

## **L'anticipation monétaire des dépenses publiques** **À propos du livre de Stephanie Kelton, *Le mythe du déficit***

**Jean-Marie Harribey**

**16 mars 2021**

<https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2021/03/16/l-anticipation-monetaire-des-depenses-publiques-a-propos-du-livre-de-stephanie-kelton-le-mythe-du-deficit>

Le monde est encore plongé dans la pandémie du coronavirus Covid-19. Les États font assaut de plans de soutien à l'économie et de relance. Entre les plans Trump et Biden, les États-Unis y consacreront environ 4 500 milliards de dollars. L'Union européenne patine davantage car le plan de relance de 750 milliards d'euros n'est même pas encore approuvé par tous les pays membres<sup>1</sup>. Les politiques comme les économistes européens s'affrontent sur la conduite à tenir en termes de politiques monétaires et budgétaires, tandis que la Banque centrale européenne maintient sa stratégie de rachats des titres publics et privés et de bas taux d'intérêt. C'est à ce moment qu'intervient la publication de l'économiste états-unienne Stéphanie Kelton, *Le mythe du déficit, La théorie moderne de la monnaie et la naissance de l'économie du peuple*<sup>2</sup>.

Stéphanie Kelton est connue aux États-Unis pour ses deux engagements, d'une part elle fait partie de la poignée d'économistes<sup>3</sup> qui, inlassablement, plaident depuis quelques années en faveur de la *Modern monetary theory* (MMT en anglais) ou théorie moderne de la monnaie (TMM), d'autre part elle conseille l'aile de gauche du parti démocrate, notamment autour de Bernie Sanders. Dans cet ouvrage, elle dénonce les mythes qui empêchent l'État de réussir à atteindre de façon permanente le plein emploi. Elle en dénombre six :

- le mythe d'un État qui se gérerait comme un budget familial ;
- celui que les déficits prouveraient qu'on dépense trop ;
- celui d'une dette trop lourde alors qu'elle ne crée aucun fardeau financier ;
- celui d'une éviction de l'investissement privé par l'État, qui diminuerait la richesse alors qu'il l'accroît ;
- celui d'une perte occasionnée par le déficit commercial ;
- celui de prestations sociales qui seraient insoutenables financièrement, alors que la seule limite est les capacités de production réelles.

Au fur et à mesure que Stéphanie Kelton examine et démonte chacun de ces mythes au cours des six premiers chapitres de son livre, elle déroule patiemment les éléments les plus importants de ladite théorie monétaire moderne. Voyons en quoi consiste celle-ci en suivant le raisonnement de l'auteure, avant de poser quelques questions pour saisir les enjeux d'une discussion au sujet d'une théorie encore assez peu connue en Europe, même au sein de l'Université.

---

<sup>1</sup> Comme l'Union européenne n'est pas une fédération, il faudrait ajouter aux 750 milliards les plans nationaux pour effectuer une comparaison exacte avec les États-Unis.

<sup>2</sup> Stéphanie Kelton, *Le mythe du déficit, La théorie moderne de la monnaie et la naissance de l'économie du peuple*, tr. de Paul Chemla, Paris, Les Liens qui libèrent, 2020.

<sup>3</sup> Parmi ces autres auteurs, Mathew Forstater, Wynne Godley, William Mitchell, Warren Mosler, Pavlina Tcherneva, Randall Wray.

## 1. La théorie monétaire moderne

Les prémices de cette théorie avaient été posées dans l'entre-deux guerres par les économistes Abba Ptachya Lerner et John Maynard Keynes. L'idée est que l'État a la possibilité et la responsabilité de relancer l'économie en berne, en pratiquant autant que nécessaire le déficit public qui créera un effet multiplicateur sur l'ensemble de l'économie. C'est ce qui légitima les politiques dites keynésiennes au sortir de la Seconde Guerre mondiale, après avoir été inaugurées avec ampleur par le New Deal rooseveltien. Quatre-vingts ans plus tard, le capitalisme mondial a entraîné les sociétés dans une crise sociale et écologique inédite, sur laquelle s'est greffée la pandémie. Que dit, dans cette nouvelle situation, la TMM ?

### *Un raisonnement macroéconomique*

Le point de départ est celui de toute théorie macroéconomique : on ne peut raisonner à cette échelle comme on le fait à celle d'un individu, ménage ou entreprise. Il s'ensuit que le budget d'un État n'a rien à voir avec celui d'un individu. L'État a un horizon de vie potentiellement infini, pas l'individu. Si ce dernier voit sa capacité de dépenses bornée par ses revenus, ce n'est pas le cas de l'État. Ainsi, selon, Stéphanie Kelton, « La pensée traditionnelle place le contribuable au centre de l'univers monétaire, parce qu'elle est persuadée que l'État n'a pas d'argent à lui ; en dernière analyse, les seuls fonds possibles pour financer ses dépenses viennent donc nécessairement des gens comme nous. La TMM change radicalement cette vision des choses : elle comprend que c'est l'émetteur de monnaie – l'État lui-même – et non le contribuable, qui finance toutes les dépenses publiques. Les impôts sont importants pour d'autres raisons, que j'expliquerai plus loin. Mais s'imaginer que les impôts paient les dépenses publiques est un pur fantasme. » (p. 11).

Avant d'examiner la dernière affirmation ci-dessus, voyons le début du raisonnement. « L'Oncle Sam possède quelque chose que nous [les individus] n'avons pas : le pouvoir d'émettre le dollar. Il n'a pas besoin d'en trouver pour les dépenser. Nous, oui. Il ne peut pas être confronté à une accumulation de factures qu'il serait incapable de payer. Nous, cela peut nous arriver. Il ne fera jamais faillite. Nous, c'est possible. [...] La TMM prouve que l'État fédéral ne dépend ni des recettes fiscales ni de l'emprunt pour financer ses dépenses, et que la contrainte la plus importante qui pèse sur les dépenses publiques est l'inflation. » (p. 18)<sup>4</sup>.

