

La monnaie est une dette, mais auprès de qui ?

Jean-Marie Harribey

Les Possibles, n° 27, Printemps 2021

<https://france.attac.org/nos-publications/les-possibles/numero-27-printemps-2021/debats/article/la-monnaie-est-une-dette-mais-aupres-de-qui>

Parmi les sujets qui ont occupé une grande part des discussions pendant l'année 2020, l'un concerne la monnaie et la politique monétaire, dans une situation où tous les États du monde entier, notamment ceux faisant partie de l'Union européenne – au-delà même de la zone euro (Union économique et monétaire) – ont dû faire face dans l'urgence à la panne de l'économie décidée dès que le coronavirus Covid-19 a fait irruption. Beaucoup d'États, déjà lourdement endettés, ont vu leur dette bondir à cause de la prise en charge d'une fraction importante des salaires de travailleurs à l'arrêt, des revenus de certains indépendants et de la garantie accordée aux emprunts réalisés par les entreprises. Dès lors, que faire de cet endettement public ? La politique accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) qui rachète sans discontinuer titres publics et privés peut-elle être pérenne ? L'endettement auprès de marchés financiers est-il la seule source de financement public à l'heure où se pose avec acuité la question de la transition écologique ?

Toutes ces questions étaient verrouillées à l'aube de l'année 2020, elles étaient même bannies de la discussion¹. Un an après, elles se sont ouvertes, mais la bataille fait rage quant aux réponses à y apporter. Non pas que les questions théoriques monétaires soient nouvelles, elles sont même inhérentes à l'évolution du capitalisme depuis plusieurs siècles et à la pensée économique qui accompagne cette dernière, mais la chose curieuse à analyser est que le débat ne passe pas seulement entre économistes orthodoxes et hétérodoxes, mais il partage le champ de l'hétérodoxie, et la gauche politique se trouve elle aussi très divisée. Pour faire l'inventaire des thèmes clivants, classons-les en trois catégories, bien qu'ils soient très liés entre eux : la nature de la monnaie : en quoi est-elle un bien public avant d'être un bien privé ? Pourquoi le financement de l'économie ne passe pas par l'épargne ? Que faire de la dette publique et comment financer les dépenses publiques ?

1. La nature de la monnaie

C'est le point de départ et c'est le point clé de toutes les controverses ultérieures. La monnaie est une institution de la société, qui, dans l'histoire humaine depuis plusieurs millénaires, est au fondement des échanges sociaux, et pas seulement économiques. Elle a acquis progressivement au sein de chaque société son universalité au fur et à mesure qu'elle a tenu sa légitimité du pouvoir politique l'instituant et de la capacité du système productif à répondre aux besoins collectifs. La confiance en elle tirée de cette légitimité en assure l'assise et la pérennité.

L'idée précédente est aujourd'hui à peu près admise grâce aux apports de l'histoire et l'anthropologie à une question que les économistes versés dans l'individualisme ont toujours résisté à intégrer dans leur schéma de la rationalité de l'*homo œconomicus*. Et il reste bien des

¹ Une première version de ce texte est sur mon blog « Des idées neuves (2) ? La monnaie est une dette, mais auprès de qui ? », 25 février 2021, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/02/25/des-idees-neuves-2-la-monnaie-est-une-dette-mais-aupres-de-qui>. Elle fait suite à « Des idées neuves (1) ? Le revenu universel, saison 1, 2, 3, 4 », 12 février 2021, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/02/12/des-idees-neuves-1-le-revenu-universel-saison-1-2-3-4>. Voir aussi « Un revenu d'inexistence sociale ? », *La Nouvelle Revue du Travail*, n° 11, 2017, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/travail/revenu-nrt.pdf>.

séquelles de cet aveuglement dans les manuels traditionnels d'économie, qui ignorent que la monnaie possède une dimension collective avant d'être un instrument d'échange individuel et même avant d'être le moyen, pour ceux qui en possèdent beaucoup, d'acheter la force de travail de ceux qui n'en possèdent pas.

À peine cette première discussion est-elle un peu clarifiée qu'en surgit une autre. Comment et quand la monnaie est-elle créée et introduite dans la société et dans les rouages de l'économie ? La monnaie est créée lors de l'octroi de crédits par le système bancaire aux agents économiques non financiers. Un crédit comporte deux faces : la créance et la dette. C'est la raison pour laquelle la monnaie qui circule est toujours l'envers d'une dette, chose dont il ne faut pas s'étonner, et contre laquelle il ne faut pas s'élever. La sempiternelle antienne sur « la dette que nous laisserions à nos enfants » n'a aucun fondement puisque nous laissons des actifs nets en contrepartie du passif. Le problème ne naît que si la fiscalité est profondément injuste, le transfert se faisant non sur les générations futures mais sur les pauvres actuels et futurs qui paient le service de la dette². En revanche, il faudra se demander qui sont les émetteurs du crédit et qui en contrôle le mécanisme.

Les institutions qui accordent des crédits sont les banques ordinaires en réponse aux demandes des entreprises, des ménages et des collectivités publiques : cette monnaie est dite scripturale car elle est écrite sur les comptes ouverts par chaque agent auprès d'une banque. Ces banques peuvent par principe être publiques ou privées, mais aujourd'hui elles sont essentiellement privées. Au dessus d'elles figure la banque centrale, dont l'une des missions est d'assurer la liquidité des échanges interbancaires par le biais d'une monnaie dite centrale, dont elle a le monopole, qui est écrite sur les comptes de chaque banque ordinaire auprès d'elle, à laquelle s'ajoute un petit contingent (de plus en plus faible) de billets mis en circulation. La monnaie créée à l'occasion des crédits nouveaux s'éteint lorsque ceux-ci sont remboursés. On ne peut savoir si la masse monétaire a varié au cours d'une période qu'à la fin de celle-ci en calculant le solde des crédits nouveaux et des remboursements³.

