



Association  
Culturelle  
Joseph  
Jacquemotte

Face aux dettes publiques. Sortir de la finance  
de marché, mais pas n’importe comment!

Xavier Dupret

Décembre 2025

159.516 signes (sans annexes)

166.033 signes (avec annexes)

## **Sommaire**

Introduction .....	4
Remboursement ou amortissement. Bien faire la part des choses .....	6
Pas de conspiration .....	8
La question de l'Etat .....	10
Néolibéralisme. Une notion à problématiser.....	15
Circuit du Trésor et système-dette. Ne pas oublier le post-fordisme .....	19
Le mirage de l'annulation des dettes .....	28
Banques centrales et dettes .....	33
Sortir de la boîte, c'est possible pourtant! .....	47
Conclusion .....	57
Annexes .....	58

## **Table des illustrations**

Figure 1. Impact inflationniste de la monétisation de la dette sur la Belgique en % .....	38
Figure 2. Impact inflationniste de la monétisation de la dette sur la France en %.....	39
Figure 3. Impact inflationniste de la monétisation des dettes en France (optique post-keynésienne).....	42
Figure 4 Impact inflationniste de la monétisation des dettes en Belgique (optique post-keynésienne).....	43
Figure 5. Impact de la monétisation des dettes publiques en France (optique MMT) .....	45
Figure 6. Impact de la monétisation des dettes publiques en Belgique (optique MMT).....	46
Figure 7. Solde du compte de courant de la France de 2020 à 2024 en % du PIB .....	51
Figure 8. Evolutions comparées de la trajectoire de la dette publique française de 2027 à 2031 (% du PIB) en cas de baisse des taux .....	54
Figure 9. Evolutions comparées de la trajectoire de la dette publique belge de 2027 à 2031 (% du PIB) en cas de baisse des taux .....	55

## **Introduction**

Depuis la sortie du confinement, courant 2022, les taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques ont connu une impressionnante remontée. Pour saisir l'impact de cette évolution sur les finances publiques belges, rien ne vaut évidemment l'évocation des chiffres.

Au début du mois de mars 2022, le taux d'intérêt correspondant aux obligations publiques belges (dans le jargon, on parle d'OLO) à 10 ans se situait en-dessous des 0,5%. En décembre 2021, ces mêmes taux étaient légèrement négatifs, plongeant jusqu'à -0,03%. A l'origine de ces taux sortant de l'ordinaire, le volontarisme de la Banque centrale européenne (BCE) doit évidemment être mis en avant. De la crise de la zone euro à la pandémie de la Covid19, la politique du « quoi qu'il en coûte » a rythmé, durant près d'une décennie, la descente à des niveaux planchers du rendement des obligations belges à 10 ans.

C'est ainsi qu'à partir de l'année 2014, le rendement moyen annuel d'une obligation belge à 10 ans avoisinait les 0,173%. Un an plus tard, il filait sous le pourcentage en affichant à 0,85%. Il va de soi que dans ces conditions, le refinancement des déficits n'avait rien de spécialement coûteux. Pour raisonner de manière complète, on mentionnera qu'à cette époque, le taux de croissance de l'économie belge oscillait autour des 1,5% avec une inflation qui, chaque année, évoluait sous l'unité entre 2014 et 2016 (0,7% en 2014, 0,03% en 2015 et 0,43% en 2016). Ces données correspondent clairement à une prime à l'endettement, en dépit de la faiblesse de l'inflation (en effet, le taux de croissance de l'économie belge fut, durant ces années, de 1,77% en 2014, 1,47% en 2015 et 1,16% en 2019). La croissance a donc permis durant ces années de relativiser le poids de la dette sur l'économie du pays.

Le contraste avec les temps présents s'avère particulièrement saisissant. L'année prochaine, la croissance du PIB en Belgique sera faible - de l'ordre de 1,1-1,15% du PIB. Cette croissance anémique se combinera à une inflation de l'ordre de 1,5%. Le niveau des taux d'intérêt à 10 ans pour les OLO se situera l'année prochaine entre 3 et 3,2%. Autrement dit, un même euro de déficit coûtera plus cher à être financé via le recours aux marchés. En réalité, si les dettes publiques sont aujourd'hui vécues comme un problème davantage que par le passé, c'est moins en raison du fait que les Etats vivraient aujourd'hui au-dessus de leurs moyens qu'en vertu d'une profonde modification des conditions de leur financement par les marchés financiers.

Ces nouvelles -et plutôt désagréables- réalités concernant les finances publiques du pays permettent d'expliquer pourquoi émergent aujourd'hui de (fausses) solutions, aussi radicales qu'unilatérales, comme l'annulation des dettes, le financement intégral de long terme des dettes publiques de la zone euro par la BCE ou encore le recours à des formules d'orientation forcée de l'épargne populaire en direction des déficits publics.

Cette étude permettra de faire le point sur l'utilité réelle de ces pistes se voulant alternatives. Nous aurons l'occasion de revérifier que l'enfer est, comme le veut l'adage bien connu, pavé de bonnes intentions. A l'appui de ces études d'impact, on retrouvera un travail sur les chiffres à partir de modèles économétriques tout-à-fait courants dont l'usage s'est

considérablement allégé ces dernières années du fait du développement de logiciels statistiques gratuits très performants.

Les formules mathématiques correspondant à ces calculs d'impact sont présentées en annexe de ce travail, de telle sorte que les chiffres ne tombent pas du ciel et qu'il ne faut donc pas croire l'Expert sur parole. En revanche, les hypothèses et le raisonnement d'ensemble sont systématiquement développés de manière à permettre au lecteur de mieux cerner les hypothèses et les ordres de grandeur produits à partir des équations sélectionnées.

Cette volonté de développer au maximum la critique des sources n'a pas eu pour conséquence de balayer d'un revers de la main l'analyse d'options alternatives. Bien au contraire, l'examen rationnel des données, en dehors -autant que faire se peut- des passions idéologiques, a permis à ce travail de dresser *in fine* des perspectives peut-être plus prudentes, délibérément en rupture avec certaines des revendications les plus utopiques du mouvement social.

*Les dettes publiques constituent aujourd’hui le motif (le prétexte, diront certain) au nom duquel des politiques austéritaires sont menées. La chose a, comme l’on pouvait s’y attendre, mis en ébullition le mouvement social, en particulier dans la sphère du mouvement ouvrier. Alors que les revendications fusent, et c’est évidemment heureux en démocratie, cette étude doit avant tout être conçue comme une prise de recul.*

En effet, le vent de contestation qui s'est levé à la faveur des mobilisations sociales ne doit pas pour autant promettre de raser gratis demain. La problématique des dettes publiques ne constitue pas un dossier qui doit être abordé exclusivement sur les modes de l'indignation idéologique et de la pureté militante. De ce point de vue, il est frappant qu'un certain nombre des propositions circulant de nos jours n'ont jamais vraiment été testées du point de vue de leur impact économique réel. C'est à cette fâcheuse lacune qu'entend répondre ce travail. Commençons, dès lors, pas un exercice de clarification conceptuelle.

### **Remboursement ou amortissement. Bien faire la part des choses**

Au sujet de la question des dettes, la gauche se voulant « radicale » oscille en permanence entre deux attitudes contradictoires. Pour une partie de cette famille politique, la dette représente une forme de domination et d'emprise dont il importe de questionner la légitimité morale. Nous verrons, dans la suite de ce document, que cette position s'avère intenable. Un autre écueil procède d'une forme de négation de la pertinence d'une lecture économique de l'endettement public. La dette serait, dans ce cas de figure, un prétexte pour imposer des mesures finalement arbitraires, sans autre fondement qu'une domination sociale injuste car spoliatrice. Un second biais consiste à croire que la dette relève d'un fait de propriété d'une classe sociale, dont l'annulation ne ferait perdre de l'argent qu'à cette couche dominante de la société.

Commençons par la première erreur de perception concernant la dette. Non, l'endettement public n'est en rien anodin. Certes, la dette publique ne se rembourse pas. Les gouvernements la font d'ailleurs rouler. Un Etat développé ne rembourse, en effet, jamais sa dette. Keynes nous l'a enseigné. Un Etat, à la différence d'un ménage, est éternel. Il ne meurt pas. De surcroît, un Etat, contrairement à une personne morale, ne peut pas faire faillite. Les Etats remboursent leurs dettes en les renouvelant. C'est cet élément systémique qui explique que le montant nominal de la dette des Etats ne baisse pas forcément alors que son poids par rapport au PIB diminue.

C'est bien ce que l'on vérifie dans le cas de la Belgique. En 1993, la dette publique belge équivalait à 260,273 milliards d'euros. A cette époque, cela représentait 138% du PIB. A la veille de la grande récession de 2007-2009, la dette belge ne représentait plus que 87,50% du PIB mais, nominalement, il s'agissait d'un volume de 300,6 milliards d'euros. Les Etats développés ne remboursent donc jamais leur dette. Un remboursement, d'un point de vue comptable, correspond à une diminution d'un montant. Cette réalité du roulement des dettes conduit à ce que l'on puisse présenter le remboursement des dettes par un Etat comme fictif sur le plan économique et effectif sur un plan formel et juridique. Nos Etats développés se financent donc en changeant régulièrement de créanciers.

Pour autant, on ne peut pas dire que de ces opérations de refinancement successives ne naissent jamais et en aucun cas de nouvelles charges. En fait, rien n'est jamais définitif en matière d'endettement. Que le niveau des taux d'intérêt augmente et le service de la dette, tout comme la charge de cette dernière, seront plus importants eux aussi. Pour information, on insistera sur la distinction à opérer entre le service de la dette -qui correspond au paiement du principal et des intérêts- et la charge de la dette, qui équivaut au seul paiement des intérêts.

Dans les comptes publics, on peut voir cette différence de manière très concrète. Le statut du service de la dette s'avère un rien complexe. Il intègre un élément, à savoir le principal de la dette qui n'est jamais vraiment remboursé puisqu'il fait l'objet du mécanisme de roulement précédemment décrit. En réalité, un Etat ne paie jamais que la charge d'intérêt de sa dette. Voilà pourquoi on peut ignorer à ce stade la notion de service de la dette. Pour les férus de statistiques, on les renverra au site de l'Agence de la dette s'ils veulent disposer des données relatives au stock de la dette belge<sup>1</sup>.

On retrouvera la charge de la dette dans les documents relatifs au budget de l'Etat. On verra donc que dans le cas de la Fédération Wallonie-Bruxelles (FWB), le niveau plus élevé des taux d'intérêt débouche sur une évolution pour le moins spectaculaire. En 2025, la charge d'intérêt de la FWB correspond à 2,36% des dépenses de l'entité concernée. En 2030, ce poste mobilisera 4% des moyens de la Communauté française<sup>2</sup>. Dans l'absolu, financer un volume identique de dépenses à un taux d'intérêt supérieur débouche évidemment sur des résultats problématiques. Il ne faut pas avoir fait Polytechnique pour le comprendre. Il va de soi que les dépenses destinées à couvrir la charge d'intérêts ne peuvent pas être affectées à autre chose, sauf à ce que, dans le cas de la FWB, le rapport entre la dette et les recettes augmentent de manière très significative.

Malgré la politique de limitation des dépenses publiques de l'actuelle coalition gouvernementale, le rapport de la dette aux recettes va augmenter pour se situer au niveau de 156,77% en 2030 contre 105,47% en 2025<sup>3</sup>. Il va de soi que plus ce ratio s'alourdira, plus les agences de notation dégraderont la notation de la dette de la FWB et plus la charge d'intérêt augmentera. Nous avons repris l'exemple de la FWB car il est sans doute le plus épineux. En effet, contrairement aux régions et à l'Etat fédéral, la Communauté française de Belgique ne dispose d'aucun pouvoir d'imposition et, dès lors, ne peut pas augmenter la redistribution fiscale pour financer ses politiques. En rigueur des termes, il n'est donc pas nécessaire d'évoquer la question d'un remboursement des dettes. Il s'agit plutôt de s'intéresser à la question de leur amortissement. La nuance est importante. Dans ces conditions, il est indéniable que l'endettement des Etats s'est accompagné d'un accroissement de leurs bilans,

---

<sup>1</sup> Agence fédérale de la dette, Url :<https://www.debtagency.be/fr>, novembre 2025.

<sup>2</sup> CERPE, Les perspectives budgétaires de la Fédération Wallonie-Bruxelles de 2025 à 2030, Cahier n°120, septembre 2025, p.5.

<sup>3</sup> Ibid.

donc des patrimoines financés par l'endettement. En revanche, ce constat comptable ne nous renseigne en rien sur la soutenabilité des amortissements financiers liés à cet accroissement<sup>4</sup>.

Faire preuve de légèreté à ce sujet ne peut que déboucher sur une série de contresens plus ou moins fâcheux. Tout d'abord, en ce qui concerne le cas spécifique de la Fédération Wallonie-Bruxelles (FWB), on peut noter que les recommandations visant à mettre en œuvre la taxe des millionnaires pour régler les problèmes de financement de l'entité sont évidemment sans effet sur sa situation budgétaire concrète<sup>5</sup>. C'est bien connu, les incantations n'ont jamais fait rentrer de l'argent dans les caisses de l'Etat. Les approximations non plus, d'ailleurs. Or, la littérature du mouvement social consacrée à cette thématique est malheureusement loin d'en être exempte.

De ce point de vue, il est clair, dans nos milieux de gauche par exemple, que les agences de notation ont mauvaise presse. Pour autant, on ne doit pas leur attribuer plus de pouvoir qu'elles n'en ont en réalité. Si l'on veut être encore plus clair, il n'y a pas un grand complot néolibéral dont les agences seraient le fer de lance. Les agences de notation compilent des chiffres et dressent des perspectives, lesquelles correspondent à une note déterminant un niveau d'intérêt. Le taux d'intérêt fonctionne ici clairement comme une prime de risque puisque plus le poids de l'endettement d'un pays sera élevé, plus sa note sera faible et plus l'intérêt dont il devra s'acquitter sera important. La sagesse populaire qui enseigne que l'on ne prête qu'aux riches devrait davantage être enseignée en faculté d'économie.

### **Pas de conspiration**

Commençons par procéder à une première démythification nécessaire. En effet, une thèse circule pour l'heure au sein de notre camp social. Les agences de notation seraient en réalité des agents politiques, ni plus ni moins<sup>6</sup>. Pour peu, on croirait avoir affaire à une théorie conspirationniste. Rappelons que les trois grandes agences de notation, Standard & Poor's (S&P), Moody's et Fitch Ratings, sont des entreprises privées ayant leur siège social aux Etats-Unis (quoique dans le cas de Fitch Ratings, on doive noter une forte présence à la City depuis la fusion en 1997 avec IBCA Limited, société britannique basée à Londres) qui accordent contre rétribution des notes faisant le point sur la capacité de remboursement des entreprises et des Etats. Il est logique que toutes ces sociétés soient états-unies. En effet, Wall Street représente encore aujourd'hui le plus gros marché financier de la planète. Cet état de choses est évidemment lié au rôle central du dollar dans les échanges internationaux. La structure oligopolistique du marché de la notation (95 % des notes octroyées sont le fait de ces

---

<sup>4</sup> Thomas Porcher : "L'endettement est un épouvantail qu'on agite pour faire de l'austérité", Marianne, édition mise en ligne du 26 novembre 2024.

<sup>5</sup> PTB, Nous pouvons reconstruire les bâtiments scolaires sans dépendre du privé, 18 février 2020. Url : <https://shorturl.at/2bWQ6>. Date de consultation: 14 novembre 2025.

<sup>6</sup> Tom Duterme et Damien Piron, L'autre enseignement de la dégradation de la note de Bruxelles et de la Belgique, La Libre Belgique, édition mise en ligne du 22 juin 2025.

trois compagnies) ne relève encore en rien du mystère. Il va de soi que les investisseurs, qu'ils soient publics ou privés, ne désirent pas devoir rechercher des informations éparses. La centralisation de ces dernières et la généralisation d'un modèle particulier de paiement (en l'occurrence, celui de l'émetteur payeur) permettent conjointement de trouver rapidement de l'information.

A ce stade de l'exposé, nous pouvons déjà faire un sort à une première approximation. S'il est vrai que l'ancrage des agences de notation au sein de la finance de marché anglo-saxonne ne les prédispose guère à œuvrer en faveur de l'émergence de modèles de développement alternatifs, on ne peut nier que leur anticipation de possibilités d'amortissement des dettes publiques ne relève, en rien, d'une opération de téléguidage idéologique. C'est ainsi que l'Espagne fait figure aujourd'hui de modèle pour toutes les gauches sociales-démocrates et socialistes, voire plus radicales encore, en Europe. Il est vrai, à ce propos, que Madrid accumule les réformes progressistes (qu'il s'agisse de la hausse du salaire minimum, de l'amélioration des retraites et de l'assurance-chômage, du dialogue social ainsi que, *last but not least*, la défense des droits des femmes) depuis l'avènement de Pedro Sánchez au poste de Premier ministre en 2018. Le contraste avec les années d'austérité est saisissant. Evidemment, aucune de ces politiques n'est préconisée par les agences de notation. C'est un fait. Pourtant, et c'est un autre fait tout aussi décisif d'ailleurs, les agences de notation ont rehaussé la note de la dette espagnole au dernier trimestre de cette année. Plus précisément, ces notations, révisées à la hausse en septembre et octobre 2025, reflètent la bonne santé de l'économie espagnole, notamment sa forte croissance, et représentent les niveaux les plus élevés atteints par le pays depuis une décennie<sup>7</sup>.

Le fait est d'autant plus notable qu'il existe un consensus parmi les agences de notation pour améliorer la notation de l'Espagne et, par conséquent, faire diminuer ses coûts d'emprunt sur les marchés. Dans le détail, la dette espagnole est classée A+ (avec perspective stable) selon l'agence S&P, A3 chez Moody's tandis que Fitch lui a accordé la note A. Pour ceux qui s'interrogeraient sur la signification de ce codage quelque peu kabbalistique, on précisera que le niveau A+ dans la nomenclature S&P signifie que la capacité de remboursement se situe de manière significative au-dessus de la moyenne. Evidemment, le caractère de stabilité de cette notation améliore davantage encore l'image de l'Espagne auprès de ses créanciers. On parle dans ce cas de qualité moyenne supérieure. Pour ce qui est du niveau A3 de Moody's, il désigne un niveau de risque bas. La cote A chez Fitch est encore plus flatteuse puisqu'elle correspond à une forte capacité à respecter ses engagements financiers de la part d'un débiteur<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Les Echos, Note sur la dette: des A partout pour l'Espagne, édition mise en ligne du 27 septembre 2025.

<sup>8</sup> Atlas magazine, l'actualité de l'assurance dans le monde, Moody's , S&P, Fitch ratings, échelles de notation, février 2021. Url : <https://shorturl.at/lwNKT>. Date de consultation: 14 novembre 2025.

Bref, n'en jetons plus ! L'univers mental indéniablement néolibéral des agences de notation ne les conduit pas inexorablement à privilégier de manière partielle une logique de développement au détriment d'une autre. Seules importent pour elles les capacités de remboursement des débiteurs. En ce qui concerne plus particulièrement les Etats souverains, ces considérations correspondent à une évaluation des perspectives de croissance du PIB. En dehors de cette lecture, point de salut pour Fitch, S&P et Moody's. Sortir de ce cadre constitue une indubitable déformation du réel au profit de grilles de lecture idéologiques, certes parfaitement respectables, mais qui ne s'imposeront dans le débat qu'au prix de médiations plus subtiles et pour tout dire moins unilatérales. En tout état de cause, nos Etats ne lient pas leurs destins aux vues des partisans d'une austérité aveugle sous la pression des agences de notation. Ces dernières, en effet, ne sont en rien des agents centraux du système financier, leur action étant davantage organique à la finance de marché que réellement surdéterminante dans ce champ particulier du capitalisme avancé<sup>9</sup>. Dans ces conditions, il nous reste à chercher à comprendre pourquoi nos dirigeants font, malgré tout, à ce point le jeu de la finance de marché au détriment de la croissance et de l'emploi.

Pour répondre à cette question, on reviendra sur un débat que la sphère altermondialiste a ouvert récemment dans le champ académique au sujet de la nature du néolibéralisme. Dans cette optique, le marché ne s'oppose pas à l'Etat de telle sorte que les processus de (néo)libéralisation résultent moins d'un retrait de l'Etat que de la mise en œuvre d'un modèle politique se servant de l'Etat pour imposer des mesures, marquées idéologiquement au fer rouge des intérêts des classes dominantes, comme la réduction des dépenses sociales<sup>10</sup>.

### **La question de l'Etat**

Autrement dit, dans cette lecture, profondément déficiente, des rapports entre infrastructure économique et superstructure politique, l'Etat constitue somme toute une forme vide dans laquelle des intérêts peuvent s'imposer aléatoirement, voire arbitrairement. En fait, cette clé de lecture, en raison de sa centration excessive sur le jeu d'acteur, est libérale. Pour des marxistes (pas nécessairement tous orthodoxes, d'ailleurs<sup>11</sup>), cette thèse constitue évidemment une régression intellectuelle majeure dans la mesure où la question de l'autonomie relative de l'Etat est niée. Ce point de discussion pourrait paraître fort abstrait. Il nous appartient maintenant d'exemplifier en quoi cette absence de réflexion concernant la détermination pesant sur les facteurs subjectifs en politique a déjà joué de mauvais tours à la gauche dans le passé.