Quel est le secret de cette capacité ? C'est la souveraineté monétaire, c'est-à-dire le pouvoir pour un État d'émettre sa propre monnaie, celle dans laquelle il effectuera ses dépenses. Aux États-Unis, sur lesquels raisonne surtout Stephanie Kelton, il existe une telle liaison entre l'État fédéral et la Réserve fédérale, banque centrale états-unienne, que l'auteure en conclut que la décision de dépenser fait de l'État le créateur de monnaie : « La TMM part d'un fait simple et incontournable : notre monnaie nationale, le dollar, vient de l'État américain et ne peut venir d'aucune autre source – du moins légalement. Le Trésor des États-Unis et son agent budgétaire, la Réserve fédérale – la Fed –, ont le pouvoir d'émettre le dollar. Autrement dit, de frapper les pièces que les Américains ont dans la poche, d'imprimer les billets qui se trouvent dans leur portefeuille ou de créer les dollars numériques, appelés "réserves", qui n'existent que sous forme d'entrées électroniques dans les bilans des banques » (p. 27).

Stephanie Kelton ajoute que cette capacité appartient à « n'importe quel pays doté d'un haut degré de souveraineté monétaire – tels les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, l'Australie, le Canada et bien d'autres » (p. 30). Et on verra que ce n'est pas le cas des pays membres de l'Union économique et monétaire ayant adopté l'euro, d'une part car ils

<sup>4</sup> L'auteure dira plus loin que, derrière le risque d'inflation, il y a les capacités réelles de production. On y reviendra.

n'émettent plus la monnaie, d'autre part car la BCE est indépendante d'eux. Mais ce n'est peut-être pas non plus le cas des pays qui, bien que souverainement, disposent d'une monnaie au pouvoir bien inférieur à celui du dollar, ou même de l'euro, de la livre sterling ou du yen. Donc, aux antipodes des États-Unis, tellement souverains qu'ils disposent d'une monnaie à usage international leur permettant, seuls, d'avoir des déficits dont effectivement la seule contrainte et limite est l'inflation.

### ***De la dépense à l'impôt et non l'inverse***

La TMM signifie qu'il faut inverser le schéma « thatchérien » qui va de l'impôt et l'emprunt à la dépense (I&E → D) pour voir que le véritable schéma va de la dépense à l'impôt ou l'emprunt (D → I&E). On peut donc cesser « de croire que l'État, comme chacun de nous, doit absolument trouver de l'argent, avant de pouvoir le dépenser, tout le monde [étant] obsédé par la question : « Comment allez-vous payer cela ? » (p. 32) et cesser de répéter « qu'on lève l'impôt, puis on dépense » (p. 33).

Cette thèse a de quoi surprendre le citoyen et même l'économiste qui croit sur parole tout ce qu'on lui a enseigné jusqu'ici. Suivons pour l'instant le raisonnement : l'État ne prélève pas l'impôt ou n'emprunte pas pour se financer : « la fiscalité existe afin de créer une demande pour la monnaie de l'État » (p. 38) et « à la différence d'un ménage, l'État commence par dépenser, et fournit ainsi les dollars qui pourront ensuite servir à acheter les bons d'État. [...] Il vend ces bons pour soutenir le niveau des taux d'intérêt, pas pour financer ses dépenses » (p. 50).

Aussi, il convient, nous dit Stephanie Kelton, de distinguer l'émetteur de monnaie (l'État) et les utilisateurs (tous les autres agents économiques). La TMM ignore-t-elle toutes limites ? Non, car elles sont « réelles » (p. 54), c'est-à-dire productives. Une fois les choses ainsi posées, l'auteure déroule son argumentation à propos des autres mythes répertoriés.

### ***Chômage ou inflation ?***

S'il existe des capacités de production disponibles, il n'y a pas de risque d'inflation à dépenser publiquement. Au contraire, cela prouve que l'on ne dépense pas publiquement trop mais pas assez. Dès lors, « malgré la disparition de toute relation entre faiblesse du chômage et inflation, la Réserve fédérale reste attachée au concept de NAIRU » [le taux de chômage qui n'accélère pas l'inflation] (p. 70). « C'est cette foi profonde en l'existence d'une contrainte incontournable sur le potentiel de l'économie en emplois qui a conduit la Fed à sous-estimer systématiquement la marge dont elle disposait pour réduire le taux de chômage en toute sécurité. Cette erreur de lecture l'a amenée à relever les taux d'intérêt dans l'espoir d'étouffer dans l'œuf une nouvelle baisse du chômage : son objectif, au fond, était de refuser l'accès au travail à des millions de personnes sans emploi ou en situation de sous-emploi, parce qu'elle était persuadée que la limite du NAIRU avait déjà été atteinte. » (p. 71).

Au lieu d'utiliser le niveau de l'emploi comme variable d'ajustement contre l'inflation en modulant le taux d'intérêt dans l'espoir que celui-ci influence le niveau d'activité, la TMM inverse les objectifs : le plein emploi est le but, et, pour l'atteindre, le budget de l'État n'a pas à craindre le déficit.

### ***La dette publique qui n'existe pas ?***

La dette publique est « adorée » à travers les bons du Trésor par les sénateurs américains, nous dit Stéphanie Kelton, « tant qu'ils les pens[ent] en tant qu'*actifs* financiers détenus par le secteur privé » mais ils haiss[ent] ces mêmes titres quand ils les vo[ient] comme des *obligations* de l'État fédéral. Malheureusement, on ne peut pas dire adieu à la dette publique sans éliminer l'instrument qui constitue la dette publique – les bons du Trésor américain. Il s'agit d'une seule et même chose. » (p. 98).

S'il est indéniable que la dette est l'envers d'une créance, et réciproquement, peut-on pousser la provocation jusqu'à affirmer : « Je ne pense pas que nous devrions appeler "emprunt" la vente de bons du Trésor américains, ni nommer ces titres eux-mêmes la "dette publique". Cela ne fait qu'embrouiller les choses et tracasser les gens inutilement » (p. 102) ? Elle poursuit en expliquant : « Le point important est que les dollars nécessaires pour acheter ces bons ont été fournis par la propre dépense de l'État. » (p. 109). Elle répètera plus loin : « *c'est le déficit même de l'État qui fournit les dollars nécessaires pour acheter les bons* » (p. 140, souligné par elle). Ou encore : « Autrement dit, les déficits budgétaires augmentent l'offre *totale* de réserves » (p. 143).