Ce qui précède semble évident quand on l'énonce, mais il suscite encore un certain étonnement auprès du grand public, qui suspecte l'idée que le système bancaire ait le droit, à l'encontre du bon sens apparent, de créer de la monnaie à partir de rien – *ex nihilo*, dit-on –, et qu'il faudrait qu'il détienne un stock préalable – une sorte de trésor déposé dans leur coffre – pour accorder des crédits rendus possibles par des dépôts antérieurs. Non, c'est l'inverse : ce

² Éric Berr, Léo Charles, Arthur Jatteau, Jonathan Marie et Alban Pellegris, *La dette publique, Précis d'économie citoyenne*, Paris, Seuil, 2021. Voir ma recension, 15 janvier 2021 : <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/01/15/la-dette-publique-racontee-aux-citoyens>. Un seul point de désaccord toutefois avec ce livre. Les auteurs affirment (avec un graphique à l'appui, p. 22) que le solde budgétaire public est excédentaire hors investissements publics et donc que « les déficits français sont en grande partie expliqués par les investissements publics ». Cet argument n'est pas logique. On obtiendrait le même résultat en mettant à part n'importe quelle dépense publique, par exemple les salaires des fonctionnaires, sans pour autant pouvoir dire que les déficits sont creusés par ces salaires. D'ailleurs Éric Woerth, ancien ministre du budget, orfèvre en matière de récolte d'argent, ne rate pas l'occasion d'affirmer, lui aussi contre toute logique : « La dette française est constituée à 80 % de dépenses de fonctionnement (salaires des fonctionnaires, fonctionnement de l'État, prestations sociales... » dans « L'idée qu'on peut annuler la dette est fautive et dangereuse », *Les Échos*, 7 et 8 février 2021. Voilà une bonne liste de dépenses à occire pour diminuer l'endettement ! Et Agnès Verdier-Molinié, directrice de la Fondation iFrap, en rajoute : « Ceux-là mêmes qui nous prêtent aujourd'hui à moyen long terme à taux négatif intégreraient immédiatement une prime de risque... rendant dès lors plus difficile le paiement des pensions, des salaires publics et des hôpitaux... » dans « La scandaleuse proposition d'annulation de la dette », *Les Échos*, 16 février 2021. Elle nous apprend donc (sic) que les pensions proviennent des marchés financiers... elle doit en rêver de supprimer les retraites par répartition et les cotisations qui vont avec et qui paient les pensions.

³ Toute la monnaie créée par les banques l'est par émission d'une d'un crédit-dette. Mais, contrairement à Zézabel Couppey-Soubeyran dans « Vers un nouvel écosystème monétaire », *Le Monde*, 7 et 8 mars 2021, je ne pense pas que les monnaies complémentaires « ne naissent pas de la dette », parce qu'elles sont mises en circulation contre des euros émis, eux, à l'occasion d'une dette.

sont les crédits qui engendreront des dépôts. Ce premier aspect va avoir des conséquences sur la compréhension du financement de l'économie.

2. Le financement de l'économie

Le monde vit aujourd'hui dans une économie capitaliste, dans laquelle la grande majorité des activités productives humaines sont marchandes et dans laquelle il existe une division du travail très poussée. Toute nouvelle activité et tout développement d'une activité ancienne exigent que les investissements et les emplois nouveaux soient préalablement financés, c'est-à-dire que la monnaie nécessaire à ce lancement soit mise à disposition des investisseurs (que ceux-ci soient privés ou publics n'a pour l'instant pas d'importance pour comprendre le mécanisme).

2.1. L'anticipation monétaire du surplus social

Ici surgit la première grosse difficulté théorique, qui explique le début des controverses sérieuses. Au niveau individuel (on dit microéconomique), une entreprise ou un ménage peuvent utiliser l'épargne accumulée au cours des périodes antérieures pour investir, c'est-à-dire acquérir des équipements nouveaux, complétant éventuellement celle-ci par un emprunt ou en faisant appel à des capitaux extérieurs. Mais, au niveau de l'ensemble de l'économie (macroéconomique), le raisonnement précédent n'est plus valable. Pourquoi ?

La réponse ne fut trouvée que progressivement, grosso modo en allant de Marx à Keynes en passant notamment par Luxemburg, Schumpeter et Kalecki. Voici le raisonnement au niveau macroéconomique aujourd'hui abouti⁴.

Un investissement est décidé pour créer une dynamique économique, soit parce que les entreprises privées entrevoient des débouchés possibles pour des marchandises supplémentaires ou pour des marchandises produites à moindre coût, soit parce que les collectivités publiques anticipent des besoins nouveaux. Les entreprises embauchent, paient des salaires et achètent des moyens de production à leurs consœurs, qui elles-mêmes paient des salaires, achètent... Ensuite, elles récupèrent par la vente des marchandises les salaires consommés et leurs propres achats. Comment peuvent-elles récupérer plus d'argent que celui qu'elles ont lancé dans le circuit économique, comment peuvent-elles réaliser un profit monétaire ? Ce n'est possible que si une anticipation du surplus est faite par le système bancaire qui accorde des crédits en postulant que de l'investissement nouveau naîtra ce surplus.

« Si le système de crédit apparaît comme le levier principal de la surproduction et de la surspéculation commerciale, c'est uniquement parce que le processus de reproduction, élastique par nature, est ici poussé jusqu'à l'extrême limite, étant donné qu'une grande partie du capital social est mise en œuvre par des non-propriétaires ; ceux-ci sont autrement entreprenants que le propriétaire actif qui suppose en tremblant les limites de son capital privé. Une seule chose s'en dégage : la mise en valeur du capital sur la seule base de la nature contractuelle du capitalisme ne permet que dans certaines limites un développement réellement libre de la production ; elle constitue donc, en fait, une entrave immanente et une barrière, constamment battue en brèche par le système de crédit. Celui-ci accélère, par conséquent, le développement matériel des forces productives et la création du marché mondial. [...] Lorsque, dans un système de production où toute la cohésion du processus de reproduction repose sur le crédit, celui-ci vient à cesser subitement et que seuls comptent les paiements en espèces, il doit, de tout évidence, se produire une crise, une

⁴ Pour une présentation plus complète, voir mon livre *Le trou noir du capitalisme, Pour ne pas y être aspiré, réhabiliter le travail, instituer les communs et socialiser la monnaie*, Lormont, Le Bord de l'eau, 2020 ; et « Karl Marx, Charles Dumont et Édith Piaf : "rien de rien" ou la réalisation monétaire de la production capitaliste », 16 mai 2018, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2018/05/16/karl-marx-charles-dumont-et-edith-piaf-rien-de-rien-ou-la-realisation-monetaire-de-la-production-capitaliste>.

ruée sur les moyens de paiement. C'est pourquoi, à première vue, toute la crise apparaît comme une simple crise de crédit, une crise monétaire. »⁵

« La reproduction capitaliste jette, dans les conditions d'une accumulation toujours croissante, une masse toujours plus considérable de marchandises sur le marché. Pour mettre en circulation cette masse de marchandises de valeur croissante, une quantité de plus en plus considérable d'argent est nécessaire. Cette quantité croissante d'argent, il s'agit précisément de la créer. »⁶