---

<sup>9</sup> Cette thèse s'inscrit à rebours de la lecture proposée par Olivier Bonfond, Agences de Notation (parties 1 à 4) in MaTribune.be, chroniques mise en ligne du 26 septembre au 19 octobre 2025.

<sup>10</sup> Zoé Evrard, Damien Piron. Le(s) néolibéralisme(s) en Belgique, Academia, Louvain-la-Neuve, pp.290, 2023

<sup>11</sup> Lire à ce propos Poulantzas Nicos, L'État, le pouvoir, le socialisme, (1978), Paris, Les Prairies ordinaires, 2013 (réédition).

C'est ainsi que lorsque Syriza a gagné les élections en Grèce, une ligne maximaliste a prévalu au cours des premiers mois de la victoire. Il suffisait de gagner les élections puis un référendum pour pouvoir habiter l'Etat autrement. Hocus, pocus et le tour serait joué. On allait voir ce qu'on allait voir et on a vu. Du côté du pouvoir de gauche fraîchement élu à Athènes, l'absence de réflexion sur le caractère structurellement conditionnant de l'appartenance à une Union européenne tournant autour de la superpuissance (à l'époque) allemande pour un pays en voie de tiers-mondisation comme la Grèce dont le PIB était en chute libre et ne représentait plus que 2% de celui de la zone euro. Cette ligne maximaliste a débouché sur une tentative avortée de rapprochement de la Grèce avec la Russie en 2015.

A cette époque, le Premier ministre grec, Alexis Tsipras, avait demandé un prêt de 10 milliards de dollars à la Russie poutinienne pour disposer des réserves monétaires qui auraient permis à la Banque de Grèce de quitter l'euro. A cette occasion, Alexis Tsipras avait d'ailleurs expliqué sur la télévision publique grecque que pour qu'un pays puisse émettre sa propre monnaie, il avait impérativement besoin de réserves libellées dans une devise forte comme, précisément, le billet vert<sup>12</sup>. La fin de non-recevoir opposée par Vladimir Poutine à ces demandes d'Athènes a enterré les espoirs de sortie de la zone euro à Athènes. Pourtant, il était clair que pour Poutine, la messe était dite depuis le début. Alors que la question ukrainienne constituait déjà un épique problème sur la scène européenne mais que d'un autre côté, les relations économiques entre Moscou et Berlin étaient excellentes, on ne pouvait imaginer que le Kremlin allait dynamiter la zone euro, la marque de l'hégémonie allemande en Europe.

Certes, on pourrait objecter que le sauvetage des banques en 2008 démontre la thèse que l'Etat est au service d'intérêts privés. Forcément, si l'on part du principe que le libéralisme classique mettait davantage l'accent sur la responsabilité individuelle, on ne peut que constater un décalage avec la manière dont le gouvernement belge a traité les conséquences chez nous de l'éclatement de la bulle des emprunts subprime en octobre 2008. Sans détours, on n'hésitera pas à affirmer que la base de ce « raisonnement » s'avère viciée en raison d'une dimension idéologique insuffisamment analysée. En effet, un examen de sources historiques de bonne qualité permet de repérer qu'en raison de la centralisation croissante du capital et de la montée du capital financier que cette dernière supposait, le droit des faillites a été réaménagé à la fin du XIXème siècle de manière à ne plus trop mettre la pression sur les épaules des entrepreneurs. Mieux même, la pratique des sauvetages bancaires existait déjà à cette époque. Examinons tout cela de plus près.

En ce qui concerne le droit des faillites, on relèvera qu'originellement, le Code Napoléon considérait les industriels et commerçants faillis comme des personnes malhonnêtes et somme toute profondément méprisables dans la mesure où la loi jugeait que leur comportement mettait en danger l'ordre social. Le Code ne faisait que suivre les fondements du droit romain

---

<sup>12</sup> Le Temps, Alexis Tsipras aurait sollicité Vladimir Poutine pour aider la Grèce à imprimer des drachmes, édition mise en ligne du 7 octobre 2015.

qui traitait sans ménagement les débiteurs se trouvant dans l'incapacité d'honorer leurs engagements financiers, que leurs dettes soient civiles ou commerciales. Cette rigueur s'avérait incompatible avec le développement du mode de production capitaliste, lequel se caractérise par l'éclatement à intervalles réguliers de crises de surproduction qui s'accompagnent de la disparition de nombreux canards boiteux parmi les entreprises. Par conséquent, un droit spécifique concernant les faillites s'est développé à côté de la responsabilité civile classique. C'est ainsi que le principe de la liquidation judiciaire avec règlement collectif de dettes va s'appliquer aux sociétés commerciales à partir de la fin du XIXème siècle. Faire faillite ne représente alors plus le déclassement absolu qu'il était jusque-là et, de surcroît, la création des différentes formes de société va permettre de dissocier les patrimoines privés de ceux des personnes morales. Avec le temps, la création d'une société va alors permettre de préserver les patrimoines privés des actions en justice des créanciers lésés. Les gérants, administrateurs et membres du Comité de direction d'une entreprise ne contractent aucune obligation personnelle en ce qui concerne les engagements de la société.

La base productive du capitalisme avancé ne se caractérise plus guère, depuis plus d'un siècle, par la mise en avant d'une idéologie centrée sur la responsabilité individuelle. Il est donc difficile de fonder une espèce de catégorisation idéale-typique de phases du capitalisme sur la base de la mise en œuvre de ce principe dont les dimensions idéologiques n'échapperont, par ailleurs, à personne. Mieux encore, les pouvoirs publics en Belgique se sont engagés très tôt dans la prévention des situations d'insolvabilité. C'est ainsi qu'en 1883 -et il s'agissait d'une innovation à l'échelle de toute l'Europe- le législateur belge introduit une refondation pour le moins ambitieuse du droit des faillites et très en avance sur son temps. La loi de juin 1883 va créer une procédure de sauvetage qualifiée de « concordat préventif », alors unique sur tout le continent européen, concernant la pré-insolvabilité d'une société de manière à éviter la mise en faillite et ainsi permettre, autant que faire se peut, la continuité de l'entreprise. Le but de cette loi visait alors à établir la possibilité de négocier un accord avec les différents créanciers sans courir le risque de connaître la faillite et d'être reconnu comme insolvable par une décision judiciaire. C'est ce type de procédure qui sera au fondement de la possibilité de ne plus se servir sur les biens du débiteur pour que le solde de ses passifs soit apuré.

En tout état de cause, cette procédure de prise en charge des difficultés financières par des juridictions *ad hoc* à l'intérieur de l'appareil d'État va alors permettre un vrai changement d'époque. A l'intérieur même des chambres des tribunaux de commerce, des négociations seront organisées entre les débiteurs en difficulté et leurs créanciers dans le cadre de ces procédures de pré-insolvabilité, afin de donner une deuxième chance aux sociétés traversant des périodes plus compliquées. Bref, tout a été mis en œuvre au cours du XIXème siècle pour mettre à distance les patrimoines privés des dirigeants et actionnaires des entreprises de ceux des sociétés. Quitte à se révéler contre-intuitif, on n'hésitera pas à affirmer que la

responsabilité individuelle n'a pas grand-chose à voir historiquement avec le fonctionnement effectif du capitalisme réel<sup>13</sup>.

En ce qui concerne les sauvetages bancaires, on observe que les capitalismes bancaires n'ont rien de bien récent. Là encore, l'avènement à la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle du capitalisme monopoliste sous direction du capital financier s'est caractérisé par la mise en œuvre de sauvetages bancaires aux frais des pouvoirs publics. Là encore, les mythes d'un capitalisme classique basé sur la responsabilité entrepreneuriale en prennent un sacré coup.

A la fin des années 1880, le Comptoir d'Escompte de Paris (CEP), une des plus grandes banques de l'Hexagone à l'époque, finance un projet de prise de contrôle des stocks de cuivre mondiaux. A la base de cette audacieuse initiative de nature complètement spéculative, on retrouve la puissante Société des métaux, quelques petites banques privées françaises ainsi que des producteurs principalement anglo-saxons. Il se trouve que le CEP a eu les yeux plus gros que le ventre et à force de s'engager, s'est retrouvé en situation de grande insolvabilité, tant et si bien que l'Etat est intervenu pour sauver la dynamique du crédit interbancaire.

En effet, lorsque l'Union générale, une autre grande banque française à cette même époque, avait fait faillite quelques années auparavant, le gouvernement n'avait pas bronché et il s'en était suivi une grave crise économique dans le pays. C'est pourquoi les autorités françaises ont, comme nos banques centrales après l'effondrement de la bulle subprime, encouragé la Banque de France à déverser des tombereaux de liquidités sur les marchés. Le rôle de préteur en dernier ressort de la Banque de France a alors joué à plein. On soulignera qu'au cours de cet épisode, le montant prêté était considérable (plus de 50% du capital de la Banque de France)<sup>14</sup>.

On pourra toujours objecter, à fort juste titre, que la direction du CEP a été sanctionnée par la justice en raison de son imprudence. On pourrait même parler de négligence. Pour la petite histoire, mentionnons que les héritiers de certains administrateurs du CEP refuseront les successions puisque des années après le scandale, les défunts faisaient encore les frais de leur incurie. Il est vrai qu'après le sauvetage du CEP, des poursuites civiles et pénales sont engagées contre les administrateurs et les dirigeants de la banque. Des peines sévères ont été prononcées. Dans certains cas ce fut la prison ferme mais, plus majoritairement, les personnes incriminées ont été contraintes à la ruine en raison de dommages et intérêts particulièrement élevés. C'est ainsi que les administrateurs du Comptoir ont été condamnés à s'acquitter du règlement de 50 millions de francs (soit plusieurs milliards d'euros de nos jours). Édouard

---

<sup>13</sup> Pieter De Reu, «Le législateur bienveillant a imaginé un palliatif. Belgium's pre-insolvency legislation and the resilience of commerce 1883-1914», C@hiers du CRHiDI. Histoire, droit, institutions, société [En ligne], Vol. 43 - 2021, URL : <https://popups.ulg.ac.be/1370-2262/index.php?id=1313>.

<sup>14</sup> P-Hautcoeur et G. Gallais-Hamonno (dir.), *Le Marché financier français au XIXe siècle*, 2 volumes, Publications de la Sorbonne, Paris, 2007.

Hentsch (1829-1892), le président du CA du Comptoir, perdit la totalité de ses avoirs dans l'aventure et mourut dans une misère noire peu de temps plus tard<sup>15</sup>.

Cet exemple français ne doit surtout pas nous conduire à penser que le système bancaire a été responsabilisé. Bien au contraire, on peut, avec le recul, estimer que des lampistes ont payé mais que le système bancaire a pu continuer à s'adonner à la spéculation. Il est vrai que celle-ci fait partie intégrante du fonctionnement du capitalisme financier. Autrement dit, la sévérité des tribunaux envers les administrateurs du Comptoir n'a pas empêché la multiplication des épisodes spéculatifs à la Belle-Epoque. Il s'agit là d'un facteur structurel inhérent au fonctionnement des marchés financiers contre lequel les efforts de moralisation ne peuvent pas grand-chose. On en voudra pour preuve que lors de la crise de 1907, née aux Etats-Unis d'une situation d'insolvabilité d'une grande banque américaine (en l'occurrence, la Knickerbocker Trust Company), la panique qui s'est emparée des Bourses en Europe (principalement, Paris et Londres) n'a pas conduit à laisser les opérateurs de marché qui avaient cédé un peu trop rapidement à la panique se débrouiller seuls. Au contraire, à cette époque, on note une forte activité de soutien de la part des banques centrales. Il est vrai que quasiment tous les pays étaient touchés. C'est ainsi que les faillites bancaires se sont caractérisées par un effet domino, un peu à la manière de la crise subprime un siècle plus tard. Après un démarrage en trombe aux Etats-Unis, les situations d'insolvabilité et de faillites bancaires se sont étendues jusqu'au Danemark. Dans ce pays pourtant très éloigné de Wall Street, un sauvetage complet du système bancaire dut être mis en place par la Banque centrale et le Trésor.

La question de la responsabilité individuelle des administrateurs n'a, en fin de compte, jamais eu guère de sens. Dès les années 1860, le financier britannique George Joachim Goschen (1831-1907) évoquait une solidarité sur les différents marchés des différentes crises financières<sup>16</sup>. On retrouve ici l'idée d'une production tellement centralisée qu'elle appelait logiquement une socialisation de l'outil monétaire en raison de la multiplication de crises financières dont la profondeur est allée croissante au cours du XIXème siècle. La chose s'est d'ailleurs produite en 1907 avec la création de la Réserve Fédérale (Fed) aux Etats-Unis. La petite Belgique n'a évidemment pas fait exception à cette règle observée à l'échelle mondiale au cours du XIXème siècle. Au contraire, on peut même repérer que le petit royaume à la constitution la plus libérale d'Europe était même en avance sur son temps sur ce plan. Par exemple, lors de la crise financière de 1837 (soit à peine sept petites années après la Révolution belge de 1830), la Banque de Belgique, fondée en 1835 par le libéral Charles de Brouckère, cesse ses paiements. Elle sera copieusement aidée par le gouvernement belge et de

---

<sup>15</sup> A.Riva, P-C.Hautcoeur, Faillites bancaires : à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, une plus grande sévérité à l'égard des dirigeants, The Conversation, 27 avril 2023.

<sup>16</sup> Luzzatti Luigi, Une conférence internationale pour la paix monétaire, Note pour l'Institut de France, 1908 in Politique étrangère, n°4 - 1997 - 62<sup>e</sup>année. pp. 651-660.

Brouckère restera bourgmestre de Bruxelles jusqu'à son décès en 1860, sans jamais avoir été inquiété auparavant.

Les motifs ayant conduit à cette mobilisation du gouvernement en faveur de la Banque de Belgique sont basés sur les répercussions, négatives évidemment, que la cessation des paiements de cet établissement aurait pu exercer sur l'expansion de l'industrie à cette époque. La chose était d'ailleurs parfaitement assumée par le gouvernement dans le projet de loi permettant au gouvernement de venir en aide à la Banque de Belgique. L'exposé des motifs du projet se singularisait d'ailleurs par une troublante laconicité, à peine une vingtaine de lignes dans les pages du Moniteur. Cela dit, ces quelques lignes relèvent bien que l'impact potentiellement négatif sur le niveau général de l'activité économique revêt plus d'importance que le fait que « cette banque soit une institution tout à fait privée et qu'elle n'ait aucune espèce de liaison avec le Trésor de l'Etat »<sup>17</sup>. Voilà qui a pour le moins le mérite de la clarté.

En Belgique, le pragmatisme le plus plat (les mauvaises langues n'hésiteraient pas à parler de cynisme bon enfant) régnait depuis bien longtemps en ce qui concerne les faillites, comme les évolutions du droit en cette matière allait le démontrer par la suite. Dans un pays où la bourgeoisie s'était taillé la part du lion dès sa création, il aurait pu difficilement en aller autrement. En cette matière, on notera que les innovations belges ont beaucoup influencé le reste de l'Europe. La bourgeoisie belge était pionnière en matière de socialisation des pertes et de limitation de la responsabilité du capitalisme et on peut difficilement parler de néolibéralisme pour caractériser le contexte politico-idéologique de l'époque.

Ces caractéristiques historiques nous conduisent à privilégier une lecture marxiste plus orthodoxe de la nature de l'État, en tant que ce dernier constitue le réceptacle par excellence dans l'ordre infrastructurel de la domination exercée à l'intérieur du paramètre des moyens de production. Plus précisément, on suivra le raisonnement de Poulantzas qui identifiait, à l'œuvre au cœur de l'Etat capitaliste, un « bloc au pouvoir ». Ce dernier résultait de l'agglutination au sommet de l'Etat des différentes fractions des classes dominantes. Pour assurer la reproduction de son hégémonie, ce bloc doit sans cesse renouveler des compromis, tant en interne qu'avec les autres classes. Pour renforcer le poids de cette hégémonie, le bloc au pouvoir dispose du secours des Appareils idéologiques d'Etat (AIE), lesquels correspondent aux différentes institutions assurant la transmission au reste de la société de l'idéologie de la classe dominante. Les AIE ne constituent évidemment pas le seul outil de domination du bloc au pouvoir. Il vient, en effet, compléter l'action de l'appareil répressif d'Etat.

### **Néolibéralisme. Une notion à problématiser.**

Du point de vue de l'analyse marxiste, le concept de néolibéralisme s'avère finalement peu précis. Il serait plus intéressant de mettre en exergue le fait que l'Etat capitaliste se

---

<sup>17</sup> Chlepner, B.S., *La Banque en Belgique* (tome premier. Le monde financier belge avant 1850), Bruxelles, Maurice Lamertin, 1926, pp.173-176.

caractérise, depuis une cinquantaine d'années, par une emprise plus grande encore qu'à la fin du XIXème siècle du capital financier sur le capital industriel, après d'ailleurs une phase de retrait entre 1945 et 1975.

Cette extension de la sphère de la circulation s'est effectuée en parallèle à une internationalisation accrue des échanges, laquelle a diminué le poids des industries au sein des économies des pays développés. Cette désindustrialisation s'est accompagnée de la liquidation des grands complexes industriels qui ont fonctionné comme base sociale et matérielle, permettant au sein des pays occidentaux la contestation du capitalisme. En l'absence de cet élément matériel et productif permettant à de larges fractions des classes subalternes de se coaliser face aux classes dominantes, la conquête de droits permettant de socialiser une partie importante de la richesse produite s'avère autrement plus délicate à mettre en œuvre. De surcroît, des pans entiers du capital financier, aujourd'hui ultra-hégémonique au sein du bloc au pouvoir, se proposent d'ailleurs de prendre la relève des politiques sociales par le biais d'assurances privées. De la même manière, on mettra en garde le lecteur contre la tentation de proclamer la crise et le dépassement potentiel du modèle néolibéral, dans la mesure où un green deal permettrait de jeter les bases d'un modèle de capitalisme vert de substitution à l'actuelle régulation du mode de production capitaliste. En effet, le jour où l'accès à l'eau potable deviendra un défi pour de larges pans de la population occidentale, l'aiguillon à l'exploitation de la rareté se fera ressentir davantage encore à l'intérieur des rapports de classe. En définitive, l'horizon du capitalisme tardif<sup>18</sup> vise donc à rejoindre des expériences de marchandisation plus poussées de la production de services à la population, à la manière du XIXème siècle.

Structurellement, toute construction étatique procède d'une domination de classe profondément enracinée dans les rapports sociaux de production caractérisant les époques données. Sous le capitalisme tardif (appellation que nous préférons au néolibéralisme), l'Etat est colonisé structurellement par des intérêts privés, principalement liés aux marchés financiers, assurant la reproduction de l'hégémonie du bloc au pouvoir. En fin de compte, l'Etat belge, que l'on se situe en 1830, en 1980 ou en 2024, n'est ni face au marché, ni au-dessus, ni en-dessous. Il est d'entrée de jeu capitaliste et, à ce titre, représente un intérêt de classe par ailleurs profondément mouvant, comme le montre l'enserrement progressif des appareils d'Etat des pays de l'OCDE par le capital financier depuis la fin des années 1970.

A ce titre, il est aujourd'hui patent que les schémas d'endettement public correspondent à un enchâssement de la gestion de la dette à l'intérieur du périmètre de la finance de marché. Depuis les années 1970, la prohibition du financement de la dette par émission monétaire des banques centrales et la sollicitation de l'épargne populaire ont permis de soutenir les bénéfices du secteur financier. La dette publique a donc, dès ces années, constitué un levier pour que le capital financier conforte sa domination sur l'Etat. A ce stade du débat notionnel, on notera

---

<sup>18</sup> Pour plus de détails, voir Durand, Cédric. «Quand les capitalistes ne croient plus au capitalisme. L'économie à l'ère de la "grande stagnation" » in Revue du Crieur, n° 5, 2016. pp.88-103.

que la limitation de la création monétaire s'est imposée dans le contexte hautement inflationniste des années 1970 comme un moyen de stabiliser les prix. Il ne s'agit évidemment pas d'un détail. Aussi analyserons-nous dans la suite du document les implications en termes d'inflation des politiques de monétisation des dettes, quitte, peut-être, à relativiser quelque peu l'importance de la lutte contre l'inflation quand elle se fait au détriment de la croissance.

Sans intention polémique aucune, on ne peut que regretter l'époque à laquelle les docteurs d'Etat en sciences sociales d'autrefois avaient, contrairement à nos PHD d'aujourd'hui, lu Marx (parfois, d'ailleurs, dans le texte) avant d'en parler. Ce petit exercice de curiosité intellectuelle, peu valorisé malheureusement par le champ académique contemporain, permet de disposer de concepts stabilisateurs permettant à la fois de proposer un modèle causal à partir de forces macrosociales, dont les conditions d'émergence ont été problématisées, il y a un certain temps déjà.

Problématisons donc et, pour ce faire, commençons par un petit point de méthode. Ce travail d'enquête est radicalement enraciné dans le matérialisme. Autrement dit, chaque concept proposé dans l'argumentaire de ce travail renvoie à des dimensions concrètes de la vie sociale et pour tout dire, à une analyse concrète de la situation. On sait que cette méthode n'a jamais permis de connaître les feux éphémères de la gloire académique, sans doute en raison -dixit un des plus grands noms de la philosophie française (en l'occurrence, Etienne Balibar)- d'une forte tradition d'« antimarxisme universitaire »<sup>19</sup>, soit un fait de nature extrascientifique et, au contraire, profondément idéologique et par conséquent arbitraire.