À titre d'exemple, l'auteure examine les rapports entre les États-Unis et la Chine : « Comme tout autre détenteur de dollars aux États-Unis, la Chine a le choix entre laisser dormir ses dollars ou les utiliser pour acheter quelque chose. L'Oncle Sam ne paie pas d'intérêt sur les dollars qu'elle garde sur son compte chèque à la Fed. Donc elle préfère en général les transférer sur ce qui est, de fait, son compte épargne à la Fed. Elle le fait en achetant les bons du Trésor américains. L'"emprunt à la Chine" n'est rien d'autre qu'un jeu d'écritures : la Réserve fédérale soustrait des nombres du compte réserves de la Chine (son compte chèque) et les ajoute à son compte titres (son compte d'épargne) » (p. 103-104, voir aussi p. 20). Se pourrait-il que ce transfert via ces écritures ne soit qu'une virtualité sans impact réel ? On y reviendra à propos des excédents et déficits commerciaux.

Sans aucun doute, Stephanie Kelton a raison de rappeler que son modèle ( $D \rightarrow I\&E$ ) ne s'applique pas à un pays comme la Grèce qui n'émet pas sa monnaie. Ce pays l'a appris à ses dépens quand « les prêteurs ne voulaient pas acheter de bons d'État grecs, sauf s'ils obtenaient une prime substantielle pour le risque évident qu'ils prenaient en prêtant des milliards d'euros à un utilisateur de monnaie qui aurait peut-être du mal à rembourser » (p. 106-107). Et avec une BCE refusant de garantir ces prêts, devrait-on ajouter. Mais, pour les États-Unis, il faut d'autant moins s'inquiéter d'une dette publique que « les excédents de Clinton avaient affaibli les comptes du secteur privé, ce qui a amplifié les dommages causés par l'arrivée de la Grande Récession, qui a débuté en 2007 » (p. 122). Les échanges commerciaux sont l'occasion pour Stephanie Kelton d'insister sur le fait qu'un déficit commercial est exprimé monétairement, mais qu'il correspond à un supplément de richesses réelles à la disposition de la nation.

### ***Tout déficit est l'envers d'un excédent***

En allant plus loin, Stephanie Kelton remet en cause la notion d'effet d'éviction des investissements privés par les investissements publics, qui est fondée sur l'idée selon laquelle l'investissement dépendrait de l'épargne préalable, que capterait de façon dommageable l'État. « Le récit de l'éviction financière nous demande d'imaginer qu'il existe une offre *fixe* d'épargne, sur laquelle toute le monde peut tenter d'emprunter. » (p. 138). Et « l'Oncle Sam n'est pas un mendiant qui doit aller, le chapeau à la main, solliciter les fonds pour financer les dépenses qu'il souhaite » (p. 142). Bien sûr, dit-elle, « ce qui compte par dessus tout, c'est le *régime monétaire* sous lequel opère le pays. À la différence de la Grèce, du Venezuela ou de l'Argentine, les pays qui disposent de leur souveraineté monétaire ne sont pas à la merci des marchés financiers » (p. 142-143).

L'auteure dresse l'équation simple selon laquelle « la somme du solde financier de l'État et du solde financier du non-État est nulle » (p. 130). On retrouve ici la formulation de base de l'équilibre macroéconomique qui sera complétée ensuite par le solde extérieur (p. 155 et suiv.). Il s'ensuit qu'« un déficit de l'État est égal à un excédent du non-État » (p. 131 avec un schéma). Et « tant que l'économie américaine reste au plein emploi, ce résultat [déficit budgétaire] ne pose en soi aucun problème » (p. 162). Attention au contraire aux « excédents budgétaires [qui] nous arrachent collectivement une part de fortune financière, ce qui nous

laisse moins de pouvoir d'achat pour alimenter la dépense qui fait fonctionner notre économie » (p. 136). Cette équation comptable est une formalisation simple de l'économie monétaire, mais elle n'est pas nouvelle et propre à la TMM. On la trouve dans beaucoup d'écrits de courants issus du keynésianisme, notamment chez les circuitistes ou les post-keynésiens<sup>5</sup>.

L'enjeu politique de la discussion apparaît alors : « Quand une dévaluation *externe* (c'est-à-dire de la monnaie) n'est pas possible, les pays suivent souvent des politiques de dévaluation *interne* pour essayer de gagner dans l'arène du commerce mondial. Le terme technique néolibéral pour désigner cette stratégie particulière est *réforme structurelle*. C'est ainsi qu'on nomme poliment un programme dont le but est de réduire les coûts du travail (salaires et retraites) afin d'accroître la compétitivité par la baisse des coûts de production. Fondamentalement, cela signifie qu'un pays utilise l'affaiblissement de ses travailleurs comme substitut à l'affaiblissement de sa monnaie. Quand on évoque cette stratégie, l'Allemagne est le cas d'école en Europe. » (p. 164-165).

### ***Vers une politique alternative***

Il est indéniable que beaucoup de pays, les États-Unis en tête, ont été victimes de délocalisations qui ont ravagé l'emploi industriel. Mais les programmes d'aide pour en pallier les effets néfastes n'ont pas enrayé le processus. « Il faut faire plus. Ce plus, c'est une garantie fédérale de l'emploi. » (p. 166). Stephanie Kelton, comme tous les auteurs de la TMM, s'engage alors en faveur de ce qui est appelé « l'emploi garanti » ou « l'État employeur en dernier ressort »<sup>6</sup> : « L'un des traits les plus importants d'un programme de garantie de l'emploi est qu'il maintient une forme de plein emploi en réembauchant immédiatement les chômeurs dans des tâches de service public, ce qui leur assure un revenu et le recyclage nécessaire quand ils sont évincés par des chocs commerciaux. » (p. 167). Mais, si, pour un pays comme les États-Unis, souverain monétairement, la fin du système monétaire international de Bretton Woods (1971) a ouvert des marges politiques de manœuvre pour « ignorer les déséquilibres budgétaires et commerciaux » (p. 173), ce n'est pas le cas des pays pauvres.

