrales disparues dans des tentatives échouées de cantonnement des dettes publiques. C'est par exemple le cas de la Banque Royale de Law (Velde, 2007) en France pendant la régence, de la Banque de Vienne à l'aube du 19<sup>ème</sup> siècle (Jobst et Kernbauer, 2016) ou de la Riksbank suédoise au 18<sup>ème</sup> siècle (Ögren, 2016). Si les prises de risques de Law font de cette expérience un cas à part, les explications de ces échecs sont l'absence d'indépendance vis-à-vis du Souverain ou le défaut sur la dette cantonnée. Ainsi le défaut a détruit la confiance dans la monnaie émise par la banque centrale par deux fois en Espagne au 19<sup>ème</sup> siècle ou en France avec la Caisse d'Escompte en 1788 et 1792 (voir respectivement Martin-Aceña, 2017 et Bignon et Flandreau, 2018). L'absence d'indépendance a conduit à des renégociations régulières avec le souverain à chaque aléa budgétaire. La conséquence fut de graves difficultés monétaires et donc pour tout le monde une réduction des échanges.

Mais plus généralement, comme le défend Signorino (2016), Adam Smith et David Ricardo doutent de l'efficacité du cantonnement quand la puissance publique ne peut pas s'engager à respecter ses promesses. Cela permet de comprendre pourquoi Ricardo est à la fois critique du cantonnement à l'anglaise mais qu'il soutient aussi que la meilleure solution pour lisser l'impact négatif sur la consommation d'une forte augmentation temporaire du déficit doit être fait par une augmentation de la dette publique amortie progressivement par une caisse dédiée de cantonnement. En effet le cantonnement ne résout pas en soi tous les problèmes créés par les fortes poussées d'endettement. Les conditions dans lesquelles le cantonnement est fait sont cruciales, notamment quant à la gouvernance du véhicule de cantonnement, son indépendance par rapport au Trésor et la transparence de son action. Ces conditions permettent en effet de déterminer si le véhicule de cantonnement est une organisation facilement manipulable ou si elle peut remplir sa mission avec la garantie de la durée.

## **Section 2 : Alimenter la catastrophe : la première Guerre Mondiale**

L'après première Guerre mondiale marque des ruptures significatives par rapport à la période précédant 1914. Ces ruptures vont profondément modifier la dynamique de la gestion économique et financière des années 1920 par rapport aux siècles précédents.

Plusieurs facteurs ont été déjà relevés par les historiens. Barry Eichengreen (1992) a argumenté que les principaux problèmes économiques de l'entre-deux-guerres étaient liés aux difficultés de gestion de la dette publique. Etienne Mantoux (1946) a insisté sur le refus de paiement des réparations par les vaincus, en rupture avec les précédents de 1871 ou de 1815 pour ne citer que deux guerres du 19<sup>ème</sup> siècle impliquant la France avec l'Allemagne ou son principal ancêtre la Prusse. Occhino et al. (2008) ont montré que les montants payés en réparations (pour la période post 1918) ou en tribut (pour la période pre-1914) étaient équivalent en termes de poids dans le PIB, à un niveau compris entre 20% et 25% du PIB. Mantoux a souligné qu'à la différence de la période pré-1914, les Alliés n'ont pas forcé le paiement des réparations par une occupation militaire des pays ayant à payer un tribut, ce qui peut être relié à la description des conflits entre vainqueurs faite par Carl Parrini (1969).

Sans nier ces éléments, nous ajoutons deux autres dimensions. La première est que la première guerre n'est pas la première guerre totale – c'est-à-dire une guerre mobilisant au maximum les ressources militaires, économiques, financières et sociales. En effet en termes de pertes humaines ou de coût économique et financier, les guerres révolutionnaires et napoléoniennes ont été, relativement à la population de l'époque ou aux économies, aussi totales que la première Guerre mondiale (Bell, 2008 et la discussion par Broers, 2008). La seconde est qu'après 1918, à la différence du 19<sup>e</sup>, l'utilisation de l'ingénierie financière n'a pas été faite au bon moment pour soulager le dilemme budgétaire et la tragédie des horizons.

Pour les principaux belligérants, l'absence de gestion financière et l'ampleur de la dette publique ont précipité beaucoup de gouvernements au bord d'une falaise de remboursement. Les désaccords politiques sur la politique budgétaire et notamment sur la taxation du capital conduisent à des fuites de capitaux et à des crises de la dette ou du change (Hautcoeur et Sicsic, 1999). L'inflation monte avec chaque crise budgétaire ou de dépréciation brutale du taux de change. Alimentée également par une demande accrue, l'inflation a nourri les doutes sur le crédit public car les ressources fiscales réelles se réduisaient. Ces doutes grandissaient pour les pays ayant une dette en partie indexée sur l'or. Un cercle vicieux s'est parfois enclenché : les crises de la dette ont gêné la reprise économique, amplifiant les problèmes de remboursement. En Allemagne ou en Autriche, le financement monétaire des dépenses publiques et privées a dégénéré en hyperinflation et à un défaut formel sur la dette publique.