L'analyse du capitalisme réellement existant conduit à repérer une lame de fond correspondant à la centralisation du capital, laquelle correspond par exemple à l'émergence de méga-entreprises en position dominante, comme Amazon, Facebook ou Google, dont la capitalisation boursière dépassait il y a cinq ans le PIB des Pays-Bas. Il s'agit là d'une caractéristique majeure de l'économie mondiale depuis le tournant du nouveau millénaire. Cette centralisation s'accompagne d'une internationalisation accrue des échanges. La circulation des marchandises et leur transformation en espèces monétaires au fur et à mesure de la rotation du capital suppose de repousser toujours plus les frontières de l'échange. Ce couple centralisation-internationalisation n'est pas né du fait d'une mystérieuse parthénogenèse. C'est, en effet, une question de cohérence car si on exclut ce modèle explicatif, il faut quasiment partir du principe que les mutations du capitalisme correspondent à des faits de volonté et non de structures. Autrement dit, si Margaret Thatcher est arrivée au pouvoir au Royaume-Uni en 1979, c'est parce que les Anglais se sont levés par un matin pluvieux et maussade en se disant qu'après tout, faire voler en éclat leur modèle de protection sociale, un des plus avancés à l'époque, constituait éventuellement une bonne idée leur permettant de tuer le temps. Derrière ce procès, on retrouve, quitte à passer, a contrario, pour

---

<sup>19</sup> Etienne Balibar, *La filosofía de Marx*, Perfiles, Buenos Aires, 2000 (première édition française de 1993), p.130.

déterministe, une dimension de profonde correspondance avec les exigences fonctionnelles de la reproduction élargie du capital.

A ce propos, force est de constater que la crise du milieu des années 1970, loin de s'expliquer par la seule augmentation des prix du baril de pétrole au moment de la guerre du Kippour en 1973 entre Israël et la coalition arabe formée par l'Égypte et la Syrie. En effet, on note une baisse du taux de profit dans toutes les économies d'Europe occidentale et d'Amérique du Nord à partir de la fin des années 1960. L'extension à l'échelle de la planète des échanges marchands est alors apparue comme une manière de soutenir la formation des profits. Les premières délocalisations dans le secteur textile, par exemple, datent de cette époque. La dislocation de l'URSS et le démantèlement du glacis soviétique vont intensifier la marche à pas forcés de l'humanité vers cette américanisation du monde. L'extension de l'aire de l'échange marchand va permettre une baisse importante des salaires et de coûts de production, avec à la clé une relance des taux de profit. C'est ainsi qu'à la fin des années 1990, toute la filière électronique européenne, par exemple, était déjà délocalisée dans le Far East, cet Extrême-Orient des usines et des ateliers d'assemblage, du Viêt Nam jusqu'aux zones économiques spéciales de la Chine populaire, qui englobe également les tigres asiatiques de la première génération tels que Taïwan ou de la deuxième vague comme la Thaïlande ou la Malaisie. Le rapatriement de ces derniers va rendre possible la formation d'une bulle du crédit qui permettra de faire fonctionner à la fois la consommation (tant publique que privée) et les investissements (financiers comme productifs). La désintermédiation financière pouvait alors battre son plein, ce qui permettait de financer des investissements par le recours direct aux marchés plutôt que par des prêts consentis par les banques. On notera, au passage, que cette préférence pour les marchés correspond bien à un trait dominant du capitalisme anglo-saxon, et plus particulièrement états-unien.

C'est ce modèle qui a volé en éclats lors de la crise financière de 2007-2008. Prêter de l'argent à des ménages de moins en moins solvables (cette insolvabilité se traduisant par la baisse des salaires des déciles intermédiaires et inférieurs de revenus au sein des PIB) ne pouvait que déboucher sur une vague de destruction de capital excédentaire, comme il en existe de manière régulière dans l'histoire du capitalisme, y compris, d'ailleurs, le capitalisme marchand avec l'explosion de la bulle des Tulipes aux Pays-Bas entre 1634 et 1637. Pour en revenir à des événements plus proches de nous dans le temps, l'épicentre de la crise financière liée au dégonflement des prêts spéculatifs devait nécessairement se trouver aux Etats-Unis puisque Wall Street, en lien avec le rôle absolument central du dollar au sein de la sphère de la circulation désormais mondialisée, fonctionne comme centre névralgique du secteur financier à l'échelle de la planète entière.

Dès lors, rompre avec la finance de marché dans le financement des dettes publiques suppose également de revisiter l'insertion d'un pays au sein de la sphère de la circulation avec en ligne de mire la possibilité d'une substitution des investissements publics aux investissements privés, y compris au sein des filières industrielles présentes sur le territoire national. L'idée qu'on puisse modifier cette insertion tout simplement en faisant appel à l'épargne privée a quelque chose de rafraîchissant, mais aussi d'inquiétant à y regarder de plus près. Prenons

l'exemple de la pression des agences de notation sur la Belgique. On peut toujours raconter que lorsque le gouvernement belge fait appel à son épargne intérieure pour financer la dette publique en décembre 2011, il a fait plier les marchés financiers.

S'il est vrai que l'émission de ce bon d'Etat avec un taux d'intérêt de 4%, en mobilisant l'épargne citoyenne, a permis de ramener le rendement sur une obligation publique belge (OLO) à 10 ans au niveau de 4,5%, on prendra soin de préciser que le volume mobilisé par cet appel à l'épargne nationale était des plus limités. En effet, l'Etat belge avait recueilli 5,7 milliards d'euros alors qu'à cette même époque, la dette publique belge était 389,6 milliards d'euros. On peut toujours fantasmer sur le fait que la totalité de l'épargne du pays serve à financer la dette publique. En septembre 2025, le montant net d'épargne des Belges sur les comptes réglementés s'élevait à 300 milliards d'euros face à une dette publique de 644 milliards d'euros. Pour ce qui est de la masse monétaire M2 (laquelle agrège les espèces en circulation et les comptes à vue), cette dernière en Belgique équivalait, en septembre 2025, à 675 milliards d'euros<sup>20</sup> face à 644 milliards d'euros de dette publique. Pour la France, la mise en vis-à-vis de la masse monétaire M2 et de la dette publique permet d'obtenir d'un côté, un chiffre de 3.000 milliards d'euros de monnaie en circulation<sup>21</sup> face à 3.400 milliards d'euros d'endettement public<sup>22</sup>. Les comparaisons avec la France s'avèrent fondées dans la mesure où le circuit du Trésor renvoie à un mode de financement de la dette publique particulier à la France qui a été mis récemment en avant suite à un article du Monde Diplomatique, lequel est très lu en Belgique.

### **Circuit du Trésor et système-dette. Ne pas oublier le post-fordisme**

Si l'on voulait financer la dette publique belge par la masse monétaire en circulation dans le pays, plus de 95% du montant de ces comptes seraient ainsi mobilisés. On retrouve des ordres de grandeur comparables pour la France.

Il faut évidemment nuancer ces constats, il est vrai, quelque peu abrupts. La maturité moyenne de la dette belge était de 10,44 années au début de l'année 2024<sup>23</sup>. Dans ces conditions, pour financer le montant supplémentaire de la dette belge en 2025, le circuit du Trésor à la belge aurait dû absorber un peu plus de 64 milliards d'euros à partir des comptes courants. A priori, on peut se dire que cette ponction de l'ordre d'un dixième représente fort peu de choses. Nous verrons par la suite qu'elle est nettement plus importante que durant les Trente Glorieuses. Il se pourrait, d'ailleurs, que cet apport de liquidités dans le circuit du Trésor puisse gêner aux entournures les quelque 5,4% des comptes à vue qui ont présenté un solde débiteur (ce que l'on appelle familièrement aller en négatif en Belgique francophone).

---

<sup>20</sup> Banque nationale de Belgique, novembre 2025.

<sup>21</sup> Banque de France, septembre 2025.

<sup>22</sup> Ministère de l'Economie, Décryptage : 5 minutes pour comprendre la dette publique, septembre 2025.

<sup>23</sup> Agence Fédérale de la Dette, Rapport annuel 2023, p.27.

Pour bien prendre la mesure des choses, on comptait 1,093 million de comptes dans cette situation en Belgique en 2023<sup>24</sup>. Cette pression « en négatif » sur les comptes du côté de la consommation privée ne sera pas facilitée en cas d'appel de fonds à partir des mêmes comptes de la part des pouvoirs publics.

Cette progression de l'endettement public rend compliqué le fait que l'on finance la totalité de la dette par l'équivalent de ce qui a existé en France sous le nom de circuit du Trésor. Cette proposition a été émise récemment dans le débat public en France, lequel influence beaucoup notre pays<sup>25</sup>. On regrettera cependant qu'elle ait été reprise de manière acritique sur des sites chez nous supposés pratiquer à la fois la mobilisation sociale et la mise en perspective des sources<sup>26</sup>. Commençons par définir les termes de la problématique. Ce circuit désigne le fait que l'Etat se finance, non en ayant recours à un endettement contre intérêt comme aujourd'hui, mais en collectant des dépôts monétaires, c'est-à-dire les comptes courants ouverts par des particuliers auprès des institutions bancaires.

En fait, les banques réalisent leurs profits sur les prêts et créances qu'elles détiennent après avoir créé de nouveaux fonds à vue. Si ces nouveaux fonds à vue faisaient l'objet de retraits des comptes courants par leurs titulaires, les établissements bancaires devraient se ravitailler en espèces auprès de la banque centrale européenne pour pouvoir honorer cette dette (il ne faut jamais oublier qu'un dépôt sur un compte à vue constitue un passif pour une banque). Cet état de choses oblige le capital bancaire à contracter des emprunts à la banque centrale ou à retirer des fonds à partir des comptes de dépôt qu'elles détiennent auprès de la banque centrale. Dans l'un comme l'autre cas, cette configuration devrait les contraindre à perdre une partie des intérêts qu'elles peuvent recueillir auprès de la banque centrale (on parle alors de taux de refinancement). Au total, si les banques se retrouvaient dans ce cas de figure, leur taux de profit se retrouverait orienté à la baisse.

Or, il se trouve que les billets et les pièces de monnaie ne constituent plus qu'une fraction de plus en plus faible de la masse monétaire en circulation (appelée dans le jargon masse monétaire M2). Par conséquent, les banques conservent, en dépôts dans leur très grande majorité, les fonds à vue qu'elles ont créés. Subséquemment, leur besoin de se refinancer en espèces auprès de la banque centrale devient somme toute marginal. C'est pourquoi elles perçoivent des intérêts sur leur portefeuille de créances à l'actif sans devoir payer elles-mêmes des intérêts au passif de leurs bilans, dans la mesure précisément où elles ne subissent pas de sorties de fonds en dehors du circuit de paiement qu'elles mettent en œuvre. C'est pour

---

<sup>24</sup> Financité, Rapport sur l'inclusion financière en Belgique, 2024, p.94.

<sup>25</sup> Frédéric Lordon, Pour en finir avec le chantage à la dette, Le Monde Diplomatique, octobre 2025, pp. 1, 16 et 17.

<sup>26</sup> Olivier Bonfond, Bons d'État (partie 3/3) : 5 mesures pour mettre les banques au service de l'intérêt général, avril 2025. Url : <https://shorturl.at/jKM3i> Date de consultation : 24 novembre 2025.

cette raison que les profits bancaires reposent sur le concept de marge nette d'intérêt dont l'existence rend si particulière la structure des bilans bancaires.

Très concrètement, les collectivités locales et les entreprises publiques possédaient un compte courant ouvert auprès du Trésor. C'est pourquoi elles étaient qualifiées de « correspondants du Trésor ». Cette possibilité était également organisée pour les particuliers, grâce à l'administration des Postes. « Les particuliers de tous milieux pouvaient ouvrir un compte courant postal dans l'un des 14.000 guichets postaux que le territoire comptait en 1960, contre seulement 1.850 guichets bancaires, les banques s'adressant alors surtout à une clientèle bourgeoise et urbaine »<sup>27</sup>. En Belgique, c'est une caisse d'épargne publique qui jouait ce rôle, à savoir la Caisse générale d'épargne et de retraite (CGER).

Les bénéfices que l'État tirait du circuit du Trésor étaient les mêmes que les banques aujourd'hui vis-à-vis des banques centrales. Lorsque les déposants au Trésor en France ou les clients de la CGER créditaient leurs comptes, une mécanique de solvabilisation se mettait aussitôt en œuvre. Le compte courant du Trésor auprès de la Banque de France (ou de la Banque nationale de Belgique) était crédité, de telle sorte que les pouvoirs publics bénéficiaient d'une trésorerie sans devoir s'acquitter d'intérêts. Dans le contexte de croissance et d'inflation des Trente glorieuses, il se trouve que la création monétaire se caractérisait par une forte croissance et le circuit du Trésor en percevait une fraction de manière constante et pouvait même créer de toutes pièces des fonds dans son circuit de paiement interne afin de régler des dépenses, notamment quand il versait le salaire d'un agent de l'Etat titulaire d'un compte courant auprès de ce que l'on appelait alors la régie des Postes.

La progression de l'endettement public, depuis une cinquantaine d'années, rend peut-être difficile la reproduction de ce schéma de financement de nos jours. Les chiffres sont sans appel. En 1968, la masse monétaire M2 en France était de 350 milliards de francs<sup>28</sup> alors que la dette publique en représentait au maximum 95 milliards de francs, c'est-à-dire un peu plus de 15% du PIB<sup>29</sup>. Exprimés en euros, ces chiffres donnent le vertige. On parle donc à cette époque d'un montant nominal de 53,4 milliards d'euros en ce qui concerne la masse monétaire M2 et de 14,25 milliards d'euros pour ce qui est de la dette publique. Pour ce qu'il en est de la Belgique, on pourrait formuler un constat semblable. L'existence d'une perception de la masse monétaire sur les comptes courants par le biais de la CGER existait, comme nous l'avons vu, chez nous. A cette époque, la dette publique s'élevait à environ 350 à 370 milliards de francs belges, soit 55 à 60% du PIB<sup>30</sup> et la masse monétaire M2 en circulation

---

<sup>27</sup> François Bloch-Lainé et Pierre de Vogüé, *Le Trésor public et le mouvement général des fonds*, PUF, Paris, 1960 cités par Tristan Guesdon, Le circuit du Trésor : quand le système monétaire était au service de l'État in AOC [en ligne], 27 octobre 2025.

<sup>28</sup> Banque de France, Bulletin mensuel (1969–1971)

<sup>29</sup> Insee, Annuaire statistique de la France, éditions 1969 et 1970.

<sup>30</sup> OCDE, Historical Statistics et National Accounts of OECD Countries, 1950-1975

représentait entre 430 et 460 milliards de francs belges<sup>31</sup>. On voit que la situation de la dette publique en Belgique était moins favorable qu'en France. Pour autant, la masse monétaire en circulation restait supérieure au volume des dettes. Un mécanisme comparable au Circuit du Trésor pouvait donc fonctionner chez nous dans ces conditions.

On comprend mieux, dès lors, comment il fut avantageux pour le Trésor français de pouvoir disposer en 1971 d'un flux de trésorerie de 10,36 milliards de francs (dont 3,56 milliards provenant des chèques postaux), c'est-à-dire 1/35<sup>ème</sup> de la masse monétaire à la même époque (10/350)<sup>32</sup>. Le contraste est saisissant avec les montants que ne manquerait pas de mobiliser un pareil financement du circuit du trésor aujourd'hui. On pourrait être tenté de poser un lien de corrélation entre cette capacité (un flux de trésorerie) et le fait que le déficit se situait à un niveau très bas à l'époque (environ 5,9 milliards de francs français de cette époque).

Évitons cependant d'aller trop vite en besogne. Posons à titre d'hypothèse concurrente une forme alternative d'enchaînement logique. Nous nous demanderons, dès lors, si, en définitive, le circuit du Trésor était parvenu à se financer en raison du fait qu'initiallement, le volume des dettes fonctionnellement nécessaire à la reproduction élargie du capital était inférieur à la situation prévalant aujourd'hui. L'école de la régulation, dans son approche du post-fordisme, pourrait très certainement constituer un apport intéressant permettant de poser les balises d'une réflexion éventuellement contre-intuitive, pour le moins en tout cas au sein de certaines sphères altermondialistes. Posons, au détour, un fait central dans l'analyse. Les Trente Glorieuses se sont caractérisées, de 1945 à 1975, par d'importants gains de productivité, de l'ordre de 4 à 5% par an en France et de 3 à 4% en Belgique. Au cours des années 1980 et 1990, ces gains vont s'étioler et dans les deux pays, vont se stabiliser aux alentours de 1,5 à 2% par an. On note un nouveau tassement entre 2000 et 2008 avec des gains de 1,0 % à 1,5% par an en France et 0,8 % à 1,3% en Belgique. La décennie 2010-2020 se caractérise par un ralentissement certain (+0,6 % à +1,0 % par an en France et +0,4 % à +0,8 % en Belgique).

La période qui suit la crise de la Covid 19 renforce cette dynamique négative. En effet, en ce qui concerne la France, on note une baisse sensible de la productivité alors qu'en Belgique, la reprise de productivité post-2020 s'avère très modeste et les gains structurels sont faibles. En approfondissant les données existantes pour la Belgique, on s'aperçoit que la Productivité Totale des Facteurs en Belgique a très peu crû depuis la sortie du confinement. Par exemple, en 2023, les gains de productivité ont été nuls chez nous et en 2024, ils n'ont que très légèrement remonté pour se situer à +0,2 %. Sur le long terme, comme l'affaiblissement des gains de la productivité apparente du travail en Belgique résulte principalement de la faiblesse

---

<sup>31</sup> OCDE, Monetary Statistics of OECD Europe, 1950-1970.

<sup>32</sup> Tristan Guesdon, op.cit.

de la croissance de la productivité totale des facteurs, on peut raisonnablement anticiper une stagnation structurelle à l'avenir<sup>33</sup>.

Le décalage avec les Trente Glorieuses est évidemment saisissant et se caractérise par les implications suivantes pour ce qui est des dettes publiques. D'un point de vue théorique, on remarquera qu'interroger la dette à partir de la productivité des facteurs permet d'ancrer une réflexion au sujet des finances publiques à l'intérieur de la production matérielle et des niveaux de valeur ajoutée que cette dernière dégage concrètement. Les gains de productivité occupent une position centrale dans la dynamique de l'endettement public. Pour comprendre ce lien, il faut envisager plusieurs mécanismes macroéconomiques.

A ce propos, on notera avec intérêt que lorsque la productivité augmente, la croissance potentielle (c'est-à-dire le niveau de croissance atteignable avec la même quantité de facteurs) augmente aussi. Par conséquent, les recettes fiscales progressent mécaniquement sans passer par une augmentation des taux d'imposition. Cette dynamique vertueuse a pour effet de faire diminuer -ou à tout le moins de stabiliser- le ratio dette/PIB. En fait, plus les gains de productivité sont élevés, moins il s'avère nécessaire de recourir à l'endettement public pour produire un certain niveau d'investissements et de services publics. On parle habituellement à ce propos d'effet « boule de neige ». Si la croissance du PIB est supérieure au taux d'intérêt, la dette publique s'avère soutenable même sans devoir nécessairement dégager un excédent primaire puisque comme nous l'avons vu auparavant, les gains de productivité favorisent la croissance. À l'inverse, une faible productivité confère au recours à l'endettement un caractère quasi inévitable pour maintenir les consommations, tant publiques que privées (on songera notamment à des Etats-providences robustes dans le cas de la Belgique ou de la France).

On peut formaliser les choses de la façon suivante. La possibilité d'une stabilisation de la dette publique doit être lue à partir d'une mise en relation entre le taux d'intérêt réel de la dette ( $=t$ ) et le taux de croissance réel du PIB ( $=c$ ). Si  $c > t$ , l'endettement public est soutenable même en cas de déficit des finances publiques. Si  $c < t$ , le gouvernement devra trouver des excédents primaires s'il veut stabiliser sa dette. Or, ce sont les gains de productivité qui exercent une influence notable sur la croissance. L'affaiblissement des gains de productivité rend l'ajustement budgétaire plus compliqué et débouche le plus souvent sur un surcroît d'endettement structurel.

Symétriquement, on retrouve une dynamique similaire du côté de l'endettement privé. En effet, plus les gains de productivité sont élevés, plus les revenus privés (ménages et entreprises) progressent. Cette amélioration débouche sur une amélioration de la capacité des acteurs privés à supporter leurs passifs. Le risque de surendettement baisse. Dans ces

---

<sup>33</sup> SPF Economie, Faible croissance de la productivité totale des facteurs à court terme, tendance baissière à long terme, [en ligne], 5 juin 2025.

conditions, les banques se montrent plus prêteuses et les taux d'intérêt, qui reflètent le risque de crédit, seront plus modérés.

Si la productivité est élevée, les marges des entreprises augmentent de même que leur niveau de liquidités (on parle dans le jargon de *cash flow interne*). Par conséquent, elles sont davantage capables d'autofinancer leurs investissements. Elles éprouvent alors moins le besoin de lever des fonds sur les marchés par le biais des emprunts obligataires ou d'aller voir les banques pour obtenir des prêts bancaires. En outre, une entreprise productive produit plus de valeur ajoutée par euro emprunté. De ce fait, elle enregistre des bénéfices plus élevés. Cet état de choses contribue à lui faire gagner la confiance des prêteurs. Au total, si la productivité progresse, un fort niveau d'endettement sera perçu comme peu problématique. Du côté des ménages, la progression de la productivité permet de faire augmenter les salaires. Par voie de conséquence, les ménages peuvent emprunter davantage alors que si la productivité s'affaiblit, la progression des salaires va se montrer plus limitée et donc, la capacité d'emprunt sera aussi plus limitée et le risque de surendettement relatif par rapport aux salaires va s'accroître.