Les deux derniers chapitres de l'ouvrage de Stephanie Kelton sont consacrés à des propositions concrètes de politiques radicalement autres que celles menées par les gouvernements néolibéraux. Le meilleur exemple est fourni par les politiques de prestations sociales, en particulier celle de la santé. Elle revient longuement sur les réformes d'Obama et montre combien elles sont restées à mi-chemin, alors que la Social Security, Medicare et Medicaid étaient « prise[s] pour cible[s] depuis des décennies » (p. 194). C'est donc au nom de « vous y avez droit ! » (titre du sixième chapitre) que peut être posé le principe réel suivant : « Tant que nous aurons les fournisseurs de soins et les équipements pour satisfaire la demande, Medicare sera soutenable dans les seuls termes qui comptent : les ressources productives réelles de notre pays. » (p. 210, et p. 250).

<sup>5</sup> Pour une présentation détaillée dans « L'équilibre comptable d'une économie monétaire, Petite note technique », 23 mars 2015, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2015/03/23/l-equilibre-comptable-macroeconomique-d-une-economie-monetaire-petite-note-technique>. On peut aussi voir ce bouclage avec une présentation monétaire des schémas de la reproduction de Marx : « Expectation, Financing and Payment of Nonmarket Production : Towards a New Political Economy », *International Journal of Political Economy*, vol. 38, n° 1, Spring 2009, p. 58-80, <http://harribey.u-bordeaux4.fr/travaux/valeur/ijpe-nonmarket.pdf> ; *La richesse, la valeur et l'inestimable, Fondements d'une critique socio-écologique de l'économie capitaliste*, Les Liens qui libèrent, 2013, Annexe au chapitre 9.

<sup>6</sup> Voir aussi Hyman P. Minsky, *Stabiliser une économie une économie instable*, Institut Veblen, Les Petits matins, 2016. Recension dans Jean-Marie Harribey, « Minsky au milieu du gué ? », *Les Possibles*, n° 10, Été 2016, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/monnaie/minsky-stabilite.pdf>.

Le constat vaut aussi pour la retraite par répartition (p. 221-222). Mais avec le germe d'une faille logique : « La plupart des gens croyaient (et croient toujours) que la taxe sur les salaires<sup>7</sup> rapportent les revenus qui servent à payer les pensions » (p. 197). Les capacités productives à l'avenir sont ainsi oubliées, alors qu'elles sont rappelés plus loin : « Comment organisez-vous un système qui garantisse la création des biens réels que ces pensions servent à acheter ? » (p. 222) ; et de nouveau omises en regrettant que « le retraité américain ordinaire n'a[it] pas du tout d'argent de côté pour sa retraite » (p. 242).

Au lieu de voir l'État bloqué par la peur du déficit, il vaut mieux examiner les seuls « déficits qui comptent » (titre du septième chapitre), c'est-à-dire lorsqu'il y a « un écart entre ce que nous avons et ce dont nous avons besoin » (p. 233). Et ils sont nombreux :

- déficit de bons emplois quand « 40 % des Américains se disent incapables de sortir 400 dollars en cas d'urgence [...] parce que le travail est mal payé » (p. 236) ou que « tout le monde est jetable » (p. 239) ;
- déficit d'épargne quand il faut payer les études des enfants ou quand les pensions à cotisations définies sont insuffisantes ;
- déficit de santé parce que « 28,5 millions d'Américains n'ont toujours pas d'assurance maladie », et que si on ajoute ceux qui sont sous-assurés, « le nombre total d'Américains qui ne disposent pas de la couverture santé dont ils ont besoin atteint 85 millions de personnes en 2019 » (p. 248) ;
- déficit d'éducation, surtout parce que les inégalités « commencent à la maternelle et persistent jusqu'au lycée et au-delà » (p. 250) ; les frais de scolarité dans l'enseignement supérieur, tant privé que public, ont considérablement augmenté, provoquant un endettement moyen de près de 40 000 dollars, accablant « 45 millions d'Américains qui ont sur les bras 1 600 milliards de dollars de dettes d'études » (p. 234) ;
- déficit d'infrastructures : « routes, ponts barrages, digues, écoles hôpitaux, voies ferrées, réseaux d'électricité, d'internet haut débit, d'eau, d'assainissement, de traitement des déchets, etc. » (p. 255), tandis qu'il y a « beaucoup plus de maisons vides que d'Américains sans abri » (p. 260) ;
- déficit climatique alors qu'il ne reste qu'« un peu moins de vingt-six ans pour le combler » (p. 266) ;
- déficit démocratique, reflet des inégalités de revenu et de patrimoine, pendant que « les Américains qui n'ont pas de gros revenus ont le sentiment que les décideurs de l'action publique et les élus au pouvoir ne prêtent aucune attention à leurs récits ou à leur luttes, ou même qu'il ne vaut pas la peine de participer à la démocratie américaine » (p. 271).

## 2. Questions à la TMM

Il faut reconnaître à Stephanie Kelton le mérite de conduire son raisonnement de façon très pédagogique pour parvenir à sa conclusion « construire une économie pour le peuple » (titre du huitième et dernier chapitre, ainsi que sous-titre du livre), dans laquelle la dépense publique est mise au service du plein emploi. L'enjeu, aux États-Unis et partout ailleurs, est tellement important qu'on souscrit sans réserve à cet objectif politique et social. Cela dit, voyons quelques points qui, sans remettre en question cet objectif final, appellent discussion.

---

<sup>7</sup> On dirait en France : cotisations sociales.

### ***Qui crée la monnaie ?***

Puisque le point de départ du raisonnement de la TMM est l'origine de la monnaie, observons deux choses. Premièrement, la création de monnaie – essentiellement scripturale – intervient à l'occasion du crédit bancaire accordé aux agents économiques non financiers. On a trop l'impression dans le livre de Stéphanie Kelton que les banques ordinaires ont disparu, comme si la seule banque existante était la Réserve fédérale. Toute conception de la monnaie endogène aux besoins de l'économie dans son ensemble, au-delà donc de la seule sphère publique, est de ce fait abandonnée ou passée sous silence. Telle est aussi la fragilité du chartalisme qui peut être considéré comme parent de la TMM.