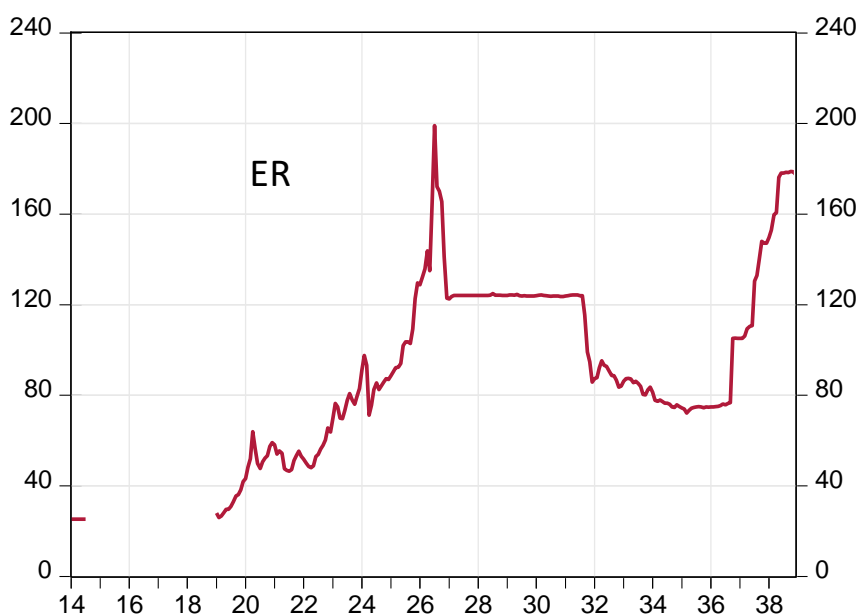
En se concentrant sur le cas de la France, nous montrons la difficulté, après 1918, de trouver des solutions au dilemme budgétaire de court terme et à la « tragédie des horizons économiques ». En effet, le cas français illustre les principales tensions à l'œuvre, les cas d'hyperinflation n'étant qu'un avatar extrême du cas français. En France, le gouvernement fait le choix de garder une partie importante de la dette sous forme de dettes de court terme voire de très court terme (sous la forme de bons de la défense nationale) en émettant très peu de dette de long terme. Cette dette flottante a conduit à des crises de renouvellement de la dette, rendant le succès du renouvellement des échéances de court terme sensible aux conditions macroéconomiques ou politiques (comme en décembre 1925) plutôt que de transférer ce risque aux épargnants et aux rentiers. L'utilisation précoce de Caisses d'amortissement aurait permis de réduire la dette flottante. Enfin, les difficultés fortes à réduire la détention de la dette publique par la banque centrale a fait peser une contrainte parfois insoutenable sur la capacité de la politique monétaire à stabiliser l'inflation et le cycle conjoncturel.

## **2.1 L'érosion de la dette française dans les années 20.**

Avant d'entrer dans la description de l'évolution du rapport dette sur revenu national, et des épisodes secondaires quoique qu'intéressant du projet d'impôt sur le capital et de la caisse d'amortissement, il est fondamental de garder en tête l'importance de la dépréciation du franc or de 1913 au franc Poincaré de 1928. Le franc de 1928 était appelé le « franc à quatre sous », et comme le franc Germinal était à vingt sous, cette dénomination indiquait une dépréciation de 80 %. La définition du franc passe de 322,58 milligrammes d'or (au 900 millièmes) pour le franc Germinal à 65,5 milligrammes pour le franc Poincaré. En termes plus modernes de taux de change, une livre sterling valait 25,22 francs en 1914 et 124,2 francs en 1928. La dépréciation annuelle moyenne sur treize ans (de 1913 à 1926) qui correspond à une multiplication par 5 de la valeur en francs de la livre est de 13%.

La chronologie de la dépréciation du taux de change (voir graphique 3 en données mensuelles) montre que l'ajustement du taux de change n'a pas été du tout régulier. La crise du franc date de l'automne 1925, et pas immédiatement après l'élection du Cartel des gauches en mai 1924, alors même qu'à l'été et jusqu'à la fin 1925 le gouvernement encore nominalement Cartel n'est plus dirigé par Herriot qui a été renversé après le scandale des faux bilans de la banque de France. Du début de l'année 1926 à mai

le taux de change est autour de 130, le 21 juillet il atteint 243 francs par livre juste avant la formation du gouvernement Poincaré le 23, et le 26 le taux est à 190, puis autour de 170 d'août à octobre, avant la vague d'appréciation de novembre et décembre, interrompue par les achats de devises de la Banque de France le 20 décembre<sup>7</sup>.