Au lieu d'évoquer de manière assez vague un « système-dette » comme si ce dernier constituait le principe cardinal permettant de caractériser le fonctionnement du mode de production capitaliste, il semble plus intéressant d'un point de vue matérialiste d'évoquer un bouclage production-consommation nécessitant la mise en œuvre de niveaux d'endettement. On prendra également soin de préciser que cette pression à l'endettement constitue une conséquence de la diminution des taux de productivité (et des profits) en régime d'accumulation reposant sur la consommation de masse.

A ce propos, on peut estimer que dans ce contexte structurellement orienté vers l'alourdissement des passifs, la dénonciation par la sphère altermondialiste radicalisée du modèle « emprunteur-payeur » des agences de notation loupe en partie sa cible. En effet, adopter un angle d'attaque fondamentalement normatif centré sur la légitimité des processus ne permet pas de développer une argumentation centrée sur les nécessités fonctionnelles ayant permis l'émergence d'un modèle dans lequel les emprunteurs rémunèrent les instances chargées de les évaluer. Pourtant, il s'agit là d'une matière d'une grande importance car l'état actuel du marché de la notation ne permet pas de garantir, loin de là, que les conflits d'intérêt constatés au moment de la crise de 2008 ne soient pas susceptibles de se reproduire à l'avenir.

A ce propos, on relèvera d'entrée de jeu que les agences de notation n'exigent aucune rétribution pour les notes attribuées aux Etats. Par contre, les entreprises (en ce compris, les établissements bancaires et les compagnies d'assurance) paient pour être évaluées par les agences de notation. On comprend tout de suite le lien avec les considérations qui précèdent concernant l'émergence d'un endettement massif en lien avec l'écrasement des gains de productivité. En effet, la rémunération des agences de notation est calculée en fonction du volume de la dette émise par les compagnies privées émettrices de dette. Or, les systèmes de régulation ont, au cours des années 1970-1980, donné un poids trop important à ces trois agences dont l'autorité n'a d'ailleurs plus rien d'universel. Le système est donc vicié, comme le relèvent les critiques altermondialistes, mais ce problème ne provient pas d'une forme

d'illégitimité morale du système mais bien d'un problème relatif à l'évaluation des dettes. De surcroît, le retour au passé (fortement idéalisé) du modèle « prêteur-payeur » constitue a priori une piste peu réaliste.

En effet, la circulation de l'information a rendu sans doute définitivement caduc ce modèle, il y a de cela un peu plus de 50 ans. A cette époque, la généralisation des appareils de photocopie permettait aux investisseurs de disposer de reproductions des manuels de notation utilisés par les agences et de les faire circuler sans grande difficulté. Sans réaction, les agences auraient dû s'apprêter à faire face à une baisse sensible de leurs revenus, ainsi que le note une étude de l'Université Catholique de Louvain (UCL)<sup>34</sup>. A partir de cette période, les agences décident de faire systématiquement payer les émetteurs pour le service d'octroi de notation qu'elles leur offrent. Plus fondamentalement, l'importance des agences de notation aujourd'hui correspond largement à la volonté des investisseurs de continuer à leur faire confiance. De ce point de vue, leur réputation revêt un aspect stratégique exploité par les agences de manière à leur permettre de détenir un avantage compétitif, compliquant sérieusement l'arrivée de nouveaux concurrents sur le marché. L'émergence de nouveaux concurrents s'avère, dans ce contexte, complexe car un nouvel arrivant sur le marché de la notation devrait posséder des capitaux importants lui permettant d'atteindre une taille critique en phase avec l'expansion des volumes d'endettement à l'échelle mondiale<sup>35</sup>.

Pour autant, cette situation d'oligopole pourrait ne pas perdurer à l'avenir. En revanche, il est de plus en plus évident qu'avec la montée de la Chine, les agences Dagong Global Credit Rating et China Chengxin International (CCXI), toutes deux basées à Pékin, occuperont une place de plus en plus importante à l'avenir. Cette montée de la concurrence pourrait peut-être constituer une opportunité pour remettre sur le métier une série de propositions qui ont été émises lors de la crise de 2008-2009.

A cette époque, une de ces propositions avait émergé, visant à mettre en œuvre une formule d'intermédiation mettant en relation un émetteur de dette avec une plateforme comme une bourse ou une chambre de compensation. A ce stade, on ne note aucun contact direct entre l'émetteur de dette et une agence en particulier. C'est évidemment la plateforme qui est payée par l'émetteur et non l'agence en tant que telle. Le contrat de notation sera ensuite attribué par le maître d'œuvre de la plateforme aux seuls acteurs ayant obtenu auparavant une licence au terme d'une procédure de mise aux enchères. De cette façon, le marché de la notation pourrait devenir plus concurrentiel qu'il ne l'est aujourd'hui puisque de petits acteurs spécialisés sur certaines niches pourraient voir leur expertise davantage reconnue et gagner en taille pour affronter les trois géants occidentaux de la notation que sont Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch ratings La force de cette formule consiste à trancher profondément les liens

---

<sup>34</sup> Mikael Petitjean, De l'(in)utilité des agences de notation, Regards économiques, septembre 2012, n°98, p.5.

<sup>35</sup> Oussama Ben Hmiden, Moody's, Standard & Poor's, Fitch... plongée au cœur du pouvoir des agences de notation, The Conversation, édition mise en ligne du 2 mai 2024.

entre les émetteurs et les agences de notation. Dans cette formule, les licences pourraient également être retirées si l'expérience laissait apparaître une surévaluation des notations. La mise en œuvre de critères d'évaluation objectifs constitue le talon d'Achille de cette proposition. Naturellement, plus le temps passera et plus des acteurs de petite taille arriveront à se développer. Dans ces conditions, la perspective d'une révocation de licence devrait normalement finir par inciter les acteurs à faire preuve de davantage de prudence<sup>36</sup>. Sur le papier, cette proposition paraît parfaitement raisonnable. Néanmoins, force est de constater que ce schéma continue à reposer sur le postulat d'autorégulation des marchés, avec les mêmes dangers à la clé que lors de la crise de 2007-2008. En outre, il ne faut pas perdre de vue que l'arrivée de nouveaux acteurs de la notation reste à ce stade particulièrement hasardeuse et, de surcroît, on peut s'interroger sur le fait qu'avec le temps, de nouvelles configurations oligopolistiques apparaissent puisqu'il est aujourd'hui impossible de jouer un rôle décisif sur le marché de la notation si on ne dispose pas d'une capitalisation conséquente. Finalement, en appliquant cette recette, au lieu d'avoir trois grandes agences dominantes à l'échelle mondiale, on en aurait finalement peut-être cinq ou six. On a du mal à voir où se situe la profonde révolution paradigmique.

Une solution plus radicale, mais aussi plus efficiente, consisterait à organiser en Europe des organes publics d'évaluation et de notation qui feraient concurrence aux grandes agences privées anglo-saxonnes. Interrogeons-nous, d'entrée de jeu, sur une faiblesse apparente de cette proposition. En l'occurrence, la question porte sur le fait de savoir qui, dans ce modèle, évaluera les dettes publiques. Peut-on exclure tout risque de conflit d'intérêt ? Il existe une réponse à cette objection dans le modèle des Cours des Comptes indépendantes telles qu'elles existent dans une bonne partie des Etats européens contemporains (c'est notamment le cas en France et en Belgique). En fin de compte, l'autonomie de ces dernières face au pouvoir politique procède d'une longue marche qui, depuis la Magna Carta en 1215 jusqu'à la révolution française, a porté « la revendication d'un contrôle effectif sur la dépense publique qui a donné naissance d'abord à un Parlement et, ensuite, à la démocratie elle-même »<sup>37</sup>. A titre de réflexion de nature stratégique, on peut raisonnablement redouter, vu le climat idéologique ambiant, qu'une proposition accordant de telles prérogatives aux pouvoirs publics ne recueille qu'une faible adhésion au sein de l'opinion publique. Voilà pourquoi on n'hésitera pas à faire valoir que cette formule pourrait s'accompagner, en parallèle, de l'organisation de plateformes telles que précédemment décrites.

Ce détour par les agences de notation nous a renseignés sur le caractère structurellement massif du phénomène de l'endettement au sein des économies développées d'aujourd'hui.

---

<sup>36</sup> Pour plus de détails, lire Mathis, J., McAndrews, J. et Rochet, J.-C., “Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?” in *Journal of Monetary Economics*, Volume 56, 2009, pp.657–674.

<sup>37</sup> Carcassonne, Guy, De l'indépendance à la liberté in Revue française d'administration publique, L'indépendance des cours des comptes en Europe, n°90, 1999, p.294.

Voilà pourquoi la mise en œuvre d'alternatives au modèle « emprunteur-payeur » semble difficilement envisageable actuellement. Poser cette affirmation n'équivaut évidemment pas à nier l'importance d'une alternative à l'oligopole ultraconcentré de la notation contemporaine. De la même manière, l'importance systémique de la dette dans le fonctionnement des économies contemporaines empêche très vraisemblablement de faire reposer le financement de la dette publique sur une utilisation massive du Circuit du Trésor ou de l'épargne populaire. Là encore, la nuance s'impose dans la mesure où ce constat n'équivaut pas à nier toute utilité à ces formules.

En outre, si l'impact sur le financement des entreprises d'une éventuelle réédition d'une formule de financement comparable au circuit du Trésor n'a rien d'unilatéral ni de définitif<sup>38</sup>, on peut cependant anticiper des difficultés et des tensions dans la mesure où la transition environnementale va, à l'avenir, nécessiter des montants particulièrement importants. Pour atteindre la neutralité carbone en 2050, la Belgique va devoir investir 25 milliards par an pendant 25 ans, soit 625 milliards (valeur 2025)<sup>39</sup>. Il s'agit là d'un quasi doublement du montant nominal de la dette publique. Vu les montants en jeu, mobiliser l'épargne populaire à cette fin serait pénalisant pour les investissements privés mais aussi pour la consommation des ménages à long terme (puisque l'épargne populaire, c'est aussi de la consommation différée), tout en s'avérant nettement, de surcroît, profondément insuffisant.

Il est toujours possible de répondre que cet appel se fera d'autorité à des taux d'intérêts réels négatifs de manière à ce que le concept keynésien d'*euthanasie des rentiers* joue. En imaginant qu'il y ait consensus politique sur ce point (ce qui constitue tout de même une hypothèse très forte), on peut toujours rétorquer que cet impôt inflationniste prélevé a posteriori aura le même effet qu'une taxation des patrimoines a priori. Cette remarque est d'autant plus piquante que certaines franges de la gauche radicale veulent à la fois taxer les fortunes et sortir de la finance de marché par le retour du circuit du Trésor, quitte à faire fondre le volume de l'épargne disponible pour une affectation obligatoire. Il y a là un élément à tout le moins redondant, sinon contradictoire. En tout état de cause, de l'argent déjà taxé et absorbé par le Trésor ne peut plus être absorbé par le circuit du Trésor. Des enfants le comprendraient, ou, du moins, devraient le comprendre. En tout état de cause, une clarification conceptuelle et stratégique s'impose.

Force est cependant de reconnaître que la priorité de ces milieux réside moins dans ce type de nuances que dans l'idée qu'il est possible, voire même souhaitable, d'annuler la dette publique de nos Etats, que ce soit en partie ou en totalité, pour des raisons d'illégitimité morale. Nous allons à présent voir qu'il s'agit d'un mirage dangereux.

---

<sup>38</sup> Azizjon Alimov, La hausse de la dette publique nuit-elle à l'investissement privé?, The Conversation, 2 septembre 2024.

<sup>39</sup> L'Echo, Neutralité climatique en 2050: la Belgique devra investir jusqu'à 25 milliards d'euros par an, édition du 20 mars 2025.

## **Le mirage de l'annulation des dettes**

Passons maintenant en revue les raisons qui s'opposent à une piste aussi unilatérale. Cet exposé débutera par une remise en cause de l'idée fréquemment répandue, à titre de propagande, que l'annulation de la dette publique de grands états européens développés, comme la France, l'Allemagne ou les pays du Benelux, constituerait un évènement de crédit comparable à des remises en cause de leur endettement par des pays comme l'Argentine ou l'Equateur.

En effet, dans le cas des Etats néocoloniaux africains ou latino-américains, la remise en cause de leur endettement vise tout particulièrement leur dette extérieure. La définition de cette dernière correspond à deux dimensions tout-à-fait caractéristiques, à savoir le fait que ces dettes sont libellées dans une monnaie étrangère (le plus souvent, le dollar) et la désignation de juridictions étrangères pour trancher en cas d'éventuels litiges (là encore, le plus souvent la justice américaine). Si de telles clauses caractérisent ces contrats d'endettement, c'est évidemment dans le but de rassurer des prêteurs étrangers. Autrement dit, quand un Etat comme l'Argentine entre en défaut de paiement sur sa dette extérieure, il reporte la crise de ses finances publiques sur le bilan d'une banque étrangère.

Cette dimension est absente des contrats d'endettement au sein de la zone euro, dans la mesure où les créanciers des Etats de l'Euroland sont des institutions financières de cette même zone. En d'autres termes, si demain la Belgique ou la France annulent leurs dettes publiques, cette décision aura surtout des conséquences négatives sur les banques et les compagnies d'assurance de leur pays. Il faudra alors massivement recapitaliser des éléments essentiels du système financier européen. Ce constat est d'autant plus piquant que les forces préconisant l'annulation de la dette recommandent également de nationaliser le système bancaire, qui plus est sans indemnisation des actionnaires. Tout ce gâchis laisse évidemment rêveur, un peu comme si demain, un groupe radical organisait une manifestation pour brûler des voitures par milliers puis décidait de rembourser leurs propriétaires.

Ce n'est pas tout. On ne peut pas non plus occulter qu'en faisant défaut de manière massive sur sa dette, un pays comme l'Argentine s'est profondément coupé des marchés financiers de 2001 à 2016. Elle s'est alors financée à partir des excédents de son commerce extérieur. Les chiffres sont, de ce point de vue, très clairs. En 2001, le défaut de paiement de l'Argentine se chiffre alors à 82,3 milliards de dollars. Auparavant, le pays avait déjà enregistré six défauts de paiement, en 1827, 1890, 1951, 1956, 1982 et 1989 pour être précis. Cet état de choses s'est traduit par un niveau sensiblement plus élevé des taux d'intérêts. Quand le président Néstor Kirchner (1950-2010) impose une restructuration de la dette extérieure du pays à ses créanciers en deux vagues. En 2003, il met en œuvre un *haircut* (soit dans le jargon, la diminution de la valeur de la dette en cas de restructuration) de 75%. En 2009, lors de la deuxième phase, cette réduction de valeur va porter sur 20 milliards de dollars avec *haircut* de

67% et un taux d'intérêt de 8,75% sur une obligation de compensation ayant une maturité de 8 ans, le Global 2017<sup>40</sup>.

A l'époque, en Amérique du Sud, les rendements des dettes à 10 ans (soit une maturité plus longue) correspondaient à des taux nettement inférieurs. Pour le Pérou, on note un rendement des obligations libellées en dollars américains de 2,7%. Le Chili et le Mexique se situaient entre 3 et 3,2% respectivement. Les taux de la Colombie et du Brésil se situaient à un niveau inférieur de 50% à celui de l'Argentine avec des rendements respectifs de 4,5 et 4,8%<sup>41</sup>. Un défaut de paiement, illégitimité ou pas, cela se paie toujours très cher.

Autrement dit, si des pays comme la Belgique ou la France, faisaient défaut, en partie ou en totalité, sur leurs dettes, ils connaîtraient un accroissement sensible des rendements sur leurs dettes publiques et, de surcroît, contrairement à un pays comme l'Argentine, ils ne pénaliserait pas que des banques étrangères mais mettraient leurs systèmes bancaires en crise.

Dans ces conditions, en imaginant qu'un audit de la dette soit mené par la gauche radicale annulationniste dans un pays ayant confié une majorité absolue à un parti résolument altermondialiste, on risque vite de voir que la légitimité ne constituera pas longtemps un critère d'évaluation des dettes publiques. En effet, si cet audit théorique devait déboucher sur le constat qu'1% du volume de la dette à amortir est illégitime, face au risque de renchérissement de la charge de la dette, il y a fort à parier que le gouvernement en question se contenterait de dénonciations purement rhétoriques et ne changerait rien à sa situation d'endettement. L'exemple de l'Équateur en 2008 permet de le démontrer.

A la mi-décembre 2008, l'Équateur se déclarait en défaut de paiement sur sa dette extérieure pour la troisième fois en un peu moins de 15 ans. Au départ, il semblait que l'illégitimité, voire le caractère odieux, de la dette constitue le principal motif de dénonciation de la dette extérieure du pays. Et dans cette optique, l'audit citoyen représentait la démarche idoine qui permettrait à l'Équateur d'imposer ses vues face à ses créanciers. Pourtant, le président Correa précisait, quelques semaines après la tenue de l'audit international de la dette, que l'Équateur appliquerait une restructuration, laquelle garantirait aux créanciers de pouvoir récupérer une partie de leur mise (30%). La dette équatorienne ne fut donc jamais annulée. En outre, la légitimité importait fort peu dans ce marchandage finalement courant entre Quito et ses créanciers.

Pour s'en convaincre, on jettera un coup d'œil sur les produits financiers qui ont été restructurés par l'entreprise de restructuration opérée sous le gouvernement de Rafael Correa. En juin 2009, l'administration Correa rachetait 91% d'une partie de sa dette extérieure

---

<sup>40</sup> InfoBAE, Cómo fue la reestructuración del 2010?, édition mise en ligne du 27 novembre 2012. Date de consultation: 27 novembre 2025.

<sup>41</sup> Banque mondiale, Rendements des obligations d'État à long terme (%). Consulté le 27 novembre 2025.

(correspondant aux bons Global Bonds 2012 et 2030) à un taux fortement réduit, de 65 à 70%. Grâce à cette stratégie, la dette publique du pays est passée de 16,7% du produit intérieur brut (PIB) en 2008 à 12,2% en 2009, selon les statistiques du ministère de l'Économie et des Finances (MEF)<sup>42</sup>. Le bénéfice fut réel, la chose est indiscutable. Pourtant, l'audit citoyen n'y est pour rien. Ces faits confirmaient ce que bien des analystes avaient pressenti dès 2008. A savoir que l'Equateur était en quête d'une restructuration de sa dette tout-à-fait classique quant à son modus operandi<sup>43</sup>.

Dans ces conditions, le gouvernement équatorien, finalement peu mobilisé par les querelles très théoriques concernant la légitimité de la dette extérieure du pays, a choisi de renégocier avec ses créanciers. En témoigne le fait que l'Equateur a finalement fait défaut, de façon fort sélective au demeurant, sur certaines de ses obligations. Alors que les Global Bonds 2012 et 2030 ont été éliminés, le gouvernement équatorien a continué à assurer l'amortissement des Global Bonds 2015.

Le Global Bond 2015 correspond à une obligation émise en 2005 dans un précédent épisode de renégociation de la dette équatorienne, tout comme les Global Bonds 2012 et 2030. Autrement dit, les Global Bonds 2012 et 2030 se caractérisaient par le même type de relations avec les créanciers de l'Equateur que les Global 2015. Alors que les Global 2012 et 2030 avaient été émis en 2000, les Global Bond 2015 datent de 2005. C'est la seule différence notable entre ces deux lignes de bons d'Etat qui ont pour origine l'explosion de la dette publique équatorienne, laquelle a commencé à partir de la fin des années 1970. Si la légitimité avait constitué la ligne directrice ultime du plan équatorien de dénonciation de la dette extérieure, il n'y avait alors aucune raison d'honorer le paiement des Global Bonds 2015. C'est ce que nous pouvons, d'ailleurs, lire dans le rapport final de la Commission nationale chargée de l'audit de la dette en Equateur : « Le même procédé avait déjà été utilisé de manière exagérée en 2005 pour un montant de 740 millions de dollars quand l'Equateur décidait d'assumer de nouvelles dettes en émettant les Global Bonds 2015 »<sup>44</sup>.

En janvier 2009, Quito annonçait, après une phase de suspension des paiements des intérêts des bons Global 2015 en décembre 2008<sup>45</sup>, la reprise des versements en janvier 2009 lorsque

---

<sup>42</sup> Expresso (Ecuador), El “default” de 2008 le costó al país \$ 9.041 millones, 1er mai 2018. Url: <https://www.expreso.ec/actualidad/lsquo-default-rsquo-2008-le-costo-pais-9-041-millones-44084.html>. Date de consultation: 27 novembre 2025.

<sup>43</sup> Financial Times, The Ecuadorian haircut and the philosophy of debt, édition mise en ligne du 23 avril 2009

<sup>44</sup> COMISIÓN PARA LA AUDITORÍA INTEGRAL DEL CRÉDITO PÚBLICO, INFORME FINAL DE LA AUDITORÍA INTEGRAL DE LA DEUDA ECUATORIANA, RESUMEN EJECUTIVO, Noviembre 2008, QUITO, ECUADOR, p.45.