C'est ce raisonnement que valideront de manière indépendante l'économiste polonais Michal Kalecki et l'économiste anglais John Maynard Keynes dans l'entre-deux guerres, repris plus tard par les économistes marxistes et post-keynésiens contemporains. Il est donc impossible que l'économie globale se développe sur la seule base de l'épargne antérieure. Keynes a systématisé ce raisonnement selon le séquençage en rétro-pédalage suivant : le flux d'épargne globale est une partie du flux de revenu national, lui-même résultant de la production, dont la dynamique est induite par l'investissement, celui-ci exigeant un supplément de monnaie qui « amorce la pompe ». Cet amorçage de pompe est au sens strict de Keynes le *financement* de la production, *ex ante* par rapport à celle-ci. Nous voilà revenus à la création de monnaie⁷. Autrement dit, chaque fois qu'on entend dans le battage médiatique « l'épargne doit financer l'investissement » ou bien « il faut orienter l'épargne vers tel ou tel investissement »⁸, comme si c'étaient les épargnants qui investissaient, il importe de bien distinguer l'enchaînement des flux ci-dessus au cours d'un cycle productif et l'utilisation *a posteriori* de l'épargne induite. Sinon, on retomberait sur un raisonnement microéconomique appliqué à l'échelle macroéconomique. *Non seulement cette application est un non-sens, mais elle sous-entend implicitement la négation d'une régulation collective de la création monétaire et donc l'obligation d'aller sur les marchés financiers chercher cette fameuse épargne prétendument déjà existante.*

On entre dans le dur des controverses qui, paradoxalement (?), traversent la sphère (déjà bien minoritaire) des économistes de gauche ou ceux qui, même sans être carrément de gauche, ne soutiennent pas les politiques néolibérales. En bref, *l'existence d'un stock d'épargne ne sert à rien pour prendre la décision d'investir, et cela tant au niveau des entreprises privées qu'à celui de l'État*⁹. Lorsqu'on examine le stock de capital accumulé et en cours d'utilisation dans le système productif, autrement dit tous les actifs réels consécutifs

⁵ Karl Marx *Le Capital* [1894], Livre III, Gallimard, La Pléiade, tome II, 1968, p. 1179 et 1211. Dans cette citation, il relie le crédit à la possibilité des crises.

⁶ Rosa Luxemburg, *L'accumulation du capital*, Paris, Petite collection Maspero, 1972, tome I, p. 138-139, qui valide ainsi l'intuition de Marx dans le Livre III du *Capital*.

⁷ Attention : si l'investissement net macroéconomique exige une création de monnaie, la réciproque n'est pas vraie : toute création de monnaie ne pas à l'investissement (si elle va vers la spéculation).

⁸ Par exemple, Raoul Sampognaro (OFCE) plaide, dans « Dette : derrière le débat sur l'annulation, le traumatisme de la crise de 2010 », *Alternatives économiques*, 15 février 2021, pour « orienter l'épargne vers des projets écologiquement et socialement utiles » tout en constatant que, à cause de la pandémie, « l'écart entre l'épargne privée et la faible volonté d'investir devrait s'amplifier », https://www.alternatives-economiques.fr/dette-derriere-debat-lannulation-traumatisme-de-crise-de-2010/00095520?utm_source=emailing&utm_medium=email&utm_campaign=NL_Quotidienne&utm_content=15022021.

⁹ Mon argumentation est analogue à celle que j'avance pour expliquer que, lorsque l'État, anticipant l'existence de besoins collectifs, embauche et investit, les travailleurs ainsi employés sont productifs de valeur ajoutée nette, et donc que le prétendu prélèvement sur la valeur marchande produite dans les entreprises capitalistes est une illusion. La fable de l'épargne préalable est la même que celle du prélèvement sur la valeur marchande pour soi-disant financer les services non marchands. Voir mon livre *La richesse, la valeur et l'inestimable, Fondements d'une critique socio-écologique de l'économie capitaliste*, Paris, Les Liens qui libèrent, 2013. ; *Le trou noir du capitalisme, op. cit.* ; « Dans les services non marchands, le travail est productif de valeur », *La Nouvelle Revue du Travail*, n° 15, 2019.

aux investissements passés, on peut considérer que ce stock est la contrepartie des sommes non consommées et donc épargnées. Mais cette analyse en termes de stocks doit être distinguée de celle en termes de flux qui, seule, présente un intérêt pour comprendre la dynamique d'une économie, ou au contraire sa déprime, *a fortiori* si l'on trace une stratégie de transformation sociale et écologique.

2.2. Qu'est-ce que la masse monétaire ?

À ce stade, un petit point technique sans difficultés est nécessaire. Il existe plusieurs périmètres de définitions de la masse monétaire dans son ensemble. Au sens le plus restreint, elle est composée des billets et des dépôts à vue dans les comptes bancaires des ménages et des entreprises (on appelle cette masse M1). En élargissant progressivement ce périmètre à des actifs enregistrés dans des comptes à terme dont la liquidité est de moins en moins grande, on a une masse monétaire plus importante (on parle alors de M2 et de M3). Est exclue de la masse monétaire qui circule dans l'économie la monnaie centrale (hormis les billets et pièces qui font partie de M1). Si j'achète, grâce à mon compte à vue approvisionné, un actif financier « long », la masse monétaire au sens large n'augmente pas, sa composition (sa structure) seule varie entre M1, M2 ou M3. Donc, tant au niveau du financement des investissements que de la taille de la masse monétaire, l'épargne n'est aucunement déterminante.

Voici les composantes françaises de la masse monétaire en euros au début de l'année 2021.

France : ressources monétaires des institutions financières monétaires W

	Encours (en Mds €) (a)	Taux de croissance annuel (en %) (a)		
		janv- 2021	nov- 2020	déc- 2020
Dépôts à vue	1 398	22,0	23,3	23,6
= Ressources résidentes incluses dans M1	1 398	22,0	23,3	23,6
<i>Ressources résidentes incluses dans M1, moyenne mobile 3 mois</i>		22,8	22,6	22,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	126	2,9	10,8	10,7
+ Comptes sur livret	778	9,1	9,4	9,8
= Ressources résidentes incluses dans M2-M1	904	8,2	9,6	10,0
<i>Ressources résidentes incluses dans M2-M1, moyenne mobile 3 mois</i>		7,3	8,4	9,3
Titres d'OPC monétaires	305	11,3	23,8	17,6
+ Pensions	32	56,4	23,0	36,0
+ Titres de créance ≤ 2 ans	51	-14,9	-11,0	-23,5
= Ressources résidentes incluses dans M3-M2	387	9,5	17,6	11,0
<i>Ressources résidentes incluses dans M3-M2, moyenne mobile 3 mois</i>		7,3	11,4	12,7
Total des ressources résidentes incluses dans M3	2 689	15,2	17,5	16,8
<i>Total des ressources résidentes incluses dans M3, moyenne mobile 3 mois</i>		14,9	15,8	16,5
+ Engagements monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro	254	8,4	11,0	9,3
- Avoirs monétaires bruts vis-à-vis du reste de la zone euro	43	-15,9	-14,8	-26,0
= Composante française de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro	2 900	15,2	17,6	17,1
<i>Composante française de l'agrégat monétaire M3 de la zone euro, moyenne mobile 3 mois</i>		15,1	15,8	16,6