Graphique 3 : Taux de change du Franc Français contre la Livre Sterling, 1914 - 1939  
Source: Sauvy, 1984

Mesurer la taille de la dette publique dans les années 20 est particulièrement difficile. Alfred Sauvy (1984, t. III, p.16) prévient que « de 1921 à 1926, nul ne sait quelle a été la dette flottante » et dans le résumé rétrospectif de l'Annuaire statistique de la France de 1966, on peut lire sous le tableau consacré à la Dette publique : « en raison de la coupure dans les écritures instituée par la loi du 29 décembre 1923 relative à l'apurement des comptes de guerre, il n'a pas été possible à l'Administration des Finances de dégager le montant de la dette flottante pour toute la période 1921-1928 » (p. 494). Son estimation des « dettes de l'État en dehors des avances de la Banque et des dettes extérieures » en points de revenu national est de 186 en 1920. Avant la guerre la dette était « un peu inférieure au revenu national », qu'il estime à 41,8 milliards, comme la dette publique selon l'annuaire rétrospectif était de 33 milliards de francs, ceci revient à 80% du revenu national<sup>8</sup>. Le pic du rapport dette/revenu national est atteint après les déficits de l'immédiat après-guerre (voir paragraphe suivant) et avant la dépréciation du franc.

Les estimations de dette par Pierre Villa (1993) sont plus faibles que celles de Sauvy, cependant le pic du ratio est atteint en 1921 (à 1,6 PIB) comme pour Sauvy (en écartant l'année 1919 où le PIB est encore très affecté par la guerre)<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Voir Sicsic, 1992, sur l'échec de l'emprunt à garantie de change qui semble déclencher la chute du franc et sur l'épisode de décembre 1926 et le niveau de la stabilisation.

<sup>8</sup> La dette obligataire des entreprises en valeur de marché était de 20,1 milliards en 1910, les rentes représentant 21,1 et les actions 15,9 (Rezaee, 2012). La capitalisation boursière des obligations des chemins de fer était de 11,7 (le plus souvent avec garantie de l'État) et celle des banques de 5,4.

<sup>9</sup> Sauvy utilise le revenu national net et pas le produit national brut comme dénominateur, la différence étant l'amortissement. Le rapport RNN/PNB est de 0,92 (Sauvy, vol. II, p. 299).

|      | Dettes | Revenu National | Ratio de dette sur le PIB | solde budgétaire | Ratio de déficit public sur le PIB |
|------|--------|-----------------|---------------------------|------------------|------------------------------------|
| 1913 | 32.974 | 41.8            | 0.79                      |                  |                                    |
| 1918 | 153    |                 |                           |                  |                                    |
| 1919 | 218    |                 |                           | -26.7            | -0.20                              |
| 1920 | 246    | 132             | 1.86                      | -17.1            | -0.13                              |
| 1921 | 280    | 104.3           | 2.68                      | -9.3             | -0.09                              |
| 1922 | 293    | 118.2           | 2.48                      | -9.8             | -0.08                              |
| 1923 | 330    | 147.5           | 2.24                      | -11.8            | -0.08                              |
| 1924 | 338    | 188             | 1.80                      | -7.1             | -0.04                              |
| 1925 | 345    | 209.5           | 1.65                      | -1.5             | -0.01                              |
| 1926 | 359    | 278             | 1.29                      | 1.1              | 0.00                               |
| 1927 | 351    | 272.5           | 1.29                      | 0.2              | 0.00                               |
| 1928 | 344    | 285.5           | 1.20                      | 3.9              | 0.01                               |
| 1929 | 336    | 334             | 1.01                      | 4.9              | 0.01                               |
| 1930 | 340    | 332             | 1.02                      | 4.9              | 0.01                               |
| 1931 | 345    | 308             | 1.12                      | -4.9             | -0.02                              |

Tableau 1 : l'endettement et le déficit public en France, 1913-1931

Source : Sauvy, 1984

#### La situation budgétaire et la caisse d'amortissement de 1926

Selon les estimations de Sauvy le déficit budgétaire était négligeable dès 1925, à la suite de la hausse des impôts par le gouvernement Poincaré avant le Cartel des gauches, d'où sa conclusion (p. 9 du vol. III, 1984) dans le paragraphe « retour à l'équilibre » du chapitre « Finances publiques » : « À travers le désordre des débats, des idées et des comptes, se dessine néanmoins une tendance continue au retour à l'équilibre. De 26 milliards en 1919, le déficit passe à 10 milliards en 1922, 7 en 1924, et 1,5 en 1925. En fait, le progrès est plus rapide que les chiffres l'indiquent, parce que les comptes se régularisent. Avant même le retour de Poincaré, une solution du problème monétaire se dessine ». La reconstitution des comptes par Villa abouti à une vision différente avec un solde passant de -3% du PIB en 1925 à un excédent de 2% en 1926. À son arrivée, Poincaré augmente les impôts et lance une caisse d'amortissement par une procédure solennelle de rare révision constitutionnelle. Ce qui conduit Sargent (1983, pp 119-120) à une interprétation - exagérée selon nous – de changement de régime budgétaire en 1926 : “For several years, a political struggle had been waged over whose taxes would be raised, with the monied interests in the country resisting efforts to raise taxes on them.- The accession to power of Poincaré in 1926 settled that issue in a fashion acceptable to the country's monied interests.”