Deuxièmement, et peut-être plus important encore, on ne distingue plus dans la conception de Stéphanie Kelton l'État fédéral et la banque centrale Réserve fédérale : on l'a vu plus haut, d'une seule main, le Trésor et la Fed émettent le dollar, dit-elle (p. 27). Or, s'il est vrai qu'il existe aux États-Unis une étroite liaison, sinon dépendance, entre la Fed et l'État, il est impossible d'en tirer une théorie générale. Quel que soit le degré de dépendance de la banque centrale à l'égard de son État, les deux institutions n'ont pas la même fonction, l'une de réguler le système des paiements, l'autre de mener la politique économique. Autrement dit, l'assimilation des deux institutions en quasiment une seule entité entraîne une confusion entre le financement d'une dépense et l'exécution de cette dépense, deux moments qu'on ne peut assimiler. Au surplus, et la chose n'est pas anodine, c'est l'État qui institue la banque centrale et non l'inverse.

Concentrer l'attention sur le couple État-Fed créateur de monnaie, sans distinction des deux entités, pourrait laisser penser que la TMM se confond avec la thèse de la « monnaie pleine » ou dite « 100 % monnaie »<sup>8</sup>. Or, cette thèse, d'une part, entretient l'illusion d'une garantie semblable à celle que pouvait avoir l'étalon-or autrefois puisque l'État serait le seul émetteur de monnaie, et, d'autre part omet toute référence à la capacité productive d'une économie pour garantir *réellement* la monnaie.

Enfin, l'oubli des banques de second rang peut avoir des conséquences sur la conception et même la définition de la dette d'un État. En parlant des relations entre les États-Unis et la Chine ou le Japon, Stéphanie Kelton écrit que « si nous le voulions, nous pourrions rembourser la dette immédiatement, d'une simple frappe sur un clavier » (p. 20). Mais cette dette des États-Unis vis-à-vis de l'étranger est le résultat de ce qu'on nomme les déficits jumeaux budgétaire et commercial, et elle rassemble des titres de créances publics et privés détenus par l'étranger.

### ***À quoi servent les impôts ?***

Les confusions précédentes entraînent Stéphanie Kelton dans la répétition à de très nombreuses reprises de l'idée que les impôts ne servent pas à payer les dépenses publiques. « S'imaginer que les impôts paient les dépenses publiques est un pur fantasme. » (p. 11) ; « Les impôts ne paient rien du tout. Du moins au niveau fédéral » (p. 34) ; « Si les impôts sont importants, ce n'est pas parce qu'ils aident l'État à payer ses factures » (p. 122-123)<sup>9</sup>. Pourquoi faut-il s'arrêter sur cette affirmation réitérée ? Parce que l'auteure confond le *financement* de l'investissement (ici public, mais on suppose que l'erreur serait répétée pour

<sup>8</sup> Voir Les Économistes atterrés, *La monnaie un enjeu politique*, Seuil, 2018 ; Jean-Marie Harribey, « La monnaie pleine, une vraie mauvaise idée », 12 juin 2018, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2018/06/12/la-monnaie-pleine-une-vraie-mauvaise-idee>.

<sup>9</sup> C'est aussi le point de vue que soutient Pavlina R. Tcherneva, *La garantie de l'emploi, L'arme sociale du Green New Deal*, La Découverte, 2021, p.75 : « Les dépenses du gouvernement abreuvent l'économie marchande, pendant que les impôts en retirent une partie de la circulation, contrebalançant ainsi l'impact inflationniste potentiel des dépenses. Les impôts ont aussi de considérables effets distributifs et incitatifs, dans un monde de monnaies souveraines fiduciaires et flottantes, ils ne "paient pas" les dépenses du gouvernement, comme on le croit généralement. »

l'investissement privé), qui doit exister *préablement* à son lancement, avec le résultat macroéconomique de celui-ci, et au terme duquel interviendra un paiement, donc *ex post*, par le biais de l'impôt. Autrement dit, seule la distinction entre ces deux moments permet de retrouver le message keynésien du bouclage macroéconomique qui fait résulter le flux d'épargne supplémentaire du revenu engendré par le flux d'investissement (revenu qui se partagera entre consommation, impôt et épargne pour les ménages et profits pour les entreprises), et donc de se débarrasser de l'illusion de fonds prêtables préexistants. L'étonnant est que Stephanie Kelton rejette à juste titre cette illusion (p. 139, 142 144, 147, 151) sans voir que celle-ci ne procède pas du rôle joué par les impôts.

Il s'ensuit que les deux discours entendus sur les impôts peuvent être considérés comme aussi biaisés, sinon erronés, l'un que l'autre : celui du sens commun, « les impôts financent les dépenses publiques », et celui de la TMM, « les impôts ne paient pas les dépenses publiques ». Les deux assertions ignorent la distinction entre financement de la production *ex ante* et paiement de celle-ci *ex post*. Le rétablissement de cette distinction a à voir avec les conceptions de la monnaie, du crédit bancaire, de la banque centrale et de l'État. En effet, la création de monnaie, via le crédit, anticipe le supplément de valeur qui résultera de l'investissement ou ici de la dépense publique.

Stephanie Kelton en arrive au point que, jamais, l'État n'aurait besoin d'augmenter les impôts au fur et à mesure que les dépenses publiques augmentent, en tout cas jusqu'au moment où le plein emploi ferait réapparaître l'inflation. Elle le dit explicitement : « Si les impôts sont importants, ce n'est pas parce qu'ils aident l'État à payer ses factures. C'est parce qu'ils contribuent à empêcher les dépenses publiques de créer un problème d'inflation. De même si les ventes de bons du Trésor sont importantes, ce n'est pas parce qu'elles permettent à l'État de financer ses déficits budgétaires. C'est parce qu'elle drainent les réserves excessives, ce qui permet à la banque centrale d'atteindre un taux d'intérêt cible positif. » (p. 122-123). Le risque est alors de délégitimer toute réforme fiscale, en ironisant sur « la TMM [qui] n'emprunte pas le chemin de "Robin des bois", taxer les riches pour donner aux pauvres. Nos impôts fédéraux, on l'a vu, ne paient rien du tout, et ils ne paieront pas non plus l'amélioration du niveau de vie de qui que ce soit » (p. 271), alors que l'auteure affirme souvent le rôle de redistribution de la fiscalité : « Renforcer la progressivité de notre code des impôts est l'une des tâches essentielles pour inverser la tendance, vieille de plusieurs décennies, à l'aggravation de l'inégalité des revenus et des fortunes » (p. 273). Une redistribution qui doit être précédée d'une meilleure répartition primaire (p. 273). Et, à force d'insister sur le caractère anti-inflationniste des impôts, Stéphanie Kelton peut faire oublier que l'inflation est avant tout la résultante d'une confrontation entre travail et capital, alors qu'elle fait allusion parfois au « rapport de forces entre des intérêts précis au sein d'un même pays » (p. 183).