(a) Données CVS

Source et réalisation : BANQUE DE FRANCE - DIRECTION GÉNÉRALE DE LA STATISTIQUE, DES ÉTUDES ET DE L'INTERNATIONAL

<https://www.banque-france.fr/statistiques/monnaie/evolutions-monetaires-france>

3. Que faire de la dette publique et comment financer les dépenses publiques ?

Qu'est-ce que ce qui précède a à voir avec la politique monétaire menée par la banque centrale ? C'est la grande « vertu », si l'on ose dire, de cette horrible année 2020 que d'avoir mis au grand jour la vacuité de l'orthodoxie monétaire. La BCE est obligée de prendre à sa charge la montagne de dépenses publiques supplémentaires engendrées pour contenir le désastre économique, en rachetant aux banques une bonne partie des titres de dette publique que celles-ci détiennent. Ceci intervient dans une opération dite de refinancement des banques en pratiquant aujourd'hui des taux d'intérêt nuls ou même négatifs. Inimaginable pour les tenants de l'orthodoxie jusqu'à il y a quelques années à peine. La banque centrale commande les taux « courts », c'est-à-dire portant sur des titres à échéance courte. Ceux-là influencent ensuite les taux « longs » par le fait qu'ils sont intégrés par les opérateurs des marchés financiers dans leurs anticipations sur l'inflation à venir et sur les réactions qu'ils entrevoient de la part des banques centrales : celles-ci rachèteront-elles plus ou moins de titres « courts » ou « longs » et que feront-elles sur les taux courts ?¹⁰

Des pratiques de politique monétaire inenvisageables naguère mais installées maintenant sans doute pour une période longue. Et qui invalident complètement la théorie des « fonds prêtables » (l'épargne existante) dont la rencontre avec la demande de crédit privée et publique formerait le taux d'intérêt. Le bas niveau actuel des taux d'intérêt n'a rien à voir avec l'abondance ou l'excès d'épargne.

Le plan dénommé *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) pour faire face aux désastres de la pandémie prévoit que la BCE rachètera pour 1 850 milliards d'euros de titres jusqu'en mars 2022. Le bilan de la BCE s'élève à près de 7 000 Mds€ (il a augmenté de moitié pendant l'année 2020). Trois questions se posent alors, l'une assez facile à comprendre, les deux autres sont plus difficiles et très controversées.

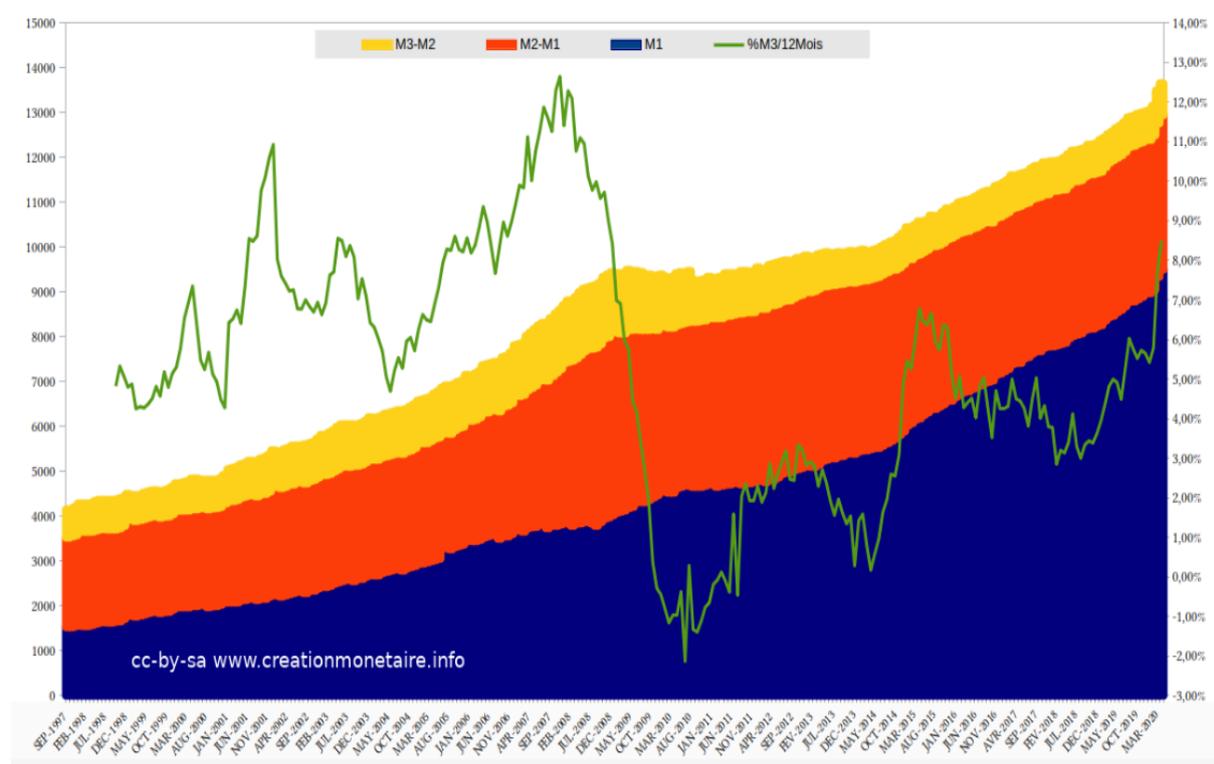
3.1. Quel type de monnaie crée la banque centrale ?