Le programme Poincaré en 1926 comporte, outre une hausse du taux de l'escompte et un effort fiscal supplémentaire, deux lois votées le 7 août. L'une autorise la Banque de France « à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché » puisque « La loi du 12 février 1916 interdisant l'achat à prime des monnaies nationales ne s'applique pas à la Banque de France ». Cette loi sera utilisée pour la stabilisation de facto en décembre. L'autre loi crée une « Caisse autonome de gestion des bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique » dont l'objet est de résorber la dette flottante (celle dont le montant est inconnu, voir plus haut). Ses ressources sont le bénéfice du monopole de tabac, les droits sur les premières mutations d'immeubles et de fonds de commerce, et les droits de succession. Ces ressources en 1926 se montent à 5 milliards (soit un ordre de grandeur comparable à l'amélioration du solde budgétaire). La Caisse

d'Amortissement, juridiquement distincte mais faisant opérationnellement partie de la Caisse des Dépôts et Consignations, peut émettre de la dette longue pour résorber la dette flottante (Priouret, 1966).

### Le projet d'impôt sur le capital et ses effets sur les taux d'intérêt

Une mesure phare proposée par le Cartel des gauches fut un impôt sur le capital levé en une seule fois, à un taux de 15% sur la terre et de 20% sur les actifs financiers, mais qui serait payé sur plusieurs années<sup>10</sup>. Reconstituant des taux de marché à moyen terme à partir du cours des rentes, Hautcoeur et Sicsic (1999, p. 45) évaluent que l'écart de taux entre les rentes françaises et britanniques était de 8,6 points (7,5 % et 16,1 % de la mi 1925 à la mi 1926, dont 3,5 points provoqués par la crainte d'un impôt sur le capital. La baisse du prix de la rente au cours de la fin de l'année 1925, qui a parfois été interprété à tort comme une ruée sur la dette publique française (car les taux d'intérêt de marché sur les titres publics auraient été plus élevés que sur les titres privés) provenait donc de ce projet d'impôt. La dimension de posture politique au sein du Parti Radical spécialement au moment des congrès de ce parti est certes importante (voir Hautcoeur et Sicsic, 1999, p. 41-43) et, sans préjuger de la sincérité des intentions de ceux qui proposaient cet impôt, la réaction du monde de la finance fut manifeste, et donna l'impression d'une crise de la dette publique alors que la dépréciation du franc sur le marché avait résolu la question du poids de la dette<sup>11</sup>.

Sargent présente ainsi la situation : "The big financial question for French governments was how much of its outstanding debt would be paid off or honored by channeling increased tax revenues to bondholders, and how much would be defaulted on through depreciation of the franc." La résolution à 124 francs par livre a été finalement peu favorable aux détenteurs de dette publique et à la fin des années 20 le rapport dette publique sur PIB est plus élevé au Royaume Uni qu'en France<sup>12</sup>

### **2.2. L'inflation et la réduction de la dette aux États-Unis après 1945.**

Les poussées de forte inflation en France après les deux guerres mondiales et au Royaume-Uni après la seconde peuvent être illustrées par le taux de change de chacune de leur monnaie relativement au dollar. Le dollar est un bon point de comparaison car même si les États-Unis ont connu des périodes d'inflation, les variations de prix ont été cycliques, c'est-à-dire que les périodes de poussées d'inflation ont été suivies de périodes de déflation pendant l'entre-deux-guerres. Ainsi après la première guerre mondiale, le niveau des prix n'était en 1933 supérieur que de 20% au niveau de 1913. Par ailleurs entre 1940 et 1952, la hausse des prix s'est élevée en moyenne qu'à 5,1% par an, soit un niveau très inférieur aux autres belligérants. Dans le cas du franc, le cours est passé de 5,2 francs par dollar en 1913 à 25,5 francs Poincaré en 1928. De 1938 à 1953, le cours du franc passe de 34,7 à 350 dollars, une dépréciation annuelle moyenne de 14%. Le taux de change de la livre sterling revient en 1925 au cours-or de 4,86 dollars, traduisant l'absence de politique inflationniste. De 1938 à 1953 le cours de la livre passe de 4,89 à 2,81 dollars, soit une dépréciation annuelle moyenne par rapport au dollar de seulement 3,6%.

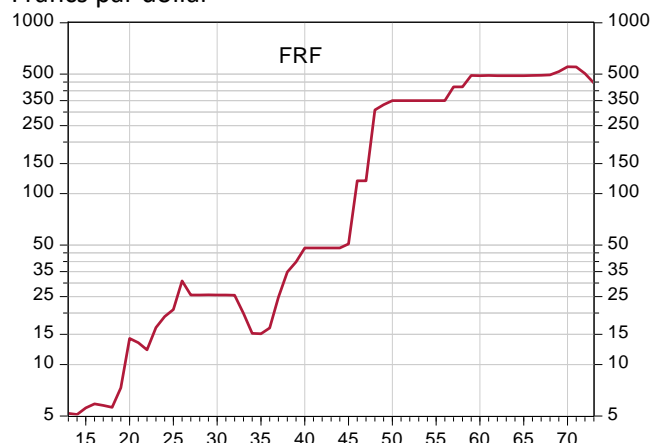
---

<sup>10</sup> Voir Delalande (2011, pp 278-282) qui écrit « l'idée de l'impôt sur le capital n'est en rien une mesure révolutionnaire portée par quelques collectivistes exaltés » et « la question de l'impôt sur le capital est l'un des enjeux qui structurent les conflits partisans de 1919 à 1926, date à laquelle l'éventualité de son application s'estompe ». Après la stabilisation et la dépréciation de 80 %, il n'est pas surprenant que la question disparaisse.

