

État des lieux rapide des controverses sur la monnaie magique

Jean-Marie Harribey

4 décembre 2020

<https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2020/12/04/etat-des-lieux-rapide-des-controverses-sur-la-monnaie-magique>

La monnaie, cette construction sociale à part entière, fait l'objet de discussions permanentes, certaines très étonnantes, que les conséquences de la pandémie du Covid-19 ont encore avivées. Ce serait impossible d'en dresser la liste complète. On peut juste tenter d'énumérer les points les plus saillants ou les plus fréquemment controversés. Dans une période où les erreurs prennent le visage de la vérité, où les *fake news* sont davantage diffusées que les acquis de la science, et où les intérêts privés prennent le pas sur l'intérêt général, il peut être utile de réaffirmer que la terre n'est pas plate et qu'elle tourne autour du soleil. Je prends donc le risque de réponses courtes à des questions qu'il s'agit de démystifier.

1. La monnaie est moins un outil économique qu'une institution sociale, un « fait social total »¹

Trois choses que nous ont apprises l'histoire et l'anthropologie : avant d'être un instrument économique, la monnaie est une institution relative aux échanges sociaux ; elle est bien antérieure dans l'histoire humaine au capitalisme, auquel elle ne se réduit pas ; elle est, dans notre société moderne, à double face : un bien privé permettant les échanges de biens et services ainsi que l'achat de la force de travail en vue de l'accumulation du capital, et un bien public par le biais duquel sont assurés des services d'intérêt général (la Sécurité sociale et l'éducation publique par exemple).

Si l'on excepte quelques économistes socio-sceptiques, orphelins de Margaret Thatcher, plus personne ne croit en l'existence de 7 milliards de Robinson Crusoé, chacun sur son île. L'être humain est un être social, et la monnaie est l'une des institutions que la société s'est données pour signifier l'appartenance de chacun au tout. La facilité avec laquelle circule la monnaie est fondée sur la confiance en elle, qui repose elle-même sur la légitimité que lui a décernée le pouvoir politique et sur la capacité d'un système productif à même de fournir les biens et services nécessaires.

De ces trois leçons, on peut tirer l'idée que la gestion de la monnaie ne doit pas être abandonnée à de prétendues lois du marché, mais qu'elle doit être une affaire commune.²

2. La création de monnaie dite *ex nihilo*

C'est l'une des questions qui intriguent et inquiètent parfois le grand public : y aurait-il une source cachée d'argent que l'on ne nous dirait pas ? Le complot irait-il jusqu'à nous laisser volontairement dans l'ignorance de ce trésor dissimulé on ne sait où, ou bien, pire

¹ Selon l'expression de Marcel Mauss, « Les origines de la monnaie », *Représentations collectives et diversité des civilisations*, Œuvres, Paris, Minuit, tome 2, p. 106-112, version électronique établie par J.-M. Tremblay, http://classiques.uqac.ca/classiques/mauss_marcel/oeuvres_2/oeuvres_2_02/origine_notion_monnaie.pdf.

² Les travaux sur la nature socio-institutionnelle de la monnaie sont maintenant nombreux et suffisamment établis théoriquement, notamment ceux dans la lignée de M. Aglietta et A. Orléan, *La monnaie entre violence et confiance*, Paris, O. Jacob, 2002. Pour une synthèse pédagogique, voir J.-M. Harribey, E. Jeffers, J. Marie, D. Plihon, J.-F. Ponsot, *La monnaie, un enjeu politique*, Paris, Seuil, 2018 ; et, dans une présentation plus courte, J.-M. Harribey, E. Jeffers et D. Plihon, « La monnaie au service de la société », Note pour Attac », 2020, https://local.attac.org/13/aix/IMG/pdf/note-la_monnaie_au_service_de_la_societe.pdf.

encore, s'agirait-il d'un tour de prestidigitation qui se solderait par un désastre calamiteux pour la société, auquel cas la monnaie créée à partir de rien ne vaudrait donc rien ?