La première est de savoir si le refinancement des banques par la banque centrale constitue une création de monnaie, une pratique de la « planche à billets » selon l'expression consacrée. La réponse est catégoriquement non si l'on raisonne sur la masse monétaire, d'une part parce que le refinancement opéré par la banque centrale porte sur des titres déjà émis, d'autre part parce que ce refinancement qui approvisionne les comptes des banques à la banque centrale ne repart que très peu dans l'économie productive exsangue. Il n'y aurait création de monnaie que si les banques accordaient des crédits nouveaux à l'économie (aux ménages, entreprises et collectivités publiques), non pas avec ces liquidités qui viennent de leur être accordées, mais parce qu'elles sont assurées d'être *encore* refinancées à l'avenir, la

¹⁰ Trois précisions. 1) La banque centrale dispose de trois taux directeurs pour intervenir : le principal taux directeur, dit de refinancement, qui est celui que les banques ordinaires doivent payer pour emprunter auprès de la banque centrale ; le taux de dépôt au jour le jour que les banques reçoivent de la part de la banque centrale pour rémunérer leurs réserves obligatoires ; le taux de facilité de prêt marginal pour les emprunts quotidiens, qui est en général le plus élevé. 2) La banque centrale arbitre entre, d'un côté, acheter des titres « longs » pour garantir des taux bas sur les marchés et pérenniser un financement obligataire des États à bas coût, et, de l'autre, acheter des titres « courts » pour minimiser la différence entre l'intérêt qu'elle en retire et celui qu'elle paie pour refinancer les banques à taux négatif (les réserves des banques). 3) Les institutions financières acceptent de prêter aux États à des taux très bas parce que la qualité des titres l'emporte sur leur rémunération ; parce que, en l'absence d'occasions d'investissements nouveaux privés très rentables, les fonds à placer se dirigent vers les titres publics ; parce que les placements de non-résidents (notamment venant de pays émergents) espèrent rattraper ce qu'ils perdraient à cause du change de leur monnaie ; enfin, parce que les banques compensent en partie leur manque à gagner par les taux reçus sur leurs réserves à la banque centrale.

monnaie centrale créée, conservée pour l'essentiel en réserves, servant pour les échanges interbancaires. En outre, les seuls crédits notables actuellement sont ceux qui se dirigent vers les placements financiers, ce qui ne manque pas de provoquer une inflation sur le prix des titres, par ailleurs encouragée par la baisse des taux d'intérêt. Ce que crée la banque centrale en refinançant les banques est de la monnaie centrale qui gonfle les réserves bancaires. Lorsque les banques accordent des crédits à l'économie, ces réserves ne diminuent pas sauf pour satisfaire la (relative faible) demande de billets. Une dernière précision : lorsque les banques prêtent aux États, il n'y a création de monnaie qu'au-delà du simple renouvellement de la dette arrivée à échéance.

Évolution de la masse monétaire dans la zone euro de 1997 à 2020



3.2. Laisser filer la dette publique ou annuler celle détenue par la banque centrale ?

La deuxième question, qui est très controversée, porte sur la possibilité ou non d'annuler la dette publique qui est détenue par la banque centrale : la BCE détient environ 25 % de la dette publique des États membres de la zone euro, et cela par l'intermédiaire des banques centrales nationales (la Banque de France détient 20 à 25 % de la dette publique française). La majorité des économistes, emmenés notamment par ceux qui occupent des postes de responsabilité importants et par ceux qui sont parmi les mieux placés académiquement, s'opposent radicalement à toute annulation, mais sont rejoints par quelques membres éminents des cercles plutôt keynésiens : Christine Lagarde, François Villeroy de Galhau, Olivier Blanchard, Antony Requin, Agnès Benassy-Quéré, Patrick Artus, Jean Pisani-Ferry, Xavier Ragot, Xavier Timbeau, Henri Sterdyniak, Agnès Verdier-Molinie¹¹. Dépassant

¹¹ Respectivement présidente de la BCE, gouverneur de la Banque de France, ancien chef économiste du FMI, directeur général de l'Agence France Trésor, cheffe économiste du Trésor public, chef économiste de la Banque Natixis, professeur à Sciences Po, président de l'OFCE, directeur de l'OFCE, économiste à l'OFCE et membre des Économistes atterrés, et la dernière qu'il faut mentionner pour sa verve ultra-néoconservatrice, directrice de

les positionnements politiques habituels, les principaux arguments avancés par eux tous sont de quatre ordres.

- Premièrement, l'État se doit d'honorer sa dette comme tout emprunteur. Ici se mêlent un impératif juridique et un impératif moral pour respecter la signature d'un contrat entre un débiteur et un créancier. Mais, une fois encore, on retrouve l'application inappropriée d'un raisonnement individuel à une entité collective, l'État. Celui-ci n'a pas d'horizon de vie fini et il peut toujours réemprunter pour rembourser un emprunt précédent (ce qu'on appelle « faire rouler sa dette »). D'ailleurs, l'histoire fourmille d'exemples de restructuration de la dette publique et même d'annulations pures et simples. Ce premier argument des opposants à toute annulation est souvent précisé en plaidant pour que les prêteurs ne soient pas lésés, « ruinés »¹², par une annulation de la dette publique, en l'occurrence les épargnants ayant souscrit à des contrats auprès de fonds de pension, de compagnies d'assurance ou d'autres institutions financières. Or, si dans le bilan de la banque centrale figurent des titres achetés par celle-ci auprès d'institutions financières qui se sont ainsi refinancées, aucun épargnant ni aucune entité financière ne sont en mesure d'exiger quoi que ce soit de la banque centrale, puisqu'ils ont déjà récupéré leur liquidité. La banque centrale pourrait sans dommage pour quiconque annuler la dette qu'elle détient.
- Un deuxième argument est alors présenté par les opposants à l'annulation de la dette publique détenue par la banque centrale. Celle-ci serait alors confrontée à un bilan déséquilibré, ayant rayé d'un trait de plume les exigences potentielles qu'elle détenait. Elle devrait donc être recapitalisée par son propriétaire, l'État, ou subventionnée par lui. Or, ce qui fait précisément l'originalité d'une banque centrale, c'est que c'est la seule institution qui a la capacité juridique, reconnue statutairement parce qu'elle a reçu délégation pour cela de la part de l'autorité politique, d'émettre la monnaie dans laquelle sont libellées les créances qu'elle détient. Elle est exempte de ce fait d'impératif de rentabilité ou d'apports de capitaux propres. Et c'est ainsi qu'on situe de nouveau le caractère de bien public de la monnaie qui dépasse son caractère de bien privé. Les opposants à l'annulation de la dette publique font valoir alors que la banque centrale étant propriété de l'État, annuler cette dette serait un jeu à somme nulle car l'État ne percevrait plus les intérêts que la banque centrale lui verse. Mais pourquoi faudrait-il que l'État ait un comportement de rentier, comme tout financier, comme tout bon spéculateur ? Certes, annuler la dette publique n'allège pas la contrainte pesant sur les budgets publics si la fiscalité n'est pas réformée, mais elle desserre l'emprise des marchés financiers¹³.
- Troisièmement, la banque centrale perdrait-elle son indépendance à l'égard de l'autorité démocratique ? Ce serait justement l'un des objectifs recherchés. Cette perte menacerait-elle la valeur et la stabilité de la monnaie ? Celles-ci dépendent de la capacité du système productif de répondre aux besoins, et c'est précisément cette capacité que l'allégerie aux marchés fait perdre progressivement. En réalité, une annulation d'une partie de la dette publique consisterait à un renoncement définitif à son remboursement, c'est-à-dire à rendre la monnaie créée lors de son émission

la Fondation iFrap. On trouvera les principales références des prises de position de ces économistes, en partie dans « Dans les pas de la tsarine, conte monétaire », 5 janvier 2021, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/01/05/dans-les-pas-de-la-tsarine-conte-monetaire>, et dans *Le trou noir du capitalisme*, *op. cit.*, ainsi que dans un ouvrage à paraître en 2021.