Cette position théorique au sujet des impôts est intenable jusqu'au bout<sup>10</sup>. En effet, d'un côté, on lit « L'impôt n'est pas là pour récolter de l'argent. Il est là pour que les gens travaillent et produisent des choses pour l'État. » (p. 36), ou bien « La fiscalité existe afin de créer une demande pour la monnaie de l'État. » (p. 38), et, de l'autre, « Les impôts permettent aux États de s'approvisionner sans recours explicite à la force. Si l'État britannique cessait d'exiger de son peuple qu'il s'acquitte de ses obligations fiscales en utilisant la livre sterling,

---

<sup>10</sup> Dans la note 22 du chapitre 2, p. 329, Stephanie Kelton écrit : « Lerner voulait aussi que l'État évite de faire de l'emprunt – c'est-à-dire de la vente de bons du Trésor – une composante habituelle de la coordination de ses opérations budgétaires. Puisqu'il était l'émetteur de la monnaie, il pouvait simplement dépenser de l'argent dans l'économie et l'y laisser. Si l'on repense à notre modèle  $D \rightarrow I \& E$ , Lerner voulait que l'État dépense et rien d'autre (D). Il n'était pas nécessaire de faire suivre cette dépense d'impôts ou d'emprunts. L'État ne devait augmenter les impôts que pour écarter une pression inflationniste et ne devait vendre des bons du Trésor que pour empêcher une baisse des taux d'intérêt. »



il compromettrait assez vite ses propres capacités d'approvisionnement. Moins de gens auraient besoin de gagner des livres ; et l'État aurait plus de mal à trouver des enseignants, des infirmières, etc., qui seraient prêts à travailler et à produire en échange de sa devise. » (p. 45, voir aussi p. 279).

Si l'on comprend bien, l'État s'approvisionne pour embaucher et payer des enseignants et des infirmières. Exit alors le non-besoin d'impôt pour payer sa dépense ! On touche là une contradiction que seule la séquence vue plus haut est capable de surmonter : 1) anticipation monétaire de la valeur ajoutée que procureront l'embauche et l'investissement ; 2) production de valeur ; 3) bouclage par le paiement (de l'acheteur pour les marchandises, du contribuable pour les services non marchands).

La contradiction est telle que Stéphanie Kelton est sur le point de rétablir l'effet d'éviction qu'elle a rejeté auparavant car, dit-elle, pour éviter l'inflation, l'État doit « coordonner hausse des dépenses publiques et hausse d'impôts, en vue de nous obliger à réduire un peu nos achats *afin de créer un espace pour le supplément de dépense de l'État* » (p. 45-46, souligné par moi, JMH).

Le raisonnement circulaire n'est pas loin quand Stéphanie Kelton écrit : « C'est l'impôt (du moins à l'origine) qui incite les gens à chercher un emploi. La TMM en tire une conclusion simple : puisque l'État impose la fiscalité qui pousse à chercher des façons de gagner sa monnaie, il doit garantir qu'il y ait toujours un moyen de la gagner. » (p. 84). Comment l'impôt pourrait-il inciter à chercher de la monnaie pour payer l'impôt ?

À plusieurs reprises, Stéphanie Kelton nous entraîne dans des retournements logiques qui finissent mal : « Comme le déficit budgétaire de l'Oncle Sam *vient du désir* des entreprises et ménages américains d'accumuler un excédent de dollars, le déficit commercial *vient du désir* du reste du monde d'accumuler un excédent de monnaie américaine. La faim mondiale de dollars est la grande raison pour laquelle nous avons un déficit commercial sans discontinuer depuis des décennies. » (p. 175, souligné par moi, JMH). Le danger d'une telle affirmation est que soit confondue la cause d'un phénomène (déficit commercial américain) avec sa contrepartie, voire que l'on trouve une intentionnalité dans ce qui n'est qu'une conséquence d'un modèle productif. Ne serait-ce pas une forme de fétichisme ?

### ***L'articulation entre la banque centrale et l'État***

Stéphanie Kelton est obligée aussi, indirectement, de revenir sur l'assimilation entre l'État et la Fed : « La vérité est que nous avons confié une responsabilité beaucoup trop lourde aux banques centrales, et pas seulement aux États-Unis : dans le monde entier. Elles ne peuvent ni modifier la fiscalité ni dépenser directement de l'argent dans l'économie, donc le mieux qu'elles puissent faire pour promouvoir l'emploi est d'essayer de créer des conditions financières propices à une expansion de l'emprunt et la dépense. » (p. 75).

Mais si elle reconnaît que « à lui seul, le levier de la politique monétaire n'était pas assez puissant. Il était temps que l'autre instrument – la politique budgétaire – entre en jeu. » (p. 76), cela ne va pas jusqu'à inclure dans la politique monétaire le phénomène majeur de l'anticipation monétaire nécessaire à la dépense d'investissement.

L'affirmation selon laquelle « le taux d'intérêt est déterminé par les pouvoirs publics » (p. 138) ne tient que si on a assimilé l'État et la banque centrale, ce qui, même dans le cas des États-Unis, est contestable historiquement. Sinon, comment expliquerait-on le fait que les États, les institutions financières et même les agents économiques non financiers scrutent en permanence les décisions que prennent quotidiennement les banques centrales ? Stéphanie Kelton, dans un nouveau retournement, se range derrière Randall Wray qu'elle cite : « l'État peut "emprunter" (émettre des bons vendus au public) à n'importe quel taux d'intérêt que la banque centrale décide d'imposer. » (p. 150). Elle confirme ce point avec le cas de la Banque du Japon qui « est déterminée à maintenir ce taux à dix ans autour de 0 %. Comment ? En

achetant autant de ces bons qu'il faudra pour empêcher leur rendement de monter au-dessus de zéro. » (p. 151).