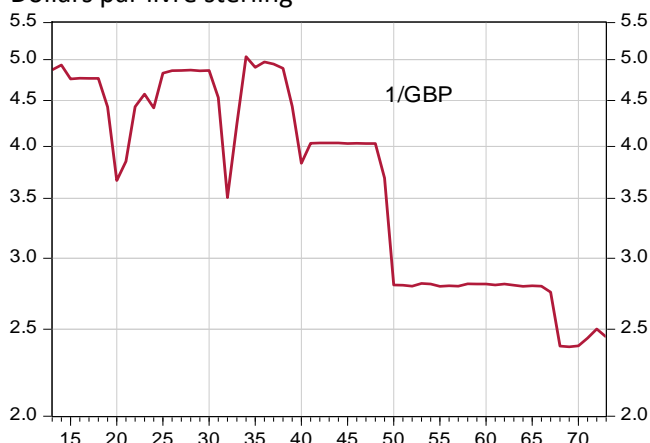
<sup>11</sup> Hautcoeur et Sicsic ne trouvent pas d'effet des projets d'impôt sur le capital sur les anticipations de taux de change.

<sup>12</sup> Selon Eichengreen et al. (2021), Table 8.2 p 113, en 1929, le rapport dette publique sur PIB est de 170 pour le Royaume Uni et de 139 pour la France. Selon Sauvy ce rapport est de 101 et selon Villa de 80.

Francs par dollar



Dollars par livre sterling



Source: Lawrence H. Officer, "Exchange Rates Between the United States Dollar and Forty-one Currencies," MeasuringWorth, 2020. URL: <http://www.measuringworth.com/exchangeglobal/>

La réduction de la dette publique en France dans les années 20 s'apparente à un défaut avec la dépréciation du franc de 80%. Au XXe siècle, le seul exemple de réduction comparable de la dette publique (mais sans ce type de défaut) est celui des USA après la seconde guerre mondiale car la réduction de la dette publique sur la période allant de 1945 à 1952 s'élève de 40%. Cependant l'inflation a, même dans ce cas, joué un rôle important dans l'immédiat après-guerre, jusqu'au changement institutionnel de l'accord entre la Fed et le Treasury de mars 1951. Avant cet accord, la politique monétaire était formellement définie après avril 1942 par un maintien du taux court à 3 huitièmes. La Fed maintenait de fait les taux longs sous les 2.5%. Après 1946 et des taux d'inflation au-delà de 15% les tensions entre la Fed et l'administration Truman montent jusqu'à l'épisode de l'invitation du FOMC à la Maison Blanche (voir Romero, 2013, et Hilt and Rahn, 2020). Ces tensions se sont résolues avec l'accord du 4 mars 1951, le Trésor et la Fed diffuse un communiqué indiquant qu'il ont : "reached full accord with respect to debt management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose and to assure the successful financing of the government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt".(Romero, 2013, citant William McChesney Martin, Jr., Collection 1951).

Hall et Sargent (2011) montrent que la réduction du rapport dette (en valeur de marché) sur PIB de 1945 à 1974 de 80 points, avec un point de départ à 97%, la contribution du taux d'intérêt réel négatif n'est que de 16 points<sup>13</sup>. Cependant la chronique de l'inflation de 1945 à 1974 est très irrégulière. Il y a dans les chiffres officiels de l'indice des prix à la Consommation un pic en 1947 autour de 15%, qui provient d'un rattrapage sur une inflation mal mesurée pendant la guerre selon Higgs (1992), puis un dernier pic au moment de la guerre de Corée. Sur les treize années précédant 1952, l'inflation moyenne aux États-Unis est de 5 %, ou une « dépréciation » cumulée de la valeur réelle du dollar d'environ la moitié (48%). Cette perte de pouvoir d'achat de la dette nominale sur treize ans est certes

<sup>13</sup> Baisse de 97 en 1945 à 17 en 1974. Une baisse de 32 points provient de la croissance et de 35 des surplus primaires. La somme des trois composantes ne fait pas le total.



inférieure aux 80% du cas français (sans entrer dans la question du passage du taux de change au niveau des prix), mais illustre la contribution de l'inflation à la réduction de la dette aux États-Unis.

Le poids de la dette publique dans le PIB des États-Unis passe de 109% à 62% de 1946 à 1952 en valeur nominale pour la dette fédérale détenue par le public. Il était avant-guerre de 40%<sup>14</sup>. Plus de la moitié de la diminution entre le pic et le creux de 1974 est donc réalisée dès 1952. Durant cette période les taux étaient maintenus bas par la Banque centrale et l'inflation était forte. La contribution du taux réel négatif à la réduction de l'endettement public est donc bien plus forte que sur la période suivante. En utilisant le graphique 7 de Hall et Sargent qui présente les contributions cumulées à partir de 1941 à la variation du ratio Dette/PIB, on peut avancer que la contribution de 16 points est atteinte dès 1952, alors que le ratio de la dette publique en valeur de marché rapporté au PIB diminue d'un peu plus de 40 points de 1945 à 1952. Sur l'immédiat après-guerre la contribution du taux réel négatif est donc importante.