¹² Comme dit Éric Woerth, *op. cit.*

¹³ C'est ce point aveugle de Jean-Pisani-Ferry dans « La dette, obsession prématurée », *Le Monde*, 21 et 22 février 2021.

définitivement introduite dans l'économie (on avait vu plus haut que la monnaie de crédit disparaissait lors du remboursement). Comptablement, une annulation fait disparaître de l'actif les créances détenues, mais cette écriture pourrait être remplacée par une autre, de la forme « monnaie permanente » puisque les dettes annulées ne seraient jamais remboursées. De la sorte, le principe selon lequel la monnaie est toujours une dette n'est pas remis en cause ; seulement, la dette publique ainsi concernée n'est plus une dette envers les opérateurs sur les marchés financiers. Et si le système productif est en mesure de répondre aux besoins, il n'y a aucun risque d'inflation sur les prix des biens et services, d'autant plus si nous sommes en quasi-déflation¹⁴.

- Quatrièmement, pourquoi faudrait-il annuler la dette publique au moment où elle ne coûte rien, demandent alors les opposants à cette mesure ? En effet, sous l'action des banques centrales, et en particulier de celle de la BCE, les taux d'intérêt dont doivent s'acquitter les États lorsqu'ils empruntent sur les marchés financiers sont devenus nuls et même négatifs, à tel point que les charges d'intérêt ont considérablement diminué malgré la hausse de la dette. Comment les immenses besoins de relance de l'économie après la pandémie du Covid-19 pourraient-ils être couverts sans l'épargne longue drainée par les institutions financières, demandent les opposants à l'annulation ? Emprunter ne coûte rien, faire rouler sa dette à moyen terme jusqu'à dix ans ne coûte rien ou presque, pourquoi se priver dans ces conditions d'emprunter sur les marchés ? Annuler la dette publique romprait la confiance que les marchés accordent aux États, alors qu'... on a besoin d'eux, disent les opposants. Malheureusement, la situation de taux d'intérêt aussi bas ne durera pas indéfiniment si réapparaissent des écarts de taux entre les pays (les *spreads*), bien que les banques centrales redoutent de faire éclater des bulles financières ou immobilières par une hausse des taux d'intérêt¹⁵. Les banques centrales sont donc prises dans un dilemme : rehausser les taux au risque de faire exploser les bulles ou maintenir les taux très bas au risque de faire s'envoler la spéculation et l'inflation sur les titres¹⁶, avec peut-être au bout l'explosion également. L'enjeu est donc de desserrer l'étau potentiel des marchés qui pourrait redevenir dangereux. Déjà, à ce jour, on entend les premières rumeurs de réaugmentation des taux sur les marchés aux États-Unis¹⁷ ; si cela se confirme, le tour de l'Europe viendra. *Laisser filer la dette, qui ne coûte aujourd'hui soi-disant rien, pour la renouveler plus tard plus cher, oublie que la divergence entre la répartition des revenus parmi les contribuables soumis à l'impôt et les revenus des épargnants rentiers conduira inévitablement à reporter la charge d'intérêts sur les épaules des pauvres, en l'absence d'une profonde réforme fiscale*¹⁸.

¹⁴ Jézabel Couppey-Soubeyran, « L'inflation, ce faux ennemi », *Le Monde*, 31 janvier et 1^{er} février 2021.

¹⁵ Bastien Bouchaud, « Les signes d'exubérance se multiplient sur les marchés », *Les Échos*, 17 février 2021. Lucie Ronfaut, « Bitcoin : Le petit spéculer des géants de la tech », *Libération*, 17 février 2021. Le bitcoin n'est pas une monnaie, mais un actif financier : sur les crypto-monnaies, voir Odile Lakowski-Laguerre, « Le projet Libra de Facebook : les enjeux économiques, sociétaux et politiques derrière la nouvelle crypto-monnaie », *Les Possibles*, n° 22, Hiver 2020 <https://france.attac.org/nos-publications/les-possibles/numero-22-hiver-2020/dossier-les-politiques-monetaires-des-banques-centrales/article/le-projet-libra-design-fonctionnement-et-gouvernance>.

¹⁶ François Morin, « Dette et taux d'intérêt, la descente aux enfers », *Blog Mediapart*, 24 février 2021, <https://blogs.mediapart.fr/francois-morin/blog/240221/dettes-et-taux-d-interet-la-descente-aux-enfers>.

¹⁷ Jean-Marc Vittori, « Remontée des taux longs : un défi pour les banques centrales », *Les Échos*, 2 mars 2021.

¹⁸ Un problème sur lequel fait silence Liêm Hoang-Ngoc, « Annuler la dette Covid : une double erreur », *Politix*, n° 1643, 4 mars 2021.

Sans doute transparait ici la logique profonde qui inspire consciemment ou non tous les arguments s'opposant à toute annulation de la dette publique : il ne faut surtout pas remettre en cause l'obligation que le capitalisme néolibéral a imposée, celle de créer et d'alimenter un « marché de la dette », faisant ainsi régner « l'ordre de la dette »¹⁹. Peu à peu s'est installée l'idée, devenue un dogme, selon laquelle il n'existerait pas d'autre solution pour financer l'économie, en particulier les dépenses publiques, que de recourir à ce marché. Evidemment, il ne s'agit pas d'une loi naturelle, mais celle née d'un rapport de forces qui s'est incrusté en faveur du capital au cours de des décennies 1970-1980. Il y a une certaine cohérence dans la position de l'orthodoxie monétaire, mâtinée d'une foi en la nécessité d'une relance éternelle de la croissance économique (d'où la proximité de certains keynésiens – pas tous – avec l'argumentation dominante sur ce point précis) : il y a un fil conducteur qui va de la croyance en l'épargne préalable à l'obligation de la glaner sur les marchés financiers, de façon à éviter de poser le problème du financement direct des investissements publics par la banque centrale, appelé souvent « monétisation » de la dépense publique, fustigée comme planche à billets. C'est la raison qui a motivé cent-cinquante économistes européens à lancer un appel pour « Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin »²⁰. La solution alternative à l'annulation est formulée presque sans détour par le gouverneur de la Banque de France : c'est un retour à l'austérité²¹.