<sup>45</sup> El Universo, Ecuador suspendió pagos de intereses de Global 2015, édition mise en ligne du 15 décembre 2008. Url: <https://www.eluniverso.com/2008/12/15/1/1356/C1E256567062492F936E2CA95EEE5F9A.html?amp>. Date de consultation: 27 novembre 2025.

la ministre de l'Économie de l'Équateur à l'époque, Elsa Viteri, a déclaré lors d'une conférence de presse qu'elle avait ordonné le paiement d'un coupon d'intérêt sur les obligations Global 2015, qui avaient été placées en « moratoire technique », ce qui signifie qu'un délai supplémentaire d'un mois leur avait été accordé pour leur remboursement<sup>46</sup>. En prenant un peu de recul, on peut d'ailleurs constater, une décennie après les faits, que l'Equateur a bien repayé jusqu'au dernier penny la totalité de ses Global Bonds 2015.

C'est ainsi que le président équatorien Rafael Correa annonçait, à la mi-décembre 2015, le versement de 650 millions de dollars malgré les difficultés économiques que traversait le pays en raison de la chute des prix du pétrole à des fins d'amortissement des Global Bonds 2015. Il en concevait, d'ailleurs, une certaine fierté patriotique : « Nous venons de verser 650 millions de dollars pour le remboursement intégral des obligations de 2015. Une première historique », avait-t-il déclaré à l'époque sur son compte Twitter<sup>47</sup>.

En fait, il était très clair, et ce dès 2008, que « le défaut de l'Equateur serait hautement sélectif (...) et qu'il ne déboucherait ni sur une annulation d'obligations de par leur caractère odieux (...) ni sur un échange de titres négocié ou unilatéral à la façon de l'Argentine dans le but d'obtenir une importante remise de dettes»<sup>48</sup>. En réalité, les bons qui ont fait l'objet d'un moratoire puis d'un rachat avec décote de la part du gouvernement équatorien ne représentaient même pas la partie la plus importante de l'endettement extérieur de la République équatorienne. « Les Bons 2012 et 2030, qui comptaient pour plus ou moins un tiers de la dette publique extérieure à la fin de l'année 2008, exigeaient un paiement annuel d'intérêts de l'ordre de 331 millions de dollars, ce qui équivaut à peine à 1,9% des recettes du gouvernement et 0,6% du PIB de 2008, un montant, à tous égards, insignifiant »<sup>49</sup>. Au passage, on fera valoir que racheter à 30% de leur valeur des titres qui pèsent pour 1/3 de la dette extérieure d'un pays, cela équivaut à faire baisser cette dernière d'un peu plus de 20%. Sur la base de ces chiffres, on peut estimer que nous sommes loin d'un cas de restructuration massive. En tout état de cause, la fameuse annulation de la dette équatorienne fut une restructuration *light*. Des militants annulationnistes ont déjà rétorqué à cette présentation qu'une restructuration suppose l'émission de nouveaux bons. Ce formalisme juridique (un peu ridicule) ne tient pas la route d'un point de vue logique car sur un plan macroéconomique, une

---

<sup>46</sup> El Economista (Espagne), Ecuador paga bonos Global 2015 y estudia una estrategia para 2012 y 2030, Date de mise en ligne: 13 janvier 2009. Url: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/968497/01/09/Ecuador-paga-bonos-Global-2015-y-estudia-una-estrategia-para-2012-y-2030.html>. Date de consultation: 25 novembre 2025.

<sup>47</sup> Reuters, Ecuador desembolsa 650 mlrs dlrs para pago bono Global 2015: Correa, édition mise en ligne du 15 décembre 2015. Url: <https://www.reuters.com/article/world/us/ecuador-desembolsa-650-mlns-dlrs-para-pago-bono-global-2015-correa-idUSKBN0TY1S8/>. Date de consultation: 27 novembre 2025.

<sup>48</sup> Porzecanski, Arturo C, “When Bad Things Happen to Good Sovereign Debt Contracts: The Case of Ecuador” in Law & Contemporary Problems, Washington & Lee Law School, Volume 73, Number 4, Fall 2010, p.265.

<sup>49</sup> Porzecanski, Arturo C, op.cit, p.258.

restructuration, qu'elle soit *de facto* ou *de jure*, correspond à une diminution du service de la dette (en l'occurrence, la dette extérieure).

Rétrospectivement, cet état de choses s'explique peut-être par le fait que l'Argentine et l'Equateur avaient sélectionné la même équipe économique pour lancer les négociations avec les créanciers. Il s'agissait, en l'occurrence, de l'économiste (modérément) keynésien feu Daniel Cohen (1953-2023)<sup>50</sup> agissant comme conseiller pour l'occasion de la banque Lazard<sup>51</sup> qui pilotait la restructuration de la dette équatorienne. On notera avec intérêt que c'est la même équipe qui a conseillé l'Argentine kirchnériste en 2003, lors de la restructuration de la dette extérieure de la patrie de Julio Cortázar<sup>52</sup>, ainsi que la Grèce d'Alexis Tsipras<sup>53</sup>.

Il apparaît clairement que les restructurations de dette constituent rarement un moment propice pour les révolutionnaires annulationnistes. La chose pourrait éventuellement s'expliquer par des raisons correspondant à un diagnostic erroné quant à l'influence exercée par les dettes publiques sur les finances publiques. En effet, il apparaît que les cures d'austérité menées au sud de la zone euro dans un passé récent n'avaient pas grand rapport avec des niveaux antérieurs d'endettement public. La socialisation de dettes privées explique davantage la violence sociale des plans d'austérité.

C'est ainsi qu'en 2007, alors que la crise financière privée couvait, le niveau d'endettement européen était stabilisé depuis près d'une décennie au niveau de 60% du PIB. Par exemple, les comptes de l'Irlande et de l'Espagne se caractérisaient par des excédents budgétaires ainsi que par des taux de dette publique particulièrement bas (entre 25 et 35% de leurs PIB respectifs en 2007). En définitive, les politiques d'austérité les plus dures se sont soldées par l'approfondissement des endettements publics suite à la chute de l'activité économique correspondant à une faiblesse de la consommation publique, selon un mécanisme keynésien bien documenté.

En tout état de cause, un des éléments stratégiques permettant l'annulation des dettes consiste à rétablir une imposition des grandes fortunes de type Taxe Zucman. Ce mécanisme de nature profondément annulationniste permet d'améliorer les soldes primaires des Etats de façon à limiter le besoin de recourir aux marchés pour se financer. Cette piste offre également

---

<sup>50</sup> Le Monde, La zone euro, nouvelle victime du "consensus de Washington"?, édition mise en ligne du 21 novembre 2011 (date de consultation: 23 novembre 2025).

<sup>51</sup> Le Figaro, L'Equateur fait appel à la banque Lazard, 18 janvier 2009 (En ligne) (date de consultation: 27 novembre 2025).

<sup>52</sup> Matthieu Pigasse, futur joker du ministre de l'économie en Argentine sur la dette ?, 5 janvier 2022. Url: [https://www.lalettre.fr/fr/entreprises\\_conseil-et-services/2022/01/05/mattieu-pigasse-futur-joker-du-ministre-de-l-economie-en-argentine-sur-la-dette,109714683-bre](https://www.lalettre.fr/fr/entreprises_conseil-et-services/2022/01/05/mattieu-pigasse-futur-joker-du-ministre-de-l-economie-en-argentine-sur-la-dette,109714683-bre) (date de consultation : 25 novembre 2025).

<sup>53</sup> Eric Toussaint, Capitulation entre adultes. Grèce 2015. Une alternative était possible, Editions Syllepse, Paris, 2015, pp.59-60.

l'avantage de ne pas fragiliser des banques qu'il restera possible d'éventuellement nationaliser sans avoir auparavant fragilisé les bilans, comme c'est hélas le cas avec l'annulation des dettes.

On ne limitera cependant pas le champ des alternatives à la seule piste fiscale. En effet, il est aujourd'hui indéniable que le rétablissement d'une plus grande progressivité de l'impôt et la taxation des grands patrimoines ne suffiront pas pour stabiliser la dette publique. Pour ce qui est de la Belgique, le Bureau Fédéral du Plan estime que la dette publique du pays devrait augmenter de 104,7% du PIB en 2024 à environ 120,8% en 2030<sup>54</sup>. Pour stabiliser la dette par la seule voie fiscale, il faudrait donc trouver 16% du PIB en 6 ans, donc près de 2,7% de PIB (16/6) par an. Sachant que le PIB belge équivaleait à 614 milliards d'euros en 2024, l'opération supposerait de capter par l'impôt 16,578 milliards d'euros chaque année. Cet objectif s'avère terriblement ambitieux. En fait, le parti le plus à gauche représenté au parlement du pays, à savoir le PTB, estime que sa taxe des millionnaires permettra de dégager 11 milliards d'euros par an. C'est donc 50% trop peu.

Pour un pays comme la France, les données du problème sont les suivantes. Le Produit Intérieur Brut (PIB) en 2025 est estimé à près de 2.920 milliards d'euros. Il est attendu de la dette publique de l'Hexagone qu'elle passe de 115 en 2025 à 120% du PIB d'ici 2030. Il s'agit là d'une augmentation de 5 points de pourcentage (p.p.) en 5 ans. Pour stabiliser la dette publique française, il faudrait donc recueillir pour l'équivalent d'un pourcent du PIB par an, autrement dit près de 30 milliards d'euros.

Là encore, la nécessaire amélioration de la redistribution fiscale en France ne va pas permettre de stabiliser la dette publique. En effet, le rendement net estimé de la taxe Zucman se situe au maximum entre 15 et 20 milliards d'euros chaque année. Ces constats doivent nous inviter à ouvrir également le champ des interrogations du côté de ce que les banques centrales pourraient mettre en œuvre du côté des politiques monétaires pour soulager les Etats.

## Banques centrales et dettes

Avant tout, dissipons un malentendu. Lorsqu'il est question de repérer une influence des banques centrales sur les taux d'intérêt, on ne parle pas des manipulations des taux directeurs par la BCE. Expliquons-nous.

La BCE dispose de la possibilité d'intervenir sur trois taux, à savoir le taux de la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal. Tout d'abord, le taux de la facilité de dépôt désigne la rémunération perçue par les banques quand elles déposent des fonds pour vingt-quatre heures auprès de la BCE. Quant au taux des opérations principales de refinancement, il correspond au taux d'intérêt que les

---

<sup>54</sup> Bureau Fédéral du Plan, Perspectives économiques 2025-2030 pour la Belgique : une croissance un peu supérieure à 1%, un taux d'emploi qui progresse mais un déficit public qui se creuse, communiqué de presse du 11 juin 2025, p.3. Url: [https://www.plan.be/sites/default/files/documents/PRESS\\_20250611\\_FR.pdf](https://www.plan.be/sites/default/files/documents/PRESS_20250611_FR.pdf). Date de consultation: 26 novembre 2025.

banques doivent régler quand elles empruntent des liquidités auprès de la BCE pour une semaine. Lors de ces opérations, les banques doivent également fournir des sûretés à la BCE à titre de garanties. Enfin, le taux de la facilité de prêt marginal porte sur le taux de remboursement des liquidités empruntées par les banques auprès de la BCE pour une durée de vingt-quatre heures.

Autrement dit, la BCE n'agit que sur des taux de court terme (au maximum, une semaine). Or, comme nous l'avons vu, les taux correspondant aux emprunts d'Etat peuvent porter sur de longues périodes. On parle dans le jargon de maturité d'un bon. En Belgique, on retrouve des maturités portant le plus souvent sur une période de dix ans mais certaines maturations peuvent s'étendre jusque 2071. Il s'agit là d'une donnée que l'on retrouve dans de nombreux pays européens. En France, les OAT (Obligations Assimilables du Trésor) présentent des maturités s'étendant de 2 à 50 ans, tandis que pour des besoins de trésorerie de court terme, le Trésor utilise des BTF (Bons du Trésor à taux fixe) ayant une maturité de moins d'un an. En Allemagne, les Deutsche Bunds peuvent aller jusqu'à 30 ans.

Le taux de ces obligations de long terme est intégralement déterminé par les marchés financiers (et par ricochet, les taux hypothécaires sauf dans le cas des prêts à taux variables, lesquels sont davantage influencés par les taux de court terme, comme nous l'a si magistralement enseigné la crise des emprunts subprime). Pour comprendre ce point, il faut bien envisager la distinction -ainsi que la relation- entre les marchés primaire et secondaire des dettes publiques. Le marché primaire désigne le marché des obligations neuves émises par un Etat tandis que le marché secondaire correspond au marché de l'occasion des obligations quand les acteurs de marché se les échangent entre eux. Si à un moment donné, ces mêmes marchés se mettent à douter de la capacité d'un Etat à disposer des ressources permettant d'assurer l'amortissement de sa dette, le taux d'intérêt sur le marché secondaire va grimper puisque le taux d'intérêt correspond à la prime de risque du créancier. Dans ces conditions, le taux des nouvelles obligations émises va lui aussi augmenter.

Si la BCE prêtait directement de l'argent aux Etats selon un taux réel discrétionnaire le plus bas possible (et pourquoi pas un taux nul ?), on entend souvent dans nos milieux syndicaux que les Etats pourraient, pour le dire familièrement, s'endetter pour moins cher<sup>55</sup>. Pour ses partisans, cette solution présenterait une utilité économique plus grande pour les finances publiques. Dans ces conditions, passer par les marchés représente un tribut accordé à ces derniers.

La théorie monétariste, qui guide de près l'action de la BCE, prétend exactement le contraire. Pour ce courant porté par l'économiste Milton Friedman (1912-2006), l'inflation a toujours des causes monétaires. Aussi, le financement direct du Trésor par les banques centrales est-il

---

<sup>55</sup> Olivier Bonfond, Sans l'article 123 du Traité de Lisbonne. La dette belge serait en-dessous de 50% du PIB!, Cepag (FGTB wallonne), novembre 2014. L'absence des formules ayant permis de calculer ces totaux rend difficilement critiquables ces chiffres en tant que tels. Davantage de transparence aurait évidemment permis une exploitation plus collective des données dans le cadre du mouvement social.

à proscrire dans la mesure où la création monétaire qu'il suppose (*faire jouer la planche à billets* selon le dicton populaire) se traduira inévitablement, selon Friedman, par une augmentation plus ou moins brutale de la masse monétaire. Chez Friedman, la monnaie est une marchandise comme les autres.

Un excès d'offre entraînera une dépréciation qui aura pour effet, en retour, une poussée inflationniste. Le monétarisme constitue la base théorique de l'action des banques centrales depuis le début des années 1980. C'est sans doute en Europe, où l'indépendance de la BCE a été poussée à un niveau maximal -bien au-delà de ce qui existe aux Etats-Unis et au Japon-, que la théorie monétariste a été poussée à son niveau le plus radical. C'est ainsi que la BCE a manifesté récemment une lenteur finalement bien alarmante à baisser ses taux directeurs à court terme, se privant ainsi d'influencer, même de loin, les taux sur les marchés en Europe.

La chose a même fini par surprendre la rédaction du Financial Times, pourtant peu réputée pour des penchants hétérodoxes, qui s'est, à juste titre, inquiétée, il y a un an, de la lenteur de la BCE à baisser ses taux pour soutenir la relance de l'économie européenne<sup>56</sup>. Le taux de facilité de dépôt est passé de 3% en janvier à 2,75% un mois plus tard puis 2,50% en mars et 2,25% en avril. Il a fallu attendre le mois de juin pour voir ce taux passer à 2%. Depuis, c'est l'encéphalogramme plat alors que les perspectives de croissance sont très modérées pour 2025 (1,3%) et annoncées en baisse en 2026 (1,2%).

Si l'on pense que la piste de la création monétaire s'avère plus crédible que l'illusion, dangereuse, de l'annulation de la dette, il reste à évaluer son potentiel inflationniste, ce qui nous permettra de fortement relativiser l'intérêt intellectuel du logiciel monétariste, guidant hélas encore trop fréquemment l'action des banquiers centraux, spécialement sur le Vieux Continent, mais aussi d'éviter les perspectives simplistes. En réalité, la monétisation des dettes ne provoque pas automatiquement de l'inflation.

En effet, si la conjoncture se caractérise par une tendance à la thésaurisation, la création monétaire ne se traduit pas nécessairement par un surcroît d'inflation. Par exemple, au Japon durant les années 1990, la Banque centrale s'est caractérisée par un activisme monétaire intense. Pour autant, le pays n'a pas connu une grande embardée inflationniste puisque la morosité économique régnant à cette époque sur l'Archipel se caractérisait par une déflation, laquelle se traduisait par une faible consommation de la part des ménages et un sous-investissement dans le chef des entreprises.

On a retrouvé une situation similaire en Europe et aux Etats-Unis lors de la crise des subprimes. En fait, tant au Japon, il y a trente ans, qu'après la crise de 2008, la monnaie supplémentaire émise avait surtout pour mission de calmer les marchés. C'est pour cette raison que le pouvoir d'achat des ménages n'a pas été sensiblement renforcé. Le but des activités de *quantitative easing* de la BCE et de la Fed visaient, en effet, à remettre de la

---

<sup>56</sup> Financial Times, ECB has been too slow to cut rates. Eurozone economists warn, édition mise en ligne du 4 janvier 2025.

liquidité dans les rouages du crédit interbancaire alors que les banques européennes faisaient face à une crise de solvabilité sans précédent depuis les années 1930. Au contraire, si l'économie est proche du plein emploi, l'injection d'un supplément de masse monétaire peut conduire à une remontée de l'inflation. Afin de produire des chiffres, nous avons mis en œuvre un modèle de type Modèle DSGE/IS-LM (fortement simplifié) puis une approche post-keynésienne. L'idée n'était pas de multiplier les références éclectiques.

En réalité, ce travail vise à répondre à une critique de militants estimant qu'anticiper un sursaut inflationniste en cas de monétisation des dettes représentait une vision du monde trop conservatrice. Il est vrai que l'adoption d'un modèle d'évaluation basé sur la théorie quantitative de la monnaie conduit très (trop ?) rapidement à estimer que l'inflation guette au coin du bois les partisans d'une monétisation des dettes. Nous verrons que les modèles de la nouvelle économie keynésienne mais aussi post-keynésienne invitent également à la prudence ; il se trouve que sans proposer des taux d'inflation aussi élevés que l'approche monétariste, les hypothèses des courants de la nouvelle économie keynésienne et post-keynésiens ne permettent pas de banaliser les opérations de monétisation, spécialement quand elles concernent de larges portions du PIB pendant de longues périodes.

Passons maintenant aux conclusions de cet exercice de modélisation en commençant par la nouvelle économie keynésienne<sup>57</sup>. Pour rappel, un modèle IS-LM consiste en une représentation grossière de l'économie permettant d'anticiper comment le taux d'intérêt et le niveau de production s'équilibrent simultanément sur le marché des biens et services (courbe IS) et sur le marché monétaire (courbe LM).

Dans cette optique, on distingue le marché des biens et services (IS) pour lequel l'offre est égale à la demande. Le point d'équilibre sur cette courbe correspond aux combinaisons de taux d'intérêt et de niveau de production pour lesquels l'investissement est égal à l'épargne. En ce qui concerne le marché de la monnaie (LM), l'offre et la demande de monnaie sont identiques. Le point d'équilibre sur cette courbe correspond aux combinaisons de taux d'intérêt et de niveau de production. Pour chacune de ces combinaisons, la demande de monnaie est satisfaite par l'offre. Il s'agit d'une représentation très sommaire de la vie économique axée sur le court terme et qui suppose des prix fixes dans le cadre d'une économie fermée (c'est-à-dire sans aucun échange avec l'extérieur). En suivant ce type de courbe, on peut identifier la production et le taux d'intérêt d'équilibre pour l'économie dans son ensemble mais aussi montrer l'impact des politiques budgétaires (qui conduisent à des déplacements de la courbe IS) et monétaires (qui modifient la courbe LM).

Pour sa part, le modèle DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium* ou modèle d'équilibre général) se caractérise par un niveau conceptuel plus élevé. Ce modèle a pour base les fondements de la théorie de l'équilibre général de façon à préciser les interactions entre

---

<sup>57</sup> Pour plus de détails Stiglitz, J & Walsh.C, Principes d'économie moderne, De Boeck, Louvain-la-Neuve (Belgique), 2004

tous les agents économiques rationnels dans une économie en intégrant la notion de temps. Une des limitations des modèles DGSE tient à ce qu'ils renvoient à un grand nombre de paramètres, lesquels excèdent, et de loin, la portée de ce texte. Cette difficulté oblige « les chercheurs » à fixer *a priori* la valeur d'une partie d'entre eux. Le problème est que cette calibration n'est en grande partie pas basée sur des connaissances bien établies théoriquement ou empiriquement, et demeure extrêmement floue »<sup>58</sup>. Dans la mesure où notre objectif consiste avant toute chose à donner des ordres de grandeur, il nous est impossible d'arriver au niveau de précision requis par un travail d'analyse tel que requis par des instances internationales comme le FMI ou des banques centrales. Voilà pourquoi nous avons, et cela constitue une limite de ce travail, opté pour une combinaison simplifiée DSGE/IS-LM appartenant à l'école dite de la nouvelle économie keynésienne. De manière assez sommaire, on précisera que ce cadre théorique postule une rigidité des prix et des salaires ainsi que la lenteur de leur ajustement, à l'opposé des modèles néoclassiques dans lesquels les prix s'ajustent rapidement de manière à assurer un équilibre de marché. L'hypothèse de rigidité nominale des prix et des salaires est centrale dans l'approche néokeynésienne. Les prix et les salaires s'ajustent donc lentement aux modifications de demande ou d'offre. Contrairement aux modèles keynésiens originels qui postulaient l'existence d'une rigidité en raison de facteurs exogènes (notamment les relations industrielles et/ou la conflictualité sociale), l'école néokeynésienne fonde explicativement ces rigidités à partir des comportements rationnels sur un plan microéconomique correspondant à une situation de concurrence imparfaite.