### **Conclusion. Leçons de la comparaison des poussées d'endettement d'après-guerres**

Les analogies historiques mobilisées pendant les confinements causés par le Covid ont été puisées dans le 20<sup>ème</sup> siècle. Dans cet article, nous élargissons le spectre des situations de fortes poussées de dettes publiques aux solutions adoptées aux 18<sup>ème</sup> et 19<sup>ème</sup> siècle pour poser le diagnostic suivant :

Premièrement, les poussées de dettes publiques posent un problème macro-économique particulier. S'endetter, c'est modifier la répartition intertemporelle entre consommation et investissement au niveau de la société. Quand cette modification est soudaine et forte, prise sous le coup de circonstances exceptionnelles, elle ne correspond pas nécessairement à la répartition intertemporelle désirée quand la guerre s'arrête. Quand ces circonstances exceptionnelles s'arrêtent, les sociétés doivent alors faire face à une double pression : Tout d'abord la pression découlant de la volonté de retour à la normale dans la vie économique quotidienne se traduisant notamment par une augmentation et une modification de la structure de la consommation et la réadaptation de l'économie à la situation normale ; Ensuite une pression découlant de des conséquences économiques et financières des décisions prises pendant la guerre pour faire face aux circonstances exceptionnelles. Cela crée dans les périodes de retour à la normale des risques macroéconomiques particuliers, notamment en termes d'inflation et de crises de la dette publique.

Deuxièmement, une partie des difficultés des après-guerres tient à l'incapacité de l'autorité publique à faire face aux engagements pris dans les périodes exceptionnelles, contribuant ainsi à l'augmentation du risque de crédit du souverain. Ceci n'est pas spécifique à l'entre-deux-guerres. Ainsi Velde & Weir (1992) ont montré comment les incohérences temporelles du roi avait conduit à une situation de crédit très dégradé en France en comparaison de l'Angleterre au 18<sup>ème</sup> siècle. Nous avons argumenté que des solutions institutionnelles permettant d'établir une gouvernance pour établir la cohérence temporelle entre les décisions prises pendant la guerre et l'après-guerre, a souvent permis une transition ordonnée. Rétablir cette cohérence temporelle en réduisant le risque de crise de la dette a souvent été fait en cantonnant la dette afin de relâcher la pression que fait peser la dette émise pendant les guerres sur le budget ordinaire d'après-guerre. En l'absence de cantonnement ou de répression financière, c'est la taxation qui a été mobilisée pour réduire l'endettement, ce qui s'est accompagné

---

<sup>14</sup> Chiffres du tableau annexe de Levit (2010). Minimum en 1974 à 23.9%.

au Royaume-Uni après 1815 par une répression par la police des conséquences de cette forte taxation sur les revenus de la population.

Troisièmement, avant 1914, les solutions d'ingénierie financière sont celles qui permettent l'arbitrage et cherchent des solutions institutionnelles qui soient compatibles avec les intérêts des uns et des autres et qui permettent une stabilisation des conséquences macro des dettes publiques. La situation d'après 1945 supprime complètement la possibilité d'arbitrage et laisse le pilotage aux autorités publiques. Cependant la répression financière suppose une capacité à empêcher les comportements de contournement de la réglementation qui en découle, ce qui, en l'espèce signifie contraindre des intermédiaires financiers à détenir de la dette publique. La révolution en cours dans les paiements avec la désintermédiation – au moins partielle des paiements– des banques vers des *fintechs* et l'émergence de techniques de désintermédiation des marchés du crédit rendent possible l'arbitrage des consommateurs et donc restreignent la capacité à contraindre les intermédiaires bancaires à détenir des montants de dette publique différents des niveaux désirés. Le niveau des taux d'intérêt réels, de la dette publique et sa maturité sont cependant bien différents de la situation du début du 19<sup>ème</sup> siècle.

## Bibliographie

Aglan, A., Margairaz M. et Verheyde P., (2006), 1816 ou la genèse de la foi publique, Genève : Droz

Antipa, Pamfili et Vincent Bignon, (2021). Histoire et politique économique : le choix radical possible. Regards croisés sur l'économie, 29, 130-139.

Antipa Pamfili et Christophe Chamley, (2019), Regimes of Fiscal and Monetary Policy in England during the French Wars (1793-1821), Boston University - Department of Economics Working Papers

Bell, David, 2008, The First Total War: Napoleon's Europe and the Birth of Warfare as We Know It, Princeton University Press.

Bignon, Vincent et Marc Flandreau, (2018). The Other Way: A Narrative History of the Bank of France. In R. Edvinsson, T. Jacobson, & D. Waldenström (Eds.), *Sveriges Riksbank and the History of Central Banking* (Studies in Macroeconomic History, pp. 206-241). Cambridge: Cambridge University Press.