Or, face à la demande des cent-cinquante universitaires européens référencée ci-dessus, se dresse une autre tribune signée par d'autres²², pas moins capés, s'opposant à l'annulation de la dette publique, au nom du même argument que celui invoqué dans l'autre sens : il ne faut pas « remettre la dette sur les marchés financiers » et « il est nécessaire de sortir des logiques de financement de l'État par les marchés. Or la proposition d'annulation de la dette détenue par l'Eurosystème opère précisément l'inverse : elle consiste à supprimer la dette détenue hors marché, pour la remplacer ensuite par une nouvelle dette, certes "verdier", mais recontractée sur les marchés financiers. Cela ne pourrait que renforcer le rôle déjà trop central de ces derniers. » On se perdrait à moins : le même argument pour annuler la dette et pour refuser de le faire. La seule manière de démêler cet écheveau est de lier la question de la dette à la possibilité de monétiser les dépenses publiques (ou certaines) par la

¹⁹ Benjamin Lemoine, *L'ordre de la dette, Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, Paris, La Découverte, 2016. Dans « L'État doit gouverner la finance et non l'inverse », *Politis*, n° 1643, 4 mars 2021, Benjamin Lemoine exprime un point de vue plus nuancé que celui de la tribune qu'il a signée pour refuser l'annulation de la dette publique.

²⁰ Collectif, 5 février 2021, https://www.rtf.be/info/economie/detail_annuler-les-dettes-publiques-detenues-par-la-bce-pour-reprendre-en-main-notre-destin?id=10690046. Face aux opposants à toute reconsidération de la dette publique et de la politique monétaire, notons en France les interventions fréquentes de notamment Jézabel Couppey-Soubeyran, Baptiste Bridonneau, Laurence Scialom, Nicolas Dufrêne, Gaël Giraud, Esther Jeffers, Dominique Plihon, François Morin, et moi-même. Principales références des prises de positions de ceux-là dans « Dans les pas de la tsarine, conte monétaire », <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/01/05/dans-les-pas-de-la-tsarine-conte-monetaire>, et dans un ouvrage à paraître en 2021.

²¹ François Villeroy de Galhau : « Nos dépenses publiques ont continué d'augmenter, hors inflation, de 1,1 % par an avant Covid. Si on ramène cette hausse à 0,5 %, le ratio de dette pourra descendre [de 120 %] à 110 % en dix ans. [...] Je suggère la stabilité fiscale : ni augmentation des impôts, ni nouvelles baisses que nous n'avons plus les moyens de financer. » dans « Assez d'une Europe qui rase les murs », *Les Échos*, 19 février 2021.

²² Collectif, 27 février 2021, dette-publique.eu. « Vouloir effacer la dette que nous possédons déjà est un leurre ». Parmi les auteurs, ceux du livre *La dette publique, op. cit.*, qui, dans celui-ci, acceptaient l'idée de l'annulation de la dette publique « si, à l'avenir, dans la zone euro ou en France en particulier, les ratios dette/PIB étaient jugés trop importants et qu'ils étaient mobilisés pour justifier un désengagement de l'État ou un renoncement au financement de la transition écologique, nous soutiendrions sans hésiter la proposition de Baptiste Bridonneau et Laurence Scialom, soutenue par Gaël Giraud et Jézabel Couppey-Soubeyran, pour que la BCE annule les titres de dette souveraine détenus à l'actif de l'eurosystème. » (p.156-157). Compréhension qui pourra.

banque centrale. S'il s'agit de se libérer des marchés – et on ne peut soupçonner les auteurs de l'une ou l'autre tribune de ne pas le vouloir profondément –, alors il faut reconsidérer l'interdiction faite à la BCE de financer directement les dépenses publiques. Malheureusement, la première tribune ne traite pas ce problème, la seconde non plus. La curiosité est que cette dernière se prononce pour une perpétuation de la dette, dont elle ne dit pas la différence avec une annulation, pendant qu'elle affirme que les emprunts publics sur les marchés financiers continueraient. Pourquoi, diable, cette obligation ? Et la référence au « circuit du Trésor » en France pendant l'après-guerre n'est elle pas contradictoire avec l'opposition manifestée à de nombreuses reprises par certains de ces signataires à la « monétisation » des dépenses publiques ?

3.3. La banque centrale peut-elle financer directement les dépenses publiques ?

On en vient donc à la troisième question que l'année 2020 a mise au devant de la scène au sujet de la politique monétaire et qui rassemble la plupart des ingrédients qu'on vient de rencontrer. Les dépenses publiques peuvent-elles être financées directement par la banque centrale ? Une réponse catégoriquement négative est donnée par les traités européens qui l'interdisent explicitement. On est donc en présence d'un interdit politique et non d'une prescription dérivant d'une loi naturelle, dans un cadre institutionnel donné. Ainsi, à l'inverse, au mois d'avril 2020, la Banque d'Angleterre (le Royaume-Uni, à l'époque encore membre de l'Union européenne, n'était pas membre de la zone euro) avait annoncé financer directement les dépenses du Trésor britannique liées à la pandémie. Mais à cette raison circonstancielle s'ajoute une raison logique. Au niveau macroéconomique, on a vu plus haut que le financement de l'investissement net ne peut se faire que par création de monnaie. Lorsque l'économie s'arrête ou ralentit fortement, que l'investissement privé défaille, et que l'investissement public doit pallier cette carence, le financement par voie monétaire est crucial. L'enseignement fondamental de Keynes réside là : le financement est préalable à la production. Lorsque l'activité a redémarré, elle a engendré des flux nouveaux de revenus, de consommation et d'épargne. Au terme de ce cycle productif, le paiement *ex post* des investissements publics réalisés doit intervenir ; deux voies s'offrent à l'État : lever des impôts ou capter l'épargne *supplémentaire* engendrée. Quand la baisse des impôts prélevés sur les riches est devenu un passage obligé, il ne reste plus qu'à attirer leur épargne, ce qui permet de les faire gagner deux fois : moins d'impôts et rémunération de leur épargne. Il existe une cohérence certaine dans la pensée et l'action néolibérales.