Dans ce cadre, les entreprises jouissent d'un pouvoir de marché (concurrence monopolistique) qui leur donne la possibilité de fixer les prix (elles sont « faiseuses de prix » ou *price maker*), contrairement à l'hypothèse de concurrence pure et parfaite des modèles néoclassiques dans lesquels elles sont preneuses de prix (*price taker*). De surcroît, des normes socioéconomiques visant à préserver l'engagement productif des salariés rendent impossible la baisse des salaires en période de récession, même dans des périodes de chômage de masse.

De manière très synthétique (et grossièrement incomplète), on dira de ces modèles qu'ils combinent la puissance de synthèse des courbes IS/LM en intégrant des bases davantage dynamiques propres aux modèles DGSE. Dans le cas qui nous occupe, à savoir la question de l'impact inflationniste de la monétisation des dettes, une relation d'inertie pourra être envisagée qui correspond à un chassé-croisé entre les prix et les salaires.

Dans ce cadre, les prix et les salaires s'ajustent progressivement dans le temps plutôt qu'immédiatement, ce qui se traduit par l'installation d'un cercle vicieux où les anticipations d'inflation influencent à la fois les décisions de tarification et de négociation salariale, les unes faisant pression à la hausse sur les autres. Au total, on s'aperçoit avec ce modèle très simplifié que tant la Belgique que la France peuvent entrer dans des dynamiques très inflationnistes, voire hyperinflationnistes en cas de monétisation des dettes, spécialement si le volume de

---

<sup>58</sup> Olivier Blanchard, Sur les modèles macroéconomiques in Revue de l'OFCE, Où va l'économie, n°153, décembre 2017, p.319.

dettes monétisé est important en pourcentage du PIB. Pour le surplus, il faut mentionner que la modélisation proposée prend comme hypothèse de départ une inflation de base stabilisée à 2%.

#### Figure 1. Impact inflationniste de la monétisation de la dette sur la Belgique en %

##### Monétisation = 10% PIB

- T1 : 2,05%
- T4 : 2,80%
- T12: 3,75%
- T40: 6,20%

##### Monétisation = 25% PIB

- T1: 2,30%
- T4 : 4,50%
- T12: 7,60%
- T40: 15,5%

##### Monétisation = 50% PIB

- T1 : 2,7%
- T4 : 6,8%
- T12: 14,2%
- T40: 40%

##### Monétisation = 100% PIB

- T1 : 3,4 %
- T4 : 12,5 %
- T12: 40%+
- T40: **hyperinflation** (600% au minimum en base annuelle)

Avec la formule proposée dans le cadre des travaux de la FGTB wallonne sur la monétisation des dettes menés en 2014, à savoir une monétisation intégrale de la dette publique belge sur pratiquement deux décennies, le pays serait entré en situation d'hyperinflation. Dans les cas de monétisation plus faibles en pourcentage du PIB, on ne doit s'interroger sur un potentiel impact inflationniste qu'au bout de périodes plus longues. Evidemment, plus le montant du PIB monétisé est faible, plus la période antérieure à un niveau d'inflation au-delà de 6% est longue. Par exemple, en monétisant la dette de la Belgique à un niveau de 10% du PIB, on peut appliquer cette politique pendant presque 40 trimestres.

En ce qui concerne la France, il nous est possible de produire les ordres de grandeur suivants.

**Figure 2. Impact inflationniste de la monétisation de la dette sur la France en %**

**Monétisation=10% du PIB**

- T1: **2%**
- T4: **2,7%**
- T12: **3,5%**
- T40: **5,8%**

**Monétisation=25% du PIB**

- T1: **2,25%**
- T4: **4,2%**
- T12: **7%**
- T40: **14%**

**Monétisation=50% du PIB**

- T1: **2,65%**
- T4: **6,3%**
- T12: **13%**
- T40: **36%**

**Monétisation = 100 % du PIB**

- T1: **3,3%**
- T4: **11.5%**
- T12: **35%**
- T40: **hyperinflation (effondrement monétaire)**

On peut poser les mêmes constats pour la France qu'au sujet de la Belgique. On notera toutefois qu'en raison de l'indexation des salaires, le tableau d'ensemble est plus inflationniste en Belgique qu'en France. On peut cependant s'interroger sur la capacité de maintenir sur une période de 40 trimestres des politiques de monétisation même plus faibles qu'en Belgique. En effet, il se pourrait fort bien que l'acceptabilité sociale d'une politique impliquant un niveau d'inflation supérieur à 3-4% par an soit nettement plus faible outre-Quiévrain que chez nous puisque l'indexation automatique des salaires a été supprimée en France, il y a déjà de cela plus de 30 ans.

Il est clair qu'on ne peut pas imaginer raisonnablement (mais ces choses se sont déjà vues) des politiques de monétisation se dérouler sur 40 trimestres, c'est-à-dire durant une décennie. Cela dit, la proposition émise par la FGTB wallonne porte théoriquement sur la dette belge pour une période de 20 ans, c'est-à-dire 80 trimestres. En revanche, une dynamique de monétisation qui durerait deux ans et concernerait 10% du PIB n'a rien d'exagéré et se solderait par un niveau d'inflation globalement acceptable, à condition qu'une indexation des salaires soit mise en œuvre naturellement. En fait, on voit déjà que sur une période de 24 mois, les pressions inflationnistes peuvent s'avérer handicapantes si une socialisation a priori moyenne de la dette est mise en œuvre (c'est-à-dire entre 25 et 50%) avec des taux d'inflation qui, au bout de ce laps de temps, finiraient par dépasser les 6-7%. On se rapproche dangereusement du seuil classique des 10%, au-delà duquel l'inflation est toxique (pour plus de détails concernant les formules utilisées dans notre estimation de l'impact de l'inflation, voir annexe 2). En tout état de cause, une augmentation des salaires de 14%, ce qu'implique l'indexation des salaires chez nous, pour une socialisation durant trois ans d'un volume de 50% de la dette, dégraderait fortement la compétitivité de l'économie belge, en l'absence d'une monnaie à dévaluer. Cette dimension peut conduire à penser que cet impact serait également problématique pour une économie de plus grande taille et moins dépendante de ses exportations, comme c'est le cas de la France.

Afin d'éviter tout malentendu, rappelons que les ordres de grandeur retracés de manière assez grossière correspondent à un cadre théorique particulier, à savoir l'école néokeynésienne. La monétisation des dettes publiques peut également être analysée au prisme des théories postkeynésiennes. Ces dernières présentent l'avantage sur la nouvelle école keynésienne de ne pas raisonner en termes d'équilibres. Ce réalisme des hypothèses permet évidemment de ne pas nécessairement se perdre en conjectures sur les fondements microéconomiques de la macroéconomie et, au contraire, de directement aborder les phénomènes monétaires en tant que tels. Il s'agit là d'une perspective évidemment plus qu'intéressante dans la mesure où elle correspond clairement à la distinction opérée par Keynes entre la macro et la microéconomie, au lieu d'un distinguo économie monétaire versus économie réelle.

Voilà pourquoi, sans nier que la monétisation est susceptible de causer de l'inflation, la pensée post-keynésienne offre l'avantage de proposer un espace de réflexion à proprement parler macro-économique en prenant la peine de se concentrer sur l'usage qui sera fait de la monnaie créée, de la distribution des revenus et des institutions qui allouent le crédit. On notera que dans l'optique post-keynésienne, le taux d'intérêt est exogène car fixé par la banque centrale. L'offre de monnaie, pour sa part, est endogène et déterminée par les banques commerciales. Pour les post-keynésiens, il n'existe pas de taux d'intérêt naturel, d'où leur rejet de la courbe LM. C'est là une différence majeure avec le courant de la Nouvelle économie keynésienne.

De surcroît, en prêtant davantage attention aux institutions, les post-keynésiens envisagent davantage les effets en retour de la politique monétaire sur la distribution des revenus et les

dynamiques de croissance qu'elle suppose. Pour le dire simplement, une baisse des taux d'intérêt organise un transfert de la part des ménages dont la propension marginale à épargner est élevée vers ceux se caractérisant par des propensions à consommer plus fortes<sup>59</sup>.

Dans ces conditions, la monétisation des dettes en tout ou en partie n'est pas nécessairement inflationniste. Le lien de cause à effet est moins marqué qu'au sein de la nouvelle école keynésienne. Les effets inflationnistes sont notamment fonction chez les post-keynésiens du fait d'être ou non en situation de plein emploi ou de connaître une contrainte d'offre, vu l'absence de capacités disponibles permettant de produire plus. Plus les capacités sont oisives (la littérature anglo-saxonne parle de *slack*), plus l'impact inflationniste sera faible.

En outre, selon que la demande effective s'avère faible - ou faible mais avec éventuellement un pouvoir de négociation élevé du côté du collectif des salariés-, le niveau général des prix aura tendance à augmenter plus ou moins rapidement. Si la monnaie est injectée directement dans la consommation ou la production, là encore, l'effet sera plutôt inflationniste dans le premier cas de figure et nettement moins dans l'autre. Si le tissu économique est caractérisé par une grande concentration des acteurs économiques, les entreprises en position dominante auront tendance à augmenter plus facilement leurs prix pour maintenir leurs marges.

Si cette injection monétaire a pour cadre un pays ayant déjà connu des épisodes de forte inflation, les anticipations inflationnistes seront plus fortes, de telle sorte qu'elles finiront par revêtir la forme de prophéties auto-réalisatrices, notamment via le marché des changes avec un risque de fuite des capitaux. C'est un schéma que l'on retrouve fréquemment dans des pays d'Amérique latine qui ont déjà connu des périodes d'hyperinflation, comme l'Argentine par exemple. En outre, si dans certaines filières, des pénuries éclatent, là aussi, la dynamique inflationniste risque d'être plus forte encore. A nouveau, c'est une configuration que l'on retrouve en Amérique latine quand des gouvernements progressistes lancent des initiatives de développement industriel se soldant par une augmentation des importations de biens d'équipement à haute valeur ajoutée.

On peut établir le tableau suivant pour la France et la Belgique : avec l'approche post-keynésienne, puisqu'une attention prioritaire est portée aux facteurs institutionnels, l'existence d'une politique d'indexation des salaires chez nous étant susceptible d'autoalimenter l'inflation davantage qu'en France, il convient de scinder les ordres de grandeur pour chacun des deux pays. Pour la France, on obtient les ordres de grandeur suivants.

---

<sup>59</sup> Piégay Pierre, Rochon Louis-Philippe, « Théories monétaires post-keynésiennes » in Économie appliquée, tome 57 n°4, Décembre 2004. pp. 163-186.

**Figure 3. Impact inflationniste de la monétisation des dettes en France (optique post-keynésienne)**

**Monétisation=10% PIB**

- Scénario A (fort slack, investissements très majoritaires au détriment des transferts de consommation) : Trimestre (T1) : **2,3%** → T4 : **2,1%** → T12 : **2,0%**
- Scénario B (slack modéré, transferts partagés entre transferts et consommation : T1 : **3,5%** → T4 : **3,0%** → T12 : **2,5%**)
- Scénario C (slack faible, transferts massifs) : T1 : **6,0%** → T4 : **8,0%** → T12 : **10,0%**.

**Par transferts massifs, on désigne des transferts supérieurs ou égaux à 10% du PIB.**

**Monétisation = 25% PIB**

- Scénario A : T1 : **3,5%** → T4 : **2,9%** → T12 : **2,5%**
- Scénario B : T1 : **10,0%** → T4 : **8,0%** → T12 : **6,0%**
- Scénario C : T1 : **25,0%** → T4 : **35,0%** → T12 : **45,0%**

**Monétisation = 100% PIB**

- Scénario A : T1 : **7,0%** → T4 : **5,0%** → T12 : **4,0%** (si investissement productif massif et aucun problème de capacité, ce qui est fort improbable)
- Scénario B : T1 : **40%** → T4 : **60%** → T12 : **80%** (forte inflation liée aux transferts)
- Scénario C : T1 **100%+** → T4 **hyperinflation** (centaines %/an) → T12 **effondrement monétaire/hyperinflation (scénario de type Venezuela entre 2016 et 2022)**

En ce qui concerne la Belgique, on peut pointer les tendances suivantes.

**Figure 4 Impact inflationniste de la monétisation des dettes en Belgique (optique post-keynésienne)**

**Monétisation = 10 % PIB**

- Scénario A : T1 : **2,5%** → T4 : **2,3%** → T12 : **2,1%**.
- Scénario B : T1 : **4,5%** → T4 : **4%** → T12 : **3,2%**.
- Scénario C : T1 : **8,5%** → T4 : **12%** → T12 : **16%**.

**Monétisation = 25 % PIB**

- Scénario A : T1 : **5%** → T4 : **3,8%** → T12 : **3%**
- Scénario B : T1 : **15%** → T4 : **20%** → T12 : **300%**
- Scénario C : T1 : **40%** → T4 : **120%** → T12 : **300%** (spirale hyperinflationniste accélérée par l'indexation automatique des salaires)

**Monétisation = 100 % PIB**

- Scénario A : T1 : **12%** → T4 : **9%** → T12 : **7%** (si investissement productif massif et absorption de la totalité de la production, ce qui est peu probable).
- Scénario B : T1 : **150%** → T4 : **400%** → T12 : **hyperinflation**.
- Scénario C : T1 : **500%+** → T4-T12 : **hyperinflation**.

L'existence d'un mécanisme d'indexation salariale, même s'il devait être partiel comme ce devrait être le cas l'année prochaine, fragilise la Belgique. Toutes choses égales par ailleurs, une transmission **prix → salaires → prix** peut s'y installer plus rapidement.

En tout état de cause, on peut considérer que la proposition du CEPAG en 2014 conduirait inévitablement à un scénario hyperinflationniste puisqu'il s'agit d'une monétisation proche des 100% pendant plus de douze trimestres, avec de forts transferts puisque la dette publique, comme vu auparavant, vient financer chez nous des dépenses sociales et de salaires des fonctionnaires. Rappelons que ces chiffres, étant donné le caractère rudimentaire de nos hypothèses, constituent avant toute chose des ordres de grandeur. En tout état de cause, l'analyse post-keynésienne invite à consacrer la monétisation de la dette à l'investissement et au développement des forces productives en lieu et place d'une subsidiation de la consommation.

De manière assez contre-intuitive pour nos milieux militants, qui parfois surestiment le politique au détriment de l'économique, on fera remarquer que les modèles post-keynésiens jugés dans nos sphères comme étant plus « à gauche » se montrent plus sensibles quant à l'impact inflationniste de la monétisation des dettes que ceux de la nouvelle économie keynésienne, réputés plus « centristes ». Certes, le courant post-keynésien postule que « la monétisation n'est pas inflationniste en soi », pourtant quand on soumet ces modèles à un test empirique, ils présentent des données plus explosives quand on en arrive à des niveaux de monétisations très importants. La chose s'explique par le fait que dans l'optique de la

nouvelle économie keynésienne, les banquiers centraux passent à l'action dès que l'inflation dépasse un certain niveau (pour les férus de théorie, on applique la règle de Taylor pour parvenir à estimer l'impact de l'activité des banquiers centraux). Des chiffres auraient pu être produits à ce propos. Nous avons choisi de ne pas les exposer afin de ne pas noyer le lecteur dans un océan de données quantitatives.

En revanche, dans la logique des modèles post-keynésiens, en l'absence de règle de Taylor, la banque centrale est plus passive. Il n'y a pas de cible d'inflation et, de ce fait, la boucle de rétroaction prix-rémunération des facteurs ne fait pas l'objet d'une stabilisation. Autrement dit, en cas de forte monétisation des dettes durant une grande période, ces modèles présentent une inflation qui s'emballe plus vite.

En fin de compte, les modèles post-keynésiens se caractérisent par une résilience certaine à des formules modérées de monétisation de l'ordre de 5% du PIB. En revanche, en cas de gros choc monétaire, l'inflation s'emballe jusqu'à déboucher sur de l'hyperinflation, là où le courant de la nouvelle économie keynésienne propose l'hypothèse d'une action déterminée de la banque centrale pour empêcher l'installation dans une dynamique hyperinflationniste.

Il nous reste à intégrer maintenant la critique de la Théorie monétaire moderne (TMM). Cette dernière, dans une optique plus normative que descriptive, estime que l'Etat, via sa banque centrale, doit monétiser ses dettes. L'Etat ne peut donc manquer de la monnaie qu'il crée. Dans ces conditions, la monétisation des dettes s'avère fort normale. Elle constitue même un des rouages fondamentaux d'une économie normale. La seule limite à cette monétisation des dettes n'est pas de nature financière ou comptable mais renvoie d'abord à un enjeu inflationniste, intrinsèquement lié à un seuil limite du plein emploi des facteurs de production, travail (L) comme capital (K). La réalité permet pourtant de pointer que les banques créent de la monnaie. Le monde auquel renvoie la TMM est peut-être davantage aussi « irréaliste » que le courant néoclassique. De par cette nature fort programmatique, ce programme de recherche s'avère délicat à mettre en œuvre, mais pas impossible comme nous allons le voir plus tard, dans le cadre d'une tentative de discernement de l'impact d'une monétisation des dettes sur l'inflation en Belgique ou en France. On notera encore que le cadre théorique de la TMM n'intègre pas de boucles de rétroaction prix-salaires dans ses hypothèses. Il s'agit là d'une faiblesse qui rend difficilement testables les propositions de la TMM dans un cadre post-keynésien. Les choses se compliquent davantage du fait d'un développement encore balbutiant des modélisations posant des corrélations entre créations monétaires dans le champ de la TMM. Pour autant, l'observateur n'est pas non plus complètement démunie.

Il est, en effet, possible d'appliquer un modèle de type stock-flux cohérents (SFC<sup>60</sup>) qui va permettre de retracer la cohérence comptable entre des stocks, patrimoine comme de dette, et l'ensemble des flux monétaires dans l'ensemble de l'économie. La pierre angulaire des

---

<sup>60</sup> Godley, W & Lavoie, M. Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth, Palgrave Macmillan, Basingstoke (UK), 2012 (2ème édition).

modèles SFC est que les injections de flux font varier les stocks et les niveaux des stocks sont influencés par ces flux. Cette approche permet de retracer les transactions (flux) de manière cohérente avec un niveau de stock en se basant sur la Matrice des Comptes de Secteurs de la comptabilité nationale qui estime les flux entre les différents secteurs de l'économie (ménages, entreprises, gouvernement, secteur étranger, banque centrale) et l'état des stocks pour chacun desdits secteurs. Dans cette optique, le lien avec l'inflation se pose de la façon suivante.

Dans la logique du modèle SFC, toute monétisation de la dette publique augmente les revenus des ménages et donc favorise la consommation, jusqu'au moment où la production destinée à la satisfaire arrive à un goulet d'étranglement. Le lien avec l'inflation est donc posé. Nos calculs (formule: voir annexe 3) ont donné ce qui suit pour la France et la Belgique. En ce qui concerne la patrie de Voltaire, on observe ceci :

#### **Figure 5. Impact de la monétisation des dettes publiques en France (optique MMT)**

France

Monétisation = 10% PIB

- T1 : **2,3%**
- T4 : **2,5%**
- T12: **2,6%**
- T40: **2,8%**

Monétisation = 50% PIB

- T1 : **3%**
- T4 : **4,8%**
- T12: **6,5%**
- T40: **9,5%**

Monétisation = 100% PIB

- T1 : **4%**
- T4 : **8,5 %**
- T12: **21,5 %**
- T40: **hyperinflation**

Avant de livrer des synthèses, on rappellera que ces estimations, très grossières, ont surtout pour but de permettre d'y voir plus clair et de dégager des ordres de grandeur. En tout état de cause, le modèle proposé par la FGTB wallonne, puisqu'il suppose une monétisation intégrale des dettes sur plusieurs décennies, aurait donc débouché sur une vague d'hyperinflation.

Notons que cette conclusion est aussi le fait de la théorie monétaire moderne (TMM) réputée moins sensible à l'inflation. Moins « à droite », dit-on de manière un peu rapide dans nos milieux. La sensibilité à l'inflation propre à un courant n'a pourtant pas grand-chose à voir

avec le positionnement idéologique d'une école particulière. On en voudra précisément pour preuve que les modèles post-keynésiens sont nettement plus sensibles à l'inflation que la nouvelle économie keynésienne, alors même que ce courant a notoirement encouragé à des synthèses entre les perspectives keynésienne et marxiste. De ce point de vue, d'ailleurs, la particularité épistémologique de l'école post-keynésienne, visant à travailler à partir des hypothèses les plus réalistes possibles, n'est évidemment pas sans faire penser aux orientations globales du matérialisme historique comme méthode d'interrogation de la réalité sociale.

Pour la Belgique, on obtient des résultats assez semblables. En voici le détail.

#### **Figure 6. Impact de la monétisation des dettes publiques en Belgique (optique MMT)**

Belgique

Monétisation = 10% PIB

- T1: **2,5%**
- T4: **2,9%**
- T12: **3,2 %**
- T40: **3,6 %**

Monétisation = 50% PIB

- T1: **3,5 %**
- T4: **6,0 %**
- T12: **10.0 %**
- T40: **21%**

Monétisation = 100% PIB

- T1 : **5,5%**
- T4: **16 %**
- T12: **40%**
- T40: **hyperinflation**

On s'aperçoit que dans ce cadre théorique, les ordres de grandeur établis pour la Belgique sont plus proches de la France que dans le cas d'une modélisation ancrée dans le post-keynésianisme. La chose s'explique notamment par le fait que les boucles prix-salaires et l'hypothèse d'un conflit de répartition ne correspondent pas aux hypothèses de la TMM. En tout état de cause, les propositions de monétisation intégrale de la dette publique belge durant une vingtaine d'années auraient bien débouché sur de l'hyperinflation chez nous<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Bonfond, op.cit, 2014.