La TMM semble donc s'éloigner des thèses généralement défendues par les post-keynésiens. Marc Lavoie écrit ceci : « Les déficits budgétaires n'ont aucune influence sur les taux d'intérêt à court terme, puisque ceux-ci sont entièrement manipulés et sous le contrôle de la banque centrale ; et ils n'ont aucun effet prévisible sur les taux d'intérêt à long terme ou sur les taux d'intérêt administrés par les banques de second rang, en raison des complexités et des non-linéarités qui régulent la formation de ces taux d'intérêt. De plus, il est toujours possible pour un gouvernement central moderne, disposant d'un pouvoir de taxation étendu, de financer ses dépenses publiques, tant que le gouvernement et la banque centrale font partie des agents participant à la chambre de compensation. Un gouvernement sensé, qui comprend ces éléments de théorie économique, ne devrait jamais autoriser sa banque centrale à fixer des taux d'intérêt qui surpassent de beaucoup le taux de croissance de l'économie, à moins d'être déterminé à créer des conditions qui contraignent l'État à réduire sa taille relative et à couper dans ses services publics. D'ailleurs, c'est la hausse brutale des taux d'intérêt dans les années 1980, associée à l'accélération des taux d'inflation, qui a mené à la grave crise des finances publiques qui a affecté tous les pays occidentaux. »<sup>11</sup>

Quand Stephanie Kelton explique que « *c'est le déficit même de l'État qui fournit les dollars nécessaires pour acheter les bons* » (p. 140), on se demande à quoi sert de fournir des dollars pour les récupérer aussitôt ? Pour soutenir les taux d'intérêt, répond-elle d'abord (p. 50), ou bien, ensuite, « les déficits font *baisser* le taux d'intérêt à un jour » (p. 147) ? À mon sens, on retrouve l'ambiguïté consistant à mélanger les rôles de l'État et de la banque centrale. Et on ne peut plus interpréter la pratique des banques centrales qui, depuis plusieurs années, ont diminué jusqu'à zéro et au-delà les taux directeurs. La TMM perd sa qualité de théorie générale si l'idée selon laquelle « les taux d'intérêt payés sur les bons d'État sont un choix des pouvoirs publics et non une contrainte imposée à l'État fédéral par les créanciers » (p. 147) ne s'applique qu'au cas particulier états-unien.

En parlant de la zone euro, l'auteure indique : « Puisqu'ils ne peuvent pas émettre cette devise, les États membres sont contraints de couvrir leur déficit budgétaire en vendant des bons. » (p. 152). Donc, dans un cas de souveraineté, la vente de bons n'est pas destinée à couvrir le déficit, et dans un cas de perte de souveraineté, la vente des bons couvre le déficit ? Pour que ce raisonnement tienne, il faut qu'il y ait une action de la banque centrale spécifique, qui tient à l'anticipation monétaire dans un cas et pas dans l'autre. Mais, encore faut-il ne pas avoir assimilé la banque centrale à l'État.

### 3. Réflexions présentes et d'avenir

Les questions posées ci-dessus et les remarques apportées au fil de la lecture ne démonétisent pas (si l'on peut dire) ce livre qui a l'immense mérite de mettre à bas beaucoup de présupposés et d'arguments de la théorie économique dominante. Si la TMM part d'une conception de la monnaie originale, ce n'est pas pour faire de celle-ci l'unique instrument de l'action gouvernementale. Au contraire, elle vise à dresser un cadre conceptuel qui rende la politique budgétaire légitime et surtout efficace pour contribuer à résoudre les problèmes économiques et sociaux. Insistons alors sur trois points : l'emploi garanti, l'usage et la maîtrise de la monnaie pour libérer la politique budgétaire, et la soutenabilité écologique.

---

<sup>11</sup> Marc Lavoie, « État social, employeur de dernier recours et théorie post-keynésienne », *Revue française de socio-économie*, 2009-1, n° 3, p. 55-75, <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-socio-economie-2009-1-page-55.htm>.

### ***Garantir l'emploi***

Alors que beaucoup de pays ne parviennent pas à endiguer le chômage, sauf en multipliant les petits boulots mal payés et l'emploi à temps partiel surtout pour les femmes, que les États promeuvent souvent la baisse du coût du travail et des protections sociales qui lui sont inhérentes, la proposition d'emploi garanti ou de l'État employeur en dernier ressort est la seule<sup>12</sup> qui rompe radicalement avec les politiques de mauvais emploi néolibérales, à condition qu'elle soit associée à la réduction du temps de travail, sans quoi on ne peut envisager ni une augmentation de l'emploi dans les entreprises privées et dans les administrations publiques, ni son amélioration qualitative. Elle est donc susceptible d'apporter une pierre au débat en Europe. L'expérience française, pour l'instant très modeste, de « Territoires zéro chômeur de longue durée » est intéressante à cet égard.

Le principe de l'emploi garanti est simple : à partir de besoins recensés dans des endroits ou secteurs précis, l'État embauche les chômeurs et leur verse un salaire complet. L'effet est positif si cet emploi ne se substitue pas à l'emploi des salariés œuvrant sous un statut de la fonction publique.

L'embauche sur un emploi garanti présente au moins quatre caractères cruciaux : il dote l'économie d'un stabilisateur contracyclique permanent, il donne aux chômeurs une véritable insertion sociale, il satisfait des besoins socialement validés et donc il crée la valeur économique que lui a reconnue la société. La légitimité de cette construction sociale est de même nature que celle qui préside à la décision de créer des services publics non marchands (éducation, santé...), dont la valeur est créée par les travailleurs qui y sont employés et non prélevée sur le fruit de la sphère marchande<sup>13</sup>.