De fil en aiguille, c'est toute l'architecture monétaire qui est contestée, sinon bousculée, après presque trois décennies (depuis le traité de Maastricht de 1992) où l'on avait essayé de nous convaincre de l'inéluctabilité des dogmes néolibéraux. On assiste à un début de tangage des autorités monétaires parce que, à l'urgence des réponses à apporter à la crise sanitaire, s'ajoute la perspective de devoir financer la transition écologique, notamment pour faire face au changement climatique. Obnubilée par sa foi dans la capacité des marchés financiers à assurer la bonne « allocation des ressources », la BCE avait jusqu'ici adopté une « neutralité de marché » lorsqu'elle refinançait les banques : elle n'exigeait aucune condition de qualité des titres, ceux-ci pouvant avoir été émis pour des crédits destinés à des investissements très émetteurs de gaz à effet de serre. Il y a à peine cinq ans, le gouverneur de la Banque de France disait : « L'assouplissement quantitatif ne vise donc pas à promouvoir certains types d'actifs plutôt que d'autres, mais simplement à libérer les capacités de financement de l'économie. »²³ Changement de pied en 2020 ? « C'est au nom même de notre mandat de stabilité des prix que nous devons nous préoccuper du changement climatique : celui-ci peut avoir des effets

²³ François Villeroy de Galhau « Changement climatique : le secteur financier face aux trajectoires 2 °C », *Le blog du CEPII*, 7 décembre 2015, <http://www.cepii.fr/blog/bi/post.asp?IDcommuniqu=442>.

importants sur l'évolution des prix et de la croissance. Nous ne pouvons plus dans nos modèles d'analyse, dans nos prévisions, ignorer le changement climatique. »²⁴

Ça tangué au sommet²⁵, quand Christine Lagarde souffle le froid et le chaud : « Nous n'avons pas le choix : quand l'économie est ainsi mise sous cloche, le rôle de la BCE n'est pas d'effectuer un tri entre les entreprises. Il faut privilégier la croissance, la concurrence et l'innovation. La sélection s'opèrera d'elle-même. »²⁶ « Le changement climatique a des répercussions sur [la] mission première [de la BCE] de stabilité des prix par plusieurs canaux. [...] Le changement climatique peut créer une volatilité à court terme de la production et de l'inflation par le biais de phénomènes météorologiques extrêmes, et, s'il n'est pas pris en compte, il peut avoir des effets durables sur la croissance et l'inflation »²⁷. En termes non euphémisés, la BCE est acculée : elle ne peut plus s'arc-bouter sur sa « neutralité de marché » aussi facilement qu'auparavant et elle sauve les apparences en justifiant son tanguage par le focus sur l'inflation, mais la prétendue efficience des marchés pour affecter les ressources reste le dogme.

Résumons : au-delà des thèses théoriques, le clivage politique qui traverse les économistes sur les questions monétaires est le suivant : rester sous la coupe des marchés financiers, avec pour bouée, dans le meilleur des cas, la garantie de la dette publique par la banque centrale ; ou bien sortir de l'emprise des marchés financiers en retrouvant la maîtrise collective du système bancaire dans son ensemble, banque centrale incluse devenant véritable prêteur pour l'État, afin que celui-ci puisse réguler l'économie²⁸. L'année 2020 a remis en scène des oppositions théoriques et politiques anciennes sur la monnaie, ce qui explique que les clivages répertoriés ici partagent de manière parfois vive le camp de l'hétérodoxie économique, notamment en France au sein de l'association des Économistes atterrés, dès la naissance de celle-ci²⁹. Les questions monétaires fracturent la gauche ; la droite, elle, ne se trompe pas³⁰.

Au point où on en est arrivé, le principal problème est moins l'aspect quantitatif de la politique monétaire que son aspect qualitatif. Une fois ce dernier posé, il est temps de le relier à la profonde réforme fiscale qu'il faudrait entreprendre. Parce que, si le financement monétaire de la production et de la transformation des structures productives dans un sens social et écologique permet d'anticiper *ex ante* les bénéfices des changements productifs nécessaires, il n'en reste pas moins qu'il faut les payer *ex post*. La fuite dans l'endettement public ne provient pas d'une gabegie de dépenses publiques, elle vient d'une politique fiscale insuffisante et anti-redistributive : compte tenu des besoins collectifs, l'État manque de

²⁴ François Villeroy de Galhau, « La BCE doit se préoccuper du changement climatique », *Alternatives économiques*, 17 décembre 2020, <https://www.alternatives-economiques.fr/francois-villeroy-de-galhau-bce-se-preoccuper-changement-cl/00094910?>.

²⁵ Jean-Marie Harribey, « La BCE tanguerait-elle ? », *Politis*, n° 1639, 4 février 2021, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/monnaie/bce-tangue.pdf>.

²⁶ Christine Lagarde, « Il ne faudra pas serrer d'un coup les robinets », *Le Journal du Dimanche*, 7 février 2021.

²⁷ Christine Lagarde, citée par Marion Heilmann et Guillaume Benoit, « Climat : la BCE donne des gages sur son verdissement », *Les Échos*, 26 janvier 2021.

²⁸ Je ne reviens pas ici sur la proposition de monnaie fiscale complémentaire que j'ai examinée ailleurs de manière critique, notamment dans *Le trou noir du capitalisme*, *op. cit.*

²⁹ Voir Jean-Marie Harribey, « Contre le retour de l'épargne préalable, une conception sociale de la monnaie », Séminaire des Économistes atterrés, 24 mars 2012, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/monnaie/monnaie-epargne.pdf>. Et Jean-Marie Harribey, Esther Jeffers, Jonathan Marie, Dominique Plihon et Jean-François Ponsot (pour les Économistes atterrés), *La monnaie, un enjeu politique*, Paris, Seuil, 2018.

³⁰ La presse social-libérale qui a accompagné les transformations néolibérales du capitalisme ne s'y trompe pas non plus : Éric Albert, « L'annulation des dettes publiques est une impasse politique », *Le Monde*, 3 mars 2021.

recettes fiscales, et, pire, celles qui sont collectées le sont de manière injuste³¹. On voit donc combien un cadre monétaire renouvelé donnerait aux budgets publics la capacité à mettre en œuvre une politique en faveur du bien commun. À suivre...

7 mars 2021

³¹ Gabriel Zucman, « Un impôt européen mettrait fin à l'optimisation fiscale », *Le Monde*, 13 février 2021.
Thomas Piketty, « Le temps de la justice sociale est venu », *Le Monde*, 14 et 15 février 2021.