Plus fondamentalement, nous pouvons nous interroger : quand on regarde des ordres de grandeur pour des montants de monétisation plus faibles durant des périodes plus courtes, on voit qu'on a affaire à des poussées inflationnistes équivalant parfois à 8-9%. En imaginant que l'indexation des salaires et des prestations sociales soit maintenue en Belgique ou rétablie en France, on peut se demander comment une population globalement âgée réagira face à ces vagues d'augmentation. On peut, en tout cas, s'interroger sur l'acceptabilité sociale d'une inflation de ce niveau dans des sociétés où les plus de 50 ans représentent la majorité de la population. A cet âge, on peut supposer (mais ce n'est qu'une supposition à discuter plus profondément par ailleurs bien entendu) que la plupart des ménages ont déjà terminé de payer leur logement et que l'inflation ne présente plus pour eux l'avantage de faire diminuer la valeur relative de leurs traitements. Dans ces conditions, il est difficile d'imaginer une grande acceptabilité sociale pour ce type de solutions. De surcroît, l'indexation des salaires et des prestations sociales est susceptible d'alimenter une boucle prix-salaires.

Afin d'en terminer avec cette question des taux d'inflation liés à une politique de monétisation des dettes trop peu sélective, il convient encore d'établir, pour les lecteurs français, que même avec un système d'indexation automatique des salaires, une inflation de 6-7% par an peut déjà commencer à faire grincer des temps parmi les travailleurs. En cause, le fait que l'indexation des salaires n'intervient qu'à intervalles réguliers durant l'année. Elle ne se produit donc pas en direct. Les salaires courent donc malgré tout après l'inflation en Belgique, ainsi que le notait le service d'études du PTB (gauche radicale), le décalage dans le temps entre l'augmentation des prix et l'indexation des salaires contribue grandement à ce qu'« entre le moment où les prix augmentent et le moment où le salaire est indexé, les travailleurs subissent une perte de salaire réel qui peut s'accumuler pendant plusieurs mois, en particulier en période de forte inflation»<sup>62</sup>.

En fait, sachant que les loyers sont indexés chez nous, on comprend tout de suite l'intérêt qu'il y a à contracter un emprunt hypothécaire sur 20 ans à taux fixe plutôt qu'être locataire. En fait, avec l'inflation, les travailleurs qui disposent d'un emprunt hypothécaire s'enrichissent puisque la valeur relative de leur remboursement diminue alors que les salariés des grandes villes qui ont davantage tendance à être locataires vivent des moments plus difficiles lors des poussées inflationnistes. Autrement dit, même dans un pays qui a réussi à préserver l'échelle mobile des salaires comme la Belgique, les périodes de forte inflation contribuent à creuser les inégalités. Il y a là un débat à avoir avec nos amis annulationnistes.

### **Sortir de la boîte, c'est possible pourtant!**

Jusqu'à présent, nous avons vu que contrairement à ce que prétendent les monétaristes, toutes les formes de financement du Trésor ne sont pas nécessairement inflationnistes. Seules des périodes très longues et très massives finissent par déboucher sur des taux supérieurs à 10%.

---

<sup>62</sup> Service d'études du PTB, «Vivaldi : les travailleuses et travailleurs ont perdu en moyenne 3 067 euros de salaire réel. La Vivaldi ne fait pas mieux que la Suédoise», novembre 2023, pp.7-8

Comme toujours, tout est, comme nous allons le voir, question d'équilibre. Après tout, nous ne sommes pas condamnés à devoir choisir entre un conservatisme monétaire rigide et une forme de déliaison à l'égard de la réalité, que certains n'hésiteraient pas à qualifier de « gauchiste ». Pour être de bon compte, la proposition qui a servi de balise critique à la rédaction de ce travail prône l'octroi d'un prêt à taux d'intérêt réel zéro octroyé durant une période de 20 ans par la Banque centrale au Trésor. Il a été considéré, dans la suite de ce travail, qu'il s'agissait d'une monétisation *sensu lato* puisque l'amortissement de cette dette devait se faire à coût réel nul et surtout pouvait correspondre tant à des dépenses de consommation qu'à des investissements productifs. La nuance n'est pas mince.

Il faudrait un gouvernement bien vertueux pour résister, dans ces conditions à la tentation de faire tourner la planche à billets, comme l'on dit familièrement, pour faire face à la plus grande part de ses dépenses courantes. On peut raisonnablement penser que ce schéma fonctionnel, comme nous l'avons vu, aurait assez vite débouché sur une situation d'augmentation du niveau des dettes car dans ce cadre, le Trésor serait tenté d'émettre de nouvelles dettes pour amortir la dette précédente. Dans ces conditions, la banque centrale concédera chaque année un prêt créé *ex nihilo* pour rembourser les emprunts précédents. Il est probable que ce schéma d'action débouche sur une dynamique inflationniste.

Nuançons les constats. On ne peut pas écarter d'un revers de la main l'idée de monétiser les dettes publiques. En théorie, un gouvernement pourrait, en effet, destiner la totalité de ces emprunts à l'amélioration de la production et rembourser cet emprunt (conçu comme temporaire, donc pas pendant 20 ans évidemment), ce qui équivaut, du point de vue de la masse monétaire, à le détruire à travers un mouvement de circulation entre bilans comptables (de l'actif vers le passif puis du passif vers l'actif). En effet, la masse monétaire en circulation (la quantité totale de monnaie circulant dans une économie donnée) fluctue perpétuellement au gré des nouveaux emprunts accordés et des anciens crédits remboursés.

Des solutions alternatives existent donc. On songera notamment, avec les Economistes Atterrés, à la possibilité de donner aux banques centrales un rôle d'impulsion majeure dans le financement de la transition écologique. En effet, le crédit bancaire occupe un rôle aujourd'hui résiduel dans le financement des entreprises. Voilà pourquoi il est souhaitable que les banques centrales nationales (que ce soit la Banque de France ou la Banque Nationale de Belgique) puissent imposer aux banques commerciales des objectifs transitionnels dans leur activité de crédit. « Une telle politique serait un premier pas dans l'administration de la sortie de l'économie fossile »<sup>63</sup>. Pour autant, elle ne nuirait pas nécessairement à la croissance du PIB. Par exemple, le renforcement de l'isolation des bâtiments publics et des logements sociaux permet à la fois d'aider la transition et, en stimulant le secteur de la construction, de contribuer à la croissance du PIB.

---

<sup>63</sup> Pierre Funalot, Léo Malherbe, Investir pour la bifurcation écologique ne suffira pas: encadrer le crédit pour sortir des investissements fossiles, Economistes atterrés, 7 novembre 2025. Url:<https://shorturl.at/dcUQ2>. Date de consultation: 6 décembre 2025.

En outre, il ne faut surtout pas rejeter radicalement, loin de là, l'idée d'un prêt à taux zéro de la banque centrale. Les propositions de l'économiste français Frédéric Bocvara vont dans ce sens. Elles partent du constat que les besoins sociaux, après 40 ans d'hégémonie renforcée du capital sur la société, sont aujourd'hui particulièrement importants.

La question de nouvelles pistes de développement se pose donc. Dans cette optique, le pôle bancaire français public existant, que ce soit la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) ou la Banque de la Poste, constitue l'outil idoine pour y parvenir. Chez nous, en Belgique, il serait intéressant de renforcer l'appartenance de Belfius au giron public.

La Banque centrale européenne (BCE), dans ce schéma, va les refinancer à 0%. Dans le même ordre d'idées, un Fonds européen pour les services publics (FESP), alimenté par la création monétaire de la BCE, devrait également être créé. Ces avances seront conditionnées au fait de développer l'emploi, les services publics, les investissements des entreprises porteuses d'emploi et d'écologie. Le développement d'infrastructures et de services publics dans une optique de réindustrialisation constituera également un axe fort de cet outil de financement du développement de l'économie réelle.

On remarquera que les deux projets précités, d'inspiration similaire, envisagent l'octroi de ces crédits à une activité de production, laquelle va engendrer un surcroît de valeur. Cette valeur ajoutée contribue à une stratégie d'annulation de la dette par la stimulation de la production, laquelle rend possible la destruction des prêts et de la création monétaire auxquels ils ont donné lieu. Il s'agit là d'une différence de nature absolument fondamentale. Au passage, on notera qu'il ne s'agit nullement d'une question de niveau des taux d'intérêt puisque la proposition de Frédéric Bocvara se caractérise par un taux d'intérêt nominal négatif alors que dans le cas de la proposition de la FGTB wallonne, c'est le taux d'intérêt réel qui est négatif.

Ces opportunités de croissance du PIB permettent d'améliorer l'emploi et les recettes fiscales. Ce faisant, il sera possible de relancer un véritable cercle vertueux fiscal, lequel passera par l'évaluation et la réorientation des subsides accordés aux entreprises. Actuellement, ces dispositifs ont mobilisé 25 milliards d'euros en Belgique en 2024 (soit 4% du PIB) et 200 milliards en France (soit 6,86% du PIB). Seul le plein emploi des facteurs de production permettra de contrecarrer cette logique prédatrice du capital. Cet exercice passera par la réorientation des aides aux entreprises en leur assignant d'autres critères fonctionnels que la multiplication des postes à bas salaire mais aussi un redéploiement de la démocratie économique et sociale en accordant « un droit de suivi et d'alerte sur les aides aux entreprises, par les salariés, les citoyens et leurs représentants, pas de la bureaucratie »<sup>64</sup>.

Dans le même ordre d'idées, une fiscalité plus redistributive devrait être développée qui permettrait de faire davantage contribuer le capital et la finance au rééquilibrage des comptes publics. Dans cet ordre d'idées, il serait bienvenu de pénaliser, via un taux d'imposition

---

<sup>64</sup> Durand, D, « Un fonds de développement économique, social et écologique européen » in Economie et Politique, n°836-837, mars-avril 2024.

progressif sur les bénéfices, modulé à la hausse pour les entreprises qui utilisent leurs bénéfices pour servir des dividendes et spéculer. En revanche, l'imposition des sociétés devrait être revue à la baisse pour celles qui participent au développement de l'emploi et des salaires. Cette amélioration des conditions d'emploi et de rémunération permettra, dans la foulée, de stimuler les recettes fiscales.

Il devrait également être possible de compléter ces avances en sollicitant l'épargne des citoyens en échange de bons d'Etat. C'est ainsi que le FESP sera abondé en partie via ce canal. Ces titres de dettes seront sortis de la finance de marché, c'est-à-dire qu'ils seront non-négociables sur un marché secondaire par des institutions financières.

Il faut discuter de la faisabilité de ce projet. Comme dans le cas du retour du Circuit du Trésor, on voit bien que cette solution s'oppose aux traités européens actuellement en vigueur. Par contre, contrairement au plaidoyer en faveur du retour en grâce du Circuit du Trésor par préaffectation de l'épargne, la piste du financement à taux zéro d'un fonds de développement par la BCE, en tant que technique de préaffectation du crédit, est quantitativement mieux adaptée à l'augmentation nominale du volume des dettes publiques.

En tout état de cause, on peut se poser la question, non sans ironie, de savoir si vraiment, la BCE est prête aujourd'hui à se convertir au post-keynésianisme. Pour cela, il faudrait que l'Allemagne rompe avec ses préférences doctrinales pour l'ordolibéralisme. Rien ne semble indiquer pour l'heure que le gouvernement Merz soit sur cette longueur d'ondes. S'il est vrai que le gouvernement allemand a récemment lâché le frein de la dette en réponse aux difficultés économiques et sécuritaires qui se posent aujourd'hui à lui, rien n'indique que la patrie de Goethe optera pour la monétisation des dettes.

En effet, l'accumulation des excédents, structurelle en raison de l'adoption de l'euro, a été particulièrement impressionnante en Allemagne. Pour mieux situer les choses, nous allons revenir sur des ordres de grandeur qu'il semble important de rappeler. En 2014, l'Allemagne présentait un excédent du compte courant de 7,5% du PIB. Deux ans plus tard, Berlin battait son record historique avec un excédent du compte courant de 8,9% du PIB. Trois ans plus tard, le solde du compte courant du pays revenait à son niveau de 2014 (respectivement 7,5% et 7% du PIB en 2019 puis 2020). Depuis quelques années, que ce soit suite à l'augmentation des prix des produits énergétiques après l'éclatement de la guerre en Ukraine (2022) et les menaces sur le commerce mondial du fait des tensions entre Washington et Pékin, le solde du compte courant de l'Allemagne a diminué mais reste tout de même important puisqu'il se situait au niveau de 5,9% du PIB en 2023 et 5,8% en 2024<sup>65</sup>, affichant des boni au nominal de respectivement 243 et 249 milliards d'euros.

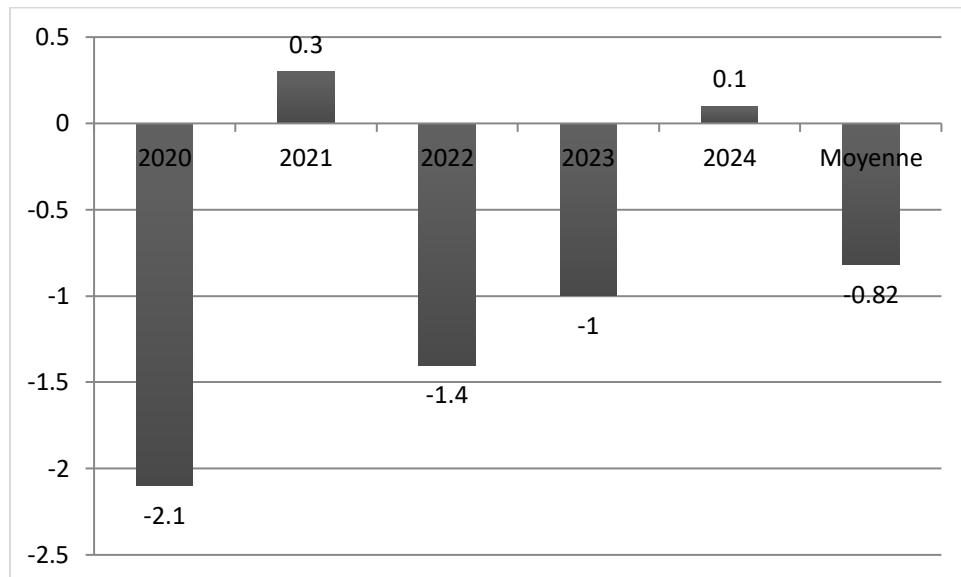
Cette situation contraste fortement avec la situation prévalant en France, pays pour lequel on note un déficit quasi structurel depuis l'adoption de l'euro. Des chiffres plus récents

---

<sup>65</sup> Eurostat, Deutsche Bundesbank, septembre 2025.

confirment cette tendance de fond puisque le solde du compte courant de la France a été négatif en moyenne depuis 2020, comme le graphique qui suit le prouve assez clairement.

**Figure 7. Solde du compte de courant de la France de 2020 à 2024 en % du PIB**



Source: Eurostat, octobre 2025.

Lorsque la France présente des excédents du solde de sa balance courante, ils sont très modestes (0,3% du PIB en 2021 et 0,1% en 2024) et ne parviennent pas à compenser les années de déficit, plus nombreuses et plus profondes. D'où une moyenne négative de -0,8%. Ces considérations ne sont évidemment pas sans incidence pour la petite Belgique puisque l'année 2024 a vu notre pays présenter un solde (légèrement) négatif de sa balance courante (-0,1% du PIB). Pour une petite économie ouverte comme la Belgique, il ne s'agit pas d'une donnée sans intérêt. En effet, alors que la question des aides aux entreprises se pose chez nous, force est de constater qu'elle s'effectue alors que les excédents structurels de l'Allemagne restent importants et que les aides aux entreprises en France sont plus généreuses que chez nous et que le solde de la balance courante française se montre tendanciellement moins déficitaire que par le passé. Plus fondamentalement, on voit bien que puisque l'Allemagne peut s'appuyer sur ses excédents, une réforme de la BCE et de la zone euro ne revêt pas un caractère d'urgence pour elle, contrairement à la France ou la Belgique<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> Il apparaît également que l'amélioration de la position française serait structurellement liée à la baisse des prix des produits énergétiques et à l'augmentation des exportations d'électricité ainsi qu'à l'excédent de la balance des services avec la reprise du tourisme, puisque la France est la plus grande destination touristique mondiale avec 102 millions de visiteurs en 2024. En tout état de cause, en ce qui concerne la demande intérieure, on voit que les dépenses du quotidien ont baissé de 0,9% entre 2023 et 2024. Pour les exportateurs belges (parmi lesquels de nombreuses entreprises wallonnes), l'atonie de la consommation intérieure en France ne peut que faire pression à la baisse sur les prix de nos exportations.

Dans certaines sphères, on retrouve l'idée que sortir de l'euro permettrait de pouvoir à nouveau bénéficier des services d'une banque centrale nationale. Cette dernière disposerait d'un mandat étendu à la croissance et à l'emploi. Par conséquent, elle serait plus susceptible de pratiquer des avances à taux nominal nul pour envisager une relance des industries, en lien avec la transition.

D'un point de vue strictement macro, on peut effectivement supposer qu'une sortie de l'euro pour un grand pays comme la France pourrait déboucher sur une amélioration de sa balance courante à partir de ses exportations de services, notamment ceux liés au tourisme. Pour ce qui est de l'industrie, il serait intéressant d'interroger l'impact désindustrialisant depuis l'adoption de l'euro, moins pour en détailler la configuration macro, que pour en apprécier les implications à un niveau plus méso et plus matérialiste, c'est-à-dire au niveau des secteurs. L'enjeu consisterait alors à voir si, pour certaines branches particulièrement touchées par la désindustrialisation, une sortie de l'euro se solderait par un regain des exportations ou, au contraire, par une pression accrue sur la balance courante, du fait d'un renchérissement des importations, vu la difficulté à faire redémarrer une production industrielle. La question n'a rien de théorique. Elle correspond aux retours que l'on peut recueillir à partir d'un grand nombre de secteurs. En effet, la diminution du niveau d'activités dans certaines branches a conduit à ce que disparaissent des métiers indispensables à un projet de réindustrialisation, comme les soudeurs ou encore les techniciens de maintenance.

En la matière, un important paradoxe réside dans le fait que près de 50% des jeunes formés à des métiers industriels ne trouveront pas à s'employer sur le marché de l'emploi, ou du moins pas dans des métiers industriels correspondant à leur formation, et ce alors que la problématique des pénuries de talents se fait dramatiquement sentir dans les industries en France comme en Belgique. Outre-Quiévrain, « la part des entreprises industrielles en faisant état a atteint 67 % en 2022, un niveau inobservé depuis 1991, la moyenne sur la période 1991-2022 se situant à 32 %. Environ un quart des entreprises industrielles considèrent en outre que les difficultés de recrutement limitent leur production, contre 7 % en 2006 »<sup>67</sup>. On peut, au demeurant, poser les mêmes constats pour la Belgique. Chez nous, « selon l'étude de ManpowerGroup, les profils les plus difficiles à trouver en Belgique concernent les métiers de l'Engineering et Technics (27%), IT & Data (25%), HR (19%), Production (17%), Opérations & Logistique (17%)»<sup>68</sup>. Parmi ces professions, on retrouve bon nombre de fonctions liées aux filières industrielles.

A côté de ces facteurs très concrets et très matériels, il faut encore signaler qu'une politique conçue pour être non-inflationniste peut s'avérer inflationniste du seul fait que les agents

---

<sup>67</sup> La Fabrique de l'Industrie, Pénurie de compétences et réindustrialisation : un étonnant paradoxe, Url: <https://shorturl.at/fa6bw>, Date de consultation: 7 décembre 2025.

<sup>68</sup> Manpower group, Pénurie de talents Belgique 2025, 22 janvier 2025. Url:<https://shorturl.at/bylxD>. Date de consultation: 5 décembre 2025.

économiques s'attendent à ce qu'elle le devienne<sup>69</sup>. Comment interpréter, dans ces conditions, le fait qu'il semblerait qu'une majorité des Français ou des Belges soit attachée à l'euro? Les sondages, en la matière, ont, il est vrai, une valeur toute relative. On ne peut toutefois balayer d'un revers de la main le fait qu'après une étude IFOP commanditée en 2002 par la Fondation Jean Jaurès, 63 % des 1.500 personnes interrogées souhaitaient garder la monnaie unique européenne<sup>70</sup>. Pour la Belgique, il semblerait que ce soutien soit plus important encore avec un taux d'adhésion supérieur à 74%<sup>71</sup>.

Pour autant, on évitera de se joindre de manière acritique au chœur eurolâtre de service dans les médias dominants. Après tout, rien ne dit de manière irréfragable qu'une sortie de l'euro se solderait *ipso facto* par une vague inflationniste résultant de prophéties auto-réalisatrices. Cependant, on ne peut pas non plus ignorer ces sondages même s'il convient de les considérer avec recul. Après tout, la Fondation Jean Jaurès ne constitue pas la source la plus critique de l'européisme - et pourtant, il y aurait matière.