### ***Retrouver l'usage et la maîtrise de la monnaie pour libérer la politique budgétaire***

Malgré les réserves exprimées plus haut, l'apport essentiel de la TMM est de redéfinir le cadre socio-institutionnel de la monnaie et de la politique monétaire qui libère la politique budgétaire des carcans dans lesquels le capitalisme néolibéral l'a ensermée lorsque les États ont perdu leur souveraineté monétaire ou tout simplement la possibilité de faire appel à la création de monnaie auprès de leur banque centrale. Cette contrainte est très largement allégée, sinon supprimée, dans un pays comme les États-Unis, où l'État fédéral et la banque centrale fédérale conservent des liens très étroits, allant jusqu'à donner l'impression d'une symbiose entre les deux. Cette discussion trouve un écho particulier dans l'Union économique et monétaire européenne qui a connu pendant plus de vingt ans une Banque centrale européenne arcbutée sur une indépendance drastique et sur ses prérogatives de stabilité financière, avant de chanceler complètement sa pratique en rachetant sans discontinuer des titres de dette publique ou privée, pour faire face à la succession de crises. Un écho parce que le surcroît de dépenses publiques, notamment dans la période de crise sanitaire, a été garanti par la politique monétaire non conventionnelle et le *Pandemic Emergency Purchase Programme*, comme si l'interdiction faite à la BCE de financer directement ces dépenses était contournée, sinon enfreinte. À tel point que beaucoup d'analystes considèrent que la

<sup>12</sup> Stephanie Kelton n'aborde pas du tout ici la question de la RTT.

<sup>13</sup> Contrairement à ce qu'enseignent la vulgate libérale, qui considère l'économie non marchande comme improductive, et une certaine tradition marxiste, qui ignore le concept très marxien de validation sociale du travail, condition de la valeur. Toutes les deux affirment que les services non marchands sont financés par l'économie marchande. Voir par exemple l'essai de conceptualisation et le débat que cela a suscité depuis plus de vingt-cinq ans : Jean-Marie Harribey, « Expectation, Financing and Payment of Nonmarket Production : Towards a New Political Economy », *op. cit.* ; *La richesse, la valeur et l'inestimable*, *op. cit.* ; « Dans les services monétaires non marchands, le travail est productif de valeur », *La Nouvelle Revue du travail*, n° 15, 2019, <https://journals.openedition.org/nrt/6176> ; et *Le trou noir du capitalisme, Pour ne pas y être aspiré, réhabiliter le travail, instituer les communs et socialiser la monnaie*, Le Bord de l'eau, 2020. On trouvera les références des auteurs adverses de la thèse que je défends dans celles mentionnées ci-dessus.

« planche à billets » a été mise en branle pour « monétiser » les dépenses publiques. Ce n'est pas l'idée que je soutiens parce qu'il existe un écart important entre la création de monnaie centrale inscrite dans les réserves des banques ayant obtenu un refinancement de leurs titres et la monnaie supplémentaire qui va circuler dans l'économie productive<sup>14</sup>.

Cependant, une discussion sur la possibilité pour la BCE de financer directement les dépenses publiques, défaisant les États de l'obligation d'emprunter sur les marchés financiers, a été ouverte à l'occasion d'une controverse sur l'annulation des dettes publiques détenues par le Système européen des banques centrales. Controverse sans doute mal posée si elle se borne à demander « pour ou contre cette annulation ? », mais qui prend son véritable sens s'il s'agit d'ouvrir la cage de fer du financement des dépenses publiques par les marchés, car, sur le plan théorique, il reste toujours fondé sur l'idée que l'État doit partir à la recherche de fonds que des épargnants précautionneux et – on n'en doute pas une seconde ! – conscients de l'intérêt général offrent, même gracieusement aujourd'hui !

### « C'est la soutenabilité, idiot ! »

On aurait presque envie de paraphraser un célèbre aphorisme prononcé par James Carville autour de Bill Clinton pour dire que la discussion permise par la TMM peut aider à réfléchir au financement de la transition écologique. Stéphanie Kelton n'aborde pas dans son livre cette question. Certes, elle évoque le réchauffement climatique et le renversement de politique qu'il implique, compte tenu des « limites de nos moyens *biologiques et matériels* » (p. 309). Mais elle ne dit rien sur le fait de savoir le rôle que pourrait jouer la banque centrale, puisque, de toute façon, aux États-Unis, elle ne semble, selon l'auteure, n'exister que subordonnée à la politique de l'État fédéral ; rien non plus sur la mise en place d'une conditionnalité au refinancement des banques quant à la qualité des titres rachetés.

La soutenabilité du développement humain est une stratégie cohérente quand elle associe les objectifs écologiques aux objectifs sociaux. C'est la raison pour laquelle la mutation des modèles productifs et de consommation implique une profonde transformation de l'organisation du travail, des finalités de celui-ci, dans laquelle le partage du travail par la réduction de sa durée joue un rôle déterminant, quantitativement et qualitativement. Il est dommage que Stéphanie Kelton envisage la mobilisation des capacités productives uniquement sous l'angle quantitatif.

Ainsi, Stéphanie Kelton semble considérer comme compatibles une transformation du modèle économique avec un programme de réfection des infrastructures héritées d'une économie insoutenable (p. 255), sans se demander s'il ne faudrait pas changer de type d'infrastructures, en regrettant le « trop peu de voies sur les autoroutes » (p. 255), tout en affirmant qu'« il n'y a aucune raison de penser que l'Amérique soit sur le point de manquer de béton, d'acier, de bois ou de métaux » (p. 260).

On se gardera d'appuyer là où ça fait mal, parce que cette contradiction n'est pas propre à la TMM, mais elle est celle de tous ceux qui voient la difficulté à sortir d'un modèle productiviste et antisocial : « Pour atteindre l'objectif des 1,5 ° [de température supplémentaire maximum], il faudra que le monde ait réduit de moitié son usage des combustibles fossiles en 2030 et n'en consomme plus du tout en 2050. Disons-le franchement : cela exige une remise à plat complète de la civilisation américaine et mondiale » (p. 265).

On ne saurait mieux dire. Mais, alors, la meilleure politique monétaire alliée à la meilleure politique budgétaire ne suffiront pas. Car il s'agit de transformer les rapports sociaux. Les rapports de classes ne se réduisent pas à des déficits publics. Sinon, ce serait un

<sup>14</sup> J'ai exprimé cette position dans « La monnaie est une dette, mais auprès de qui ? », *Les Possibles*, n° 27, Printemps 2021, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/monnaie/monnaie-dette.pdf>.

mythe de plus à décoder... Pour l'instant, avec son livre, Stephanie Kelton nous invite à déconstruire un morceau de pensée dominante, à *dé-penser*...

14 mars 2021