Bignon, Vincent et Pierre Sicsic, (2020), [Historical lessons from large increases in government debt](#), Banque de France Blocnotes Eco juin.

Bordo, Michael et Eugen White, (1991). A tale of two currencies: British and French finance during the Napoleonic Wars, *The Journal of Economic History*, 51(2), 303-316.

Bordo, Michael, Øyvind Eitrheim, Marc Flandreau et Jan Qvigstad (Eds.), (2016). Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History? Cambridge University Press.

Bricogne, N. (1819), "Situation des finances", Paris: Pélicier

Broers, Michael, (2008). The Concept of "Total War" in the Revolutionary–Napoleonic Period. *War in History*, 15(3), p. 247–268.

Broz, Lawrence et Richard Grossman, (2004), Paying for the Privilege: the Political Economy of Bank of England Charters, 1694-1844, *Explorations in Economic History* 41, p. 48-72

Bruguière, M. (1977). Les techniques d'intervention de la Caisse d'Amortissement dans le cours de la rente (1816-1824). *Revue Historique*, 258(1 (523)), 93-104.

Clark Gregory, (2001), Debt, deficits, and crowding out: England, 1727—1840, *European Review of Economic History* 5(3), p. 403-436

Delalande, Nicolas (2011), *Les Batailles de l'impôt, Consentement et résistances de 1789 à nos jours*, Seuil.

Démier, F. 2019, Les métamorphoses de la dette publique dans la monarchie des Bourbons, in G. Beaur et L. Quenouelle Core « Les crises de la dette publique 18<sup>e</sup> – 21<sup>e</sup> siècle, Paris : CHEFF IGPDE.

Eichengreen, Barry (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, New York: Oxford University Press

Eichengreen, Barry, Asmaa El-Ganainy Rui Esteves and Kris James Mitchener (2021), *In Defense of Public Debt*, Oxford University Press.

Eitrheim, Øyvind, Klovland Jan, and Lars Øksendal, (2016). *A Monetary History of Norway, 1816–2016*. Cambridge University Press

Flandreau Marc, (2008), Pillars of globalization: A history of monetary policy targets, 1797-1997, in A. Beyer and L. Reichlin (eds), *The role of money and monetary policy in the 21st century*, Frankfurt, BCE, pp. 208-243.

Friedman Milton et Anna Schwartz, (1962), *A monetary history of the United States*, Princeton University Press, Princeton (NJ).

Hall, George et Sargent, Thomas, 2011, Interest Rate Risk and Other Determinants of Post-WWII US Government Debt/GDP Dynamics, *American Economic Journal: Macroeconomics* 3, p.192–214

Hautcoeur, Pierre-Cyrille et Pierre Sicsic, 1999, Threat of a capital levy, expected devaluation and interest rates in France during the interwar period, *European Review of Economic History* 3(1), p.25-56.

Hayek Friedrich von, (1940), “How to Pay for the War by J. M. Keynes”, *Economic Journal* 50, 321-26.

Higgs, Robert *Wartime Prosperity? A Reassessment of the U.S. Economy in the 1940s*. *The Journal of Economic History*, March 1992 52(1), 41-60.

Hilt, Eric and Wendy Rahn (2020), “Financial Asset Ownership and Political Partisanship: Liberty Bonds and Republican Electoral Success in the 1920s” *Journal of Economic History*, 80-3, September 2020 , pp. 746-781

Jobst Clemens et Hans Kernbauer, (2016), *The Quest for a Stable Money: Central Banking in Austria, 1816-2016*, Campus Verlag.

Jobst Clemens et Stefano Ugolini, (2016), *The Coevolution of Money Markets and Monetary Policy, 1815– 2008*. In Michael D. Bordo, Øyvind Eitrheim, Marc Flandreau, Jan F. Qvigstad, *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?*, Cambridge University Press, pp.145-194

Keynes, John Maynard, (1940), *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*. London: Macmillan and Co.

Leeper Eric, (1991), Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies, *Journal of Monetary Economics* 27, p. 129-147.

LEROY-BEAULIEU P. (1906), « *Traité de la sciences des finances* », cité dans Plessis, 1984, p. 60.

Levit, Mindy R. (2010) "The Federal Debt: An Analysis of Movements from World War II to the Present", Congressional Research Service

Liesse, André (1907), Jacques Laffitte, in *Revue des 2 mondes* 42, p. 159-194.

Lutfalla, Michel (2006). Economistes britanniques et français face à la question de l'amortissement : d'Isaac Panchaud aux lendemains de la loi de 1816. Dans : Alya Aglan éd., *1816 ou la genèse de la Foi publique: La fondation de la Caisse des dépôts et consignations* (pp. 23-42). Genève: Librairie Droz.

Mantoux, Étienne, (1946), *La paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Préface de Raymond Aron, Gallimard

Martín-Aceña, Pablo, (2017), *The Banco De España, 1782-2017 : The history of a central bank*, Banco De España Estudios de Historia Económica N.º 73.