Avec la montée de l'AFD en Allemagne, on peut être à peu près certain qu'outre-Rhin, un climat idéologique particulier se diffusera au sein des élites allemandes et les intérêts de Berlin primeront encore plus que par le passé sur toute forme de « solidarité intra-européenne » si tant est qu'elle ait jamais existé. A ce propos, tout un chacun pourra se souvenir de la manière dont la Grèce fut traitée par l'Eurogroupe, il y a dix ans de cela. Dans ces conditions, l'alternative à l'euro pourrait consister moins en une sortie de l'un ou l'autre membre qu'en une longue crise de dislocation dont nous avons précisément vu les prémisses, il y a dix ans. On ne peut que répéter, sur la base de ces enseignements historiques, que la zone euro devra se réformer ou mourir. Il serait évidemment préférable que la zone euro se réforme pour échapper au scénario catastrophe de dislocation chaotique évoqué plus haut. L'idée d'imposer une limitation à la finance de marché et à l'eurolibéralisme correspond précisément aux projets des Economistes atterrés d'orientation du crédit en faveur de la transition, ou de la réindustrialisation comme dans le cas des contributeurs à la revue *Economie et Politique*.

Il y a urgence à mobiliser les énergies et les intelligences en dehors de postures radicales, peut-être un peu unilatérales, de type « annulation de la dette ». L'enjeu est important. Pour se le représenter de manière un peu plus concrète, nous allons détailler une hypothèse

---

<sup>69</sup> Sargent T, Wallace, N, "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule" in *Journal of Political Economy*, 1975, vol. 83, issue 2, pp.241-254.

<sup>70</sup> Les Echos, Les fractures françaises perdurent vis-à-vis de l'euro, édition mise en ligne du 7 février 2022.

<sup>71</sup> Paul Cébille, Théo Verdier, *Les Européens et l'euro. La perception de la monnaie unique vingt ans après son adoption*, Fondation Jean Jaurès, 2002, p.7.

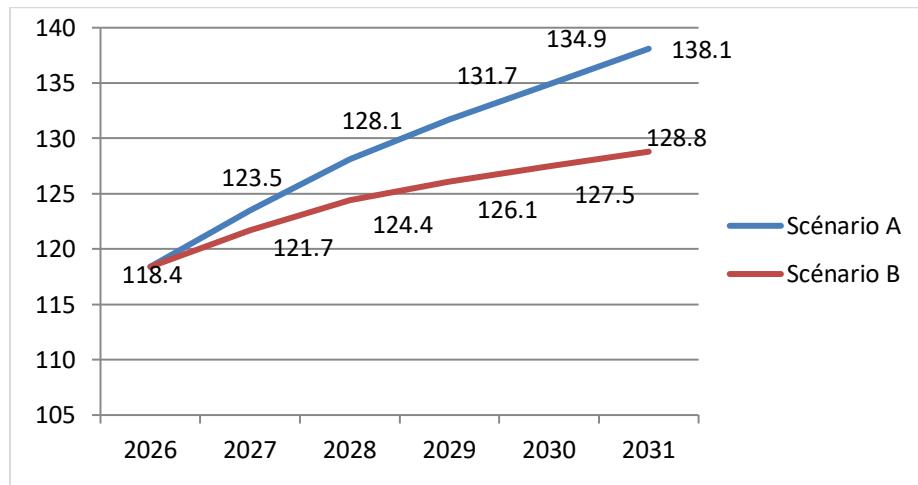
d'orientation du crédit, en tant que création monétaire, dans l'optique post-keynésienne, par les banques privées, de manière à faire baisser les taux à 10 ans sur la dette publique<sup>72</sup>.

Au point de départ de ce petit exercice, on relèvera que les taux à 10 ans sur les dettes publiques française et belge s'élevaient respectivement à 3,3% et 3,57%. Si ces taux équivalaient à 1,5%, nous vivrions dans un monde bien différent. Prenons à présent le temps d'évaluer la chose (calcul : voir annexe 4).

On a intégré dans nos calculs l'idée que l'économie sur la charge de la dette se convertirait pour moitié en budgets de relance et en investissements productifs, ce qui aurait des effets vertueux sur les recettes fiscales et partant, sur le niveau de la dette. Pour la France, on a retenu les hypothèses suivantes : tout d'abord, un taux de croissance se situant autour de 1,1% par an à partir de 2027 jusque 2031. On a projeté une inflation de 1,8% pour la même période. La croissance de 1,1% va alors passer à 1,46% dès 2027 puis 2028. Elle passe ensuite, en 2029, à 1,47%. En 2030 et 2031, elle arrive au niveau de 1,48%.

Dans ce scénario que nous qualifierons d'autoentretenu, les taux plus bas sur la dette allègent fortement la charge d'intérêt. Puisque la moitié de cet allègement contribue à stimuler la demande, la croissance réelle augmentera de +0,35 à 0,40 point par an. L'inflation augmentera très légèrement, d'un niveau somme toute très modéré de 2% de 2027 à 2029, puis de 1,9% en 2030 et 2031.

**Figure 8. Evolutions comparées de la trajectoire de la dette publique française de 2027 à 2031 (% du PIB) en cas de baisse des taux**



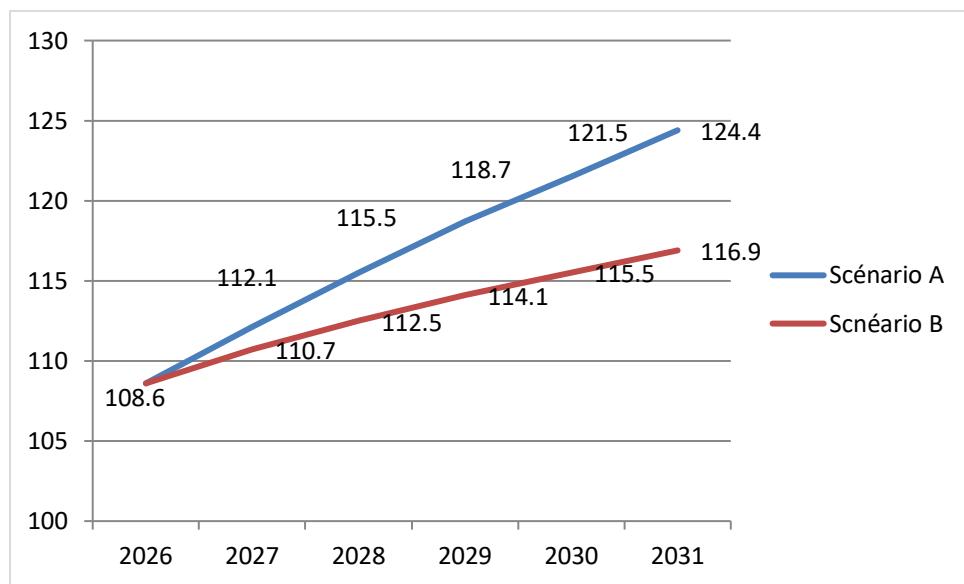
L'effet de désendettement est, pour sa part, nettement plus spectaculaire. Avec un scénario de taux maintenus à 3,5% (scénario A), la dette publique française rapportée au PIB évoluera

<sup>72</sup> Ce cas de figures pourrait être popularisé dans une BD de type Largo Winch que l'auteur de ces lignes met au point avec un collectif de dessinateurs. Dans le scénario -encore à produire, il sera question d'utilisation de paradis fiscaux et de parallélismes avec les bons MEFO mis au point dans les années 1930 en Allemagne sous Hjalmar Schacht (1877-1970).

comme suit : elle se situera au niveau de 118,4% du PIB en 2026, 123,5% en 2027, 128,1% en 2028, 131,7% en 2029, 134,9% en 2030 et 138,1% en 2031. Si les taux à 10 ans passent au niveau de 1,5% (scénario B), le ratio dette /PIB va évoluer de 108,6% en 2026 à 121,7% en 2027, 124,4% en 2028, 126,1% en 2029 puis 127,5% en 2030 et enfin, 128,8% en 2031.

Pour la Belgique, on relèvera une même dynamique de désendettement relatif important puisqu'avec ce type de préconisations, la dette politique belge, au lieu de passer de 108,6% en 2026 à 124,4% PIB en 2031 avec un scénario A (correspondant à un taux à 10 ans sur les obligations de l'Etat belge de 3,3%) présentera une trajectoire moins pentue en cas de survenance d'un scénario A (dans lequel le taux d'intérêt s'élève à 1,5%).

**Figure 9. Evolutions comparées de la trajectoire de la dette publique belge de 2027 à 2031 (% du PIB) en cas de baisse des taux**



Avec notre scénario B, le ratio dette/PIB de la Belgique se situe au niveau de 116,9% du PIB. Il s'agit là d'une différence de 7,5 points de pourcentage (soit l'équivalent de 46 milliards d'euros en valeur 2024 puisque le PIB de la Belgique était de 620,3 milliards d'euros l'année dernière). La mise en œuvre de ce financement allégé des dettes publiques pourrait avoir pour cadre une ligne de crédit ouverte par la BCE auprès des grandes institutions financières multilatérales en Europe. On songera notamment à la Banque Européenne d'Investissement (BEI), à la Banque Européenne de Reconstruction et de Développement (BERD) ou encore à la Banque de Développement du Conseil de l'Europe (EB pour Council of Europe Development Bank). Elles ont l'habitude de travailler avec les Etats membres et une partie de ces financements, vu les spécificités de ces institutions, pourrait avoir pour objet les dépenses liées à la transition écologique.

Comme vu en introduction de ce document, l'augmentation du poids de la dette dans les finances publiques ne correspond nullement au fait que l'Etat a vécu au-dessus de ses moyens mais nettement plus à une augmentation des exigences de rémunération du capital financier. La mise en œuvre d'un plan alternatif tel que présenté dans cette dernière partie du travail sera

moins simple à mener en Belgique qu'en France, puisqu'outre-Quiévrain, un pôle public bancaire fort existe. Ce n'est pas le cas en Belgique et il semble très clairement entrer dans les plans de ce nouveau gouvernement de droite, de revendre une partie du capital de Belfius au secteur privé (l'annonce du 5 décembre 2025 de la cession de 20% du capital au privé le démontre amplement). Pour rappel, Belfius appartient encore, pour l'heure, à 100% à l'Etat belge et s'est constituée sur les décombres de la faillite de Dexia.

Cette ouverture du capital ne va évidemment pas dans le sens de ce que les mouvements sociaux revendentiquent dans ce pays. On pourrait faire de ce refus un mot d'ordre des grèves et manifestations dans les mois qui viennent. C'est qu'en Belgique, la rue de la Loi a fort à faire avec la loi de la rue depuis la mise en place de ce gouvernement conservateur-libéral. Il n'y a pas de raison que cela s'arrête...

## **Conclusion**

Au terme de cet exposé, nous avons pu poser une série de constats ne permettant guère de miser sur l'une ou l'autre solution miracle pour desserrer l'étau de la dette sur nos finances publiques. Nous avons, en effet, pu vérifier que l'annulation de la dette constitue un leurre susceptible de poser plus de problèmes que d'en résoudre. En effet, il est à ce propos particulièrement cocasse que les partisans des thèses annulationnistes souhaitent également nationaliser les banques, dans la mesure où ces dernières devraient, en cas d'annulation massive des dettes, procéder à des dépréciations massives d'actifs sur leurs bilans. Or, comme la relation entre actifs et passifs au sein d'une économie donnée est toujours circulaire, il y a fort à craindre que ces décisions d'annulation ne portent un grave préjudice à la croissance.

Il en va de même pour ce qui est du projet de faire financer la totalité des déficits de l'eurozone par la BCE dans la mesure où cette proposition est de nature à alimenter de grandes vagues inflationnistes à l'échelle du Vieux Continent. A ce propos, on prendra soin de préciser, afin de dissiper tout malentendu, que les modèles économétriques ayant permis de poser ce constat n'appartiennent pas aux courants orthodoxes (c'est-à-dire néoclassiques) en économie.

Dans le même ordre d'idées, un financement des emprunts publics imposé réglementairement sur les comptes d'épargne, outre qu'elle contrevient gravement aux dispositions de liberté de circulation des capitaux en Europe, apparaît finalement fort datée dans la mesure où le volume des endettements publics aujourd'hui excède, et de loin, celui de l'épargne. Il semble donc préférable, dans ces conditions, de miser à l'avenir sur une préaffectation du crédit, éventuellement via -notamment- un certain nombre d'institutions multilatérales européennes (BEI, BERD, ECB).

La question des dettes publiques suppose donc une approche nuancée et prudente, sous peine de multiplier les initiatives hasardeuses. Voilà pourquoi, à titre de prolongation de la réflexion, on répétera, dans la foulée des débats relatifs à la mise en œuvre de la taxe Zucman, que la progressivité de l'impôt constitue sans doute l'outil le plus décisif dans la lutte contre les déficits publics.

## **Annexes**

## Annexe 1

### **1. Courbe de Phillips Nouvelle Economie Keynésienne (NEK)**

$$\pi_t = \beta \cdot E(\pi_{t+1}) + \kappa \cdot x_t$$

$\pi_t$  : taux d'inflation au temps t.

$\beta$  : facteur d'actualisation, généralement compris entre 0 et 1, reflétant la valeur que les agents économiques accordent à l'utilité future par rapport à l'utilité présente (ou leur degré de patience).

$E(\pi_{t+1})$  : anticipation rationnelle du taux d'inflation futur au temps ( $t+1$ ) formée au temps (t).

$K$  = variable mesurant la sensibilité de l'inflation à l'écart de production, notamment la fréquence à laquelle les entreprises peuvent ajuster leurs prix.

$x_t$  : output gap au temps t, qui est la différence entre la production réelle et la production potentielle de l'économie.

### **2. Équation IS (demande agrégée)**

$$x_t = E(x_{t+1}) - (1/\sigma) \cdot (i_t - E(\pi_{t+1}) - r^n_t)$$

$x$  : écart de production (output gap) pour la période (t) qui correspond à la différence entre la production réelle (ou le niveau d'activité économique) et la production potentielle (ou naturelle) de l'économie.

$1/\sigma$  exprime la sensibilité de l'écart de production (correspondant à la demande agrégée) à une variation de l'écart du taux d'intérêt réel.

$E(x_{t+1})$  : anticipation de l'écart de production pour la période ( $t+1$ ) formée au moment t.

$i_t$  : taux d'intérêt nominal fixé par la banque centrale.

$E(\pi_{t+1})$  : espérance (ou anticipation) de l'inflation pour la période future  $\backslash(t+1\backslash)$ , formée au moment  $\backslash(t\backslash)$ .

$r^n_t$  : taux d'intérêt réel naturel (ou neutre), (Wicksell). Taux d'intérêt réel correspondant à une économie à son niveau d'équilibre de long terme (c'est-à-dire avec un écart de production nul).

### **3. Règle de Taylor**

$$i_t = r + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi) + \beta(y_t - y).$$

$i_t$  : taux d'intérêt directeur qui doit être appliqué à la période t.

$r$  : taux d'intérêt réel neutre (Wicksell).

$\pi_t$  : taux d'inflation observé période t.

$\pi$  : taux d'inflation visé par la Banque centrale (la différence représente le déséquilibre nominal).

$y_t$  est le volume de la production observé en t et  $y$  la production potentielle donc  $(y_t - y)$  : output gap.

$\alpha$  et  $\beta$  sont des coefficients strictement positifs dont la somme fait 1 : ils représentent l'importance que l'on attribue à chacun des objectifs par rapport à l'autre, c'est-à-dire les préférences d'une Banque centrale entre la stabilité des prix et la croissance.

#### 4. Lien dette monétisée → output gap

$$x_t = \gamma \cdot (\Delta B_t / PIB)$$

( $\gamma$  = gamma, multiplicateur budgétaire ;  $\Delta B_t$  = variation de la dette monétisée).

Il s'agit d'une hypothèse très simplifiée posant en corrélation directe l'activité économique (l'écart de production) avec l'injection de monnaie (ou de dette publique).

#### 5. Combinaison dette → inflation

$$\pi_t = \beta \cdot E(\pi_{t+1}) + \kappa \cdot \gamma \cdot (\Delta B_t / PIB)$$

$\pi_t$  : taux d'inflation au temps t.

$E(\pi)$  : espérance (ou anticipation) du taux d'inflation pour la période future  $t+1$  formée au moment t.

$\Delta B$  : variation de la masse monétaire ou de la dette nominale de base durant la période T.

PIB : Produit intérieur brut.

$\Delta B / PIB$  correspond à l'injection de dette ou de monnaie.

$\beta$  : facteur d'actualisation (discount factor). C'est un paramètre compris entre 0 et 1 ( $0 < \beta < 1$ ) qui reflète la préférence pour le présent des agents économiques. Plus  $\beta$  se rapproche de 1, plus les agents sont intéressés par le futur et ont tendance à anticiper l'inflation. Par conséquent, un facteur d'actualisation aussi élevé autoalimente l'inflation.

$\kappa$  : courbe de la pente de Phillips qui mesure la sensibilité de l'inflation actuelle aux anticipations. Il est lié à la rigidité des prix.

$\gamma$  : coefficient d'impact de la variable monétaire permettant d'estimer la force avec laquelle les changements dans le ratio  $\Delta B / PIB$  influencent l'inflation.

#### Avec anticipations ancrées

$$\pi_t = (\kappa \cdot \gamma) / (1 - \beta) \cdot (\Delta B_t / PIB)$$

Cette équation désigne la relation d'équilibre lorsque l'inflation est stable et anticipée comme telle. Dans cette forme simplifiée, l'inflation est directement proportionnelle à la création de monnaie ou de dette rapportée au PIB.

## Annexe 2

$$\pi_t = \pi_0 + \theta \cdot (\Delta B_t / PIB)$$

où

- $\pi_t$  = inflation au trimestre t.
- $\pi_0$  = inflation autonome (coûts, prix importés, salaires).
- $\theta$  = sensibilité de l'inflation à la monétisation.
- $\Delta B_t$  = variation de la dette monétisée.
- PIB = produit intérieur brut.

### Annexe 3

$$\pi_t = \pi_0 + \theta \cdot (\Delta B_t / PIB)$$

où :

$\theta$  = réaction inflationniste à la demande excédentaire financée par création monétaire.

$\pi_0$  = inflation “autonome” (coûts, importations, salaires).

$\Delta B_t$  désigne la variation de la dette publique.

## Annexe 4

### A. Définition des variables

---

$Y_t$  = PIB nominal à l'année t.

$D_t$  = dette publique nominale à l'année t.

$d_t$  =  $D_t / Y_t$  (ratio dette/PIB).

$r_t$  = taux d'intérêt nominal apparent.

$p_t$  = déficit primaire en % du PIB ( $p_t > 0$  = déficit).

$g^r_t$  = croissance réelle du PIB à l'année t.

$\pi_t$  = inflation à l'année t.

$g^n_t$  = croissance nominale du PIB à l'année t.

$\lambda_g$  = coefficient d'impact du stimulus sur la croissance réelle.

$\alpha$  = part des économies d'intérêt utilisée comme stimulus.

Lien entre croissance réelle, inflation et croissance nominale :

$$g^n_t = g^r_t + \pi_t$$

### B. Dynamique de la dette

---

#### 1. Dette en niveau

$$\text{Interest}_t = r_t \cdot D_t$$

$$\text{PrimaryDef}_t = p_t \cdot Y_t$$

$$D_{t+1} = D_t + (r_t \cdot D_t) + (p_t \cdot Y_t)$$

## 2. PIB nominal

$$Y_{t+1} = Y_t \cdot (1 + g^n_t)$$

## 3. Ratio dette/PIB

$$d_{t+1} = ((1 + r_t) \cdot d_t + p_t) / (1 + g^n_t)$$

Approximation (en continu) :

$$\Delta d_t \approx (r_t - g^n_t) \cdot d_t + p_t$$

---

## C. Scénario endogène : baisse des taux → économies → stimulus → croissance

Étape 1 : Économies d'intérêt

$$Savings_t = (r_A - r_B) \cdot D_t^B$$

Étape 2 : Stimulus budgétaire

$$Stimulus_t = \alpha \cdot Savings_t$$

$$s_t = Stimulus_t / Y_t^B \quad (\text{en \% du PIB})$$

Déficit primaire dans le scénario B (taux bas + stimulation endogène de la croissance)

$$p_t^B = p_t^A + s_t$$

Étape 3 : Croissance réelle endogène

$$g^{rB}_t = g^{rA} + \lambda_g \cdot s_t$$

Étape 4 : Inflation modifiée

$$\pi_t^B = \pi^A + \Delta \pi_t$$

Étape 5 : Croissance nominale endogène

$$g_{t+1}^B = g_r^B + \pi_t^B$$

Étape 6 : PIB et dette (taux bas + stimulation endogène de la croissance)

$$Y_{t+1}^B = Y_t^B \cdot (1 + g_{t+1}^B)$$

$$D_{t+1}^B = D_t^B + (r_B \cdot D_t^B) + (p_t^B \cdot Y_t^B)$$

Ratio dette/PIB :

$$d_t^B = D_t^B / Y_t^B$$

Jusqu'à l'étape 4, on évalue séparément :

- croissance réelle :  $g_r$
- inflation :  $\pi$

Mais à l'étape 5, on les combine pour créer une grandeur unique, qui sert ensuite à calculer :

- le PIB,
- la dette nominale,
- le ratio dette/PIB.

A ce moment, la démonstration repasse en mode nominal car toutes les variables considérées (dette, déficit, recettes) sont exprimées en euros courants.