Neal, Larry, (2000), *How It All Began: The Monetary and Financial Architecture of Europe during the First Global Capital Markets, 1648-1815*, *Financial History Review* 7, p. 117-40.

Occhino, Filippo, Kim Oosterlinck et Eugene N. White, (2008), *How Much Can a Victor Force the Vanquished to Pay? France under the Nazi Boot*, *Journal of Economic History* 68(1), p. 1-45.

Ögren, Anders, (2016), *From Parliamentary Institution to a Modern Central Bank. The Bank Of Sweden*, in *Les banques centrales et l'État-nation*, Olivier Feiertag éd., Presses de Sciences Po, 2016, pp. 49-72.

Oosterlink Kim, Ureche-Rangau Loredana et Jacques-Marie Vaslin, (2014), *Baring, Wellington and the Resurrection of French Public Finances Following Waterloo*, *The Journal of Economic History* 74(4), p.1072-1102.

Parrini, Carl, (1969), *Heir to Empire: United States Economic Diplomacy, 1916-1923*. University of Pittsburgh Press

Pellet, Rémy, (2012), *Notes de lectures sur l'échec historique des caisses d'amortissement* », revue *Regards*.

Plessis, A. (2006). *Entre les caisses chargées de l'amortissement sous l'Ancien Régime et les deux caisses de 1816 : la Caisse d'amortissement de Napoléon (1799-1815)*. Dans : Alya Aglan éd., *1816 ou la genèse de la Foi publique: La fondation de la Caisse des dépôts et consignations* (pp. 43-64). Genève: Librairie Droz.

Poole, R. (2006), 'By the Law or the Sword': Peterloo Revisited. *History* 91, p. 254-276.

Priouret, Roger, (1966), *La Caisse des dépôts. Cent cinquante ans d'histoire financière*, 1966

Quinn Stephen, (2008), *Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain, 1694-1750*, Working Papers Texas Christian University.

Read, *Laissez-faire, the Irish famine, and British financial crisis*" *The Economic History Review* Vol. 69, No. 2, May,, p. 411-434.

Rezaee, Amir, (2012), *Creation and development of a market: the Paris corporate bond market in the 19th century*, *Entreprises et Histoire* 2012/2 (n° 67), pages 24 à 36

Ricardo, David, (1820), *Funding System*, *Encyclopedia Britannica* (Supp.)

Roberts Richard, (2013), *Saving the City: the great financial crisis of 1914*, Oxford University Press.

- Romero, Jessie, (2013), Treasury-Fed Accord, <https://www.federalreservehistory.org/essays/treasury-fed-accord>
- Sargent, T., (1983), Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher. In R. Dornbusch, & M. Simonsen (Eds.), *Inflation, Debt and Indexation*. MIT Press.
- Sauvy, Alfred (1984), Histoire économique de la France entre les deux guerres, Economica
- Schumpeter, Joseph (1947), The creative response in economic history, *Journal of Economic History* 7(2), p. 149-159.
- Sicsic, Pierre (1992), Was the franc Poincaré deliberately undervalued? *Explorations in Economic History* 29(1), p. 69-92
- Signorino Rodolfo, 2016, How to pay for the war in times of imperfect commitment: Adam Smith and David Ricardo on the sinking fund Euro. *J. History of Economic Thought* 23(4), p. 544-560.
- Smith, Adam, (1776), *An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*.
- Sussman, Nathan (1993). Debasements, Royal Revenues, and Inflation in France During the Hundred Years' War, 1415–1422. *The Journal of Economic History*, 53(1), 44-70.
- Sussman, Nathan et Yishay Yafeh, (2006), Institutional Reforms, Financial Development and Sovereign Debt: Britain 1690-1790, *Journal of Economic History* 66, p. 906-35
- Todd, David and Alexia Yates (2020), "Public Debt and Democratic Statecraft in Nineteenth-Century France" in Barreyre; Nicolas and Nicolas Delalande (eds.) *A World of Public Debts A Political History*, Palgrave Macmillan.
- Uittenbogaard Roland, (2015), *Evolution of central banking? De Neerlandsche Bank 1814-1844*, Springer.
- Villa, Pierre (1993), *Une analyse macroéconomique de la France au XXe siècle*, CNRS éditions -
- Velde, François et David Weir, (1992), The Financial Market and Government Debt Policy in France, 1746-1793, *Journal of Economic History* 52(1), p. 1-39.
- Velde, François, (2007). "John Law's System." *American Economic Review*, 97 (2): 276-279.
- Velde François, (2016), Hyperinflations of the Early Twentieth Century, Chapter 30 *in Money in the Western Legal Tradition: Middle Ages to Bretton Woods*, Editeurs : David Fox and Wolfgang Ernst, p.653-687.
- White, Eugene N., (2001), Making the French Pay: The Costs and Consequences of the Napoleonic Reparations, *European Review of Economic History* 5(3), p. 337–65.
- Williamson, Jeffrey (1984), Why was British growth so slow during the Industrial Revolution? *Journal of Economic History* 44, p. 687–712.
- Woodford Michael, (2001), Fiscal requirements for price stability, *Journal of Money, Credit and Banking* 33(3), p. 669-728.