Commençons par le plus simple. Aujourd'hui, la monnaie n'est pas émise (ou créée) par le souverain, frappée à son effigie, sous forme ou en contrepartie d'une réserve de métal précieux. Elle est créée par le système bancaire lorsque celui-ci accorde des crédits aux agents économiques non financiers, entreprises et ménages, qui le demandent. On dit qu'elle est endogène aux besoins de ces agents. En vertu de quel pouvoir le système bancaire a cette capacité ? En vertu du pouvoir qui lui a été délégué par le souverain (l'État le plus souvent ou un groupements d'États).

Mais le système bancaire est organisé hiérarchiquement. À la base, les banques ordinaires (privées ou publiques, peu importe pour l'instant) qui, moyennant des garanties apportées par les demandeurs, accordent des crédits en les inscrivant sur les comptes de ceux-ci. C'est donc une monnaie écrite, dite scripturale. Elle ne nécessite aucun dépôt préalable dans les coffres des banques. Au contraire, de multiples dépôts naîtront des dépenses effectuées grâce aux crédits.

Au-dessus des banques figure la banque centrale, dite parfois banques des banques, dont la mission est double, voire triple. La première mission est d'assurer le refinancement des banques ordinaires qui, pour solder leurs engagements réciproques consécutifs aux ordres de virements de leurs clients, doivent avoir leur compte auprès de la banque centrale approvisionné en monnaie *centrale*, c'est-à-dire celle que seule la banque centrale a le pouvoir d'émettre. Cet approvisionnement se fait lorsque les banques apportent à la banque centrale des titres, moyennant le taux directeur de cette dernière. En faisant varier ce taux, la banque centrale rend plus ou moins facile le refinancement et, par contrecoup, régule la politique de crédit des banques. À ce titre, cette mission est celle de « prêteur en dernier ressort » des banques lorsque celles-ci se trouvent en difficultés ou tout simplement en manque de liquidités « centrales » sur le marché interbancaire. Mais, voici déjà la première pierre d'achoppement entre les économistes : ce n'est pas la banque centrale qui crée l'essentiel de la monnaie³, elle ne met en circulation que la monnaie dite fiduciaire (billets) et elle crédite sur demande les comptes des banques en monnaie scripturale. Ce n'est même pas elle qui a l'initiative de déclencher le mouvement de crédit à l'économie qui se multiplierait ensuite. Ainsi, l'idée qu'agirait un « multiplicateur du crédit » appliqué aux réserves des banques, à partir des décisions de la banque centrale, est aujourd'hui abandonnée par la plupart des économistes.

La deuxième mission de la banque centrale provient de son monopole d'émission des billets et des pièces, lesquels ne s'ajoutent pas à la monnaie qui circule dans l'économie mais qui sont mis en circulation par l'intermédiaire des banques par soustraction à leurs réserves à la banque centrale. Si j'ai besoin de billets, mon compte bancaire est débité, et le compte de la banque à la banque centrale est débité lorsqu'elle fait appel à celle-ci. Donc, pour donner une première définition et mesure de la masse monétaire entre les mains des agents économiques non financiers, il faut ajouter les sommes inscrites sur leurs comptes de dépôts et les billets et pièces.

La troisième mission de la banque centrale est variable selon les politiques menées qui accordent soit la priorité à la lutte contre l'inflation, donc à la stabilité monétaire qui garantit la rente financière, ou bien à l'activité économique (production, emploi).

Ces trois missions se trouvent au centre de l'actualité depuis que les crises financières se sont succédé au cours des dernières décennies, et particulièrement depuis l'irruption de la pandémie du coronavirus. Outre le fait que les pays membres de l'Union européenne ont

³ Contrairement à ce qu'affirme François Lenglet, « Quand l'argent naît à partir de rien », convoqué sans doute au titre de sa connaissance légendaire de l'économie, dans *Le 1*, « D'où viennent les milliards ? », n° 324, 25 novembre 2020. Il nous explique que les banques centrales « ont le monopole de la création de l'agent ».

adopté le principe d'un emprunt collectif de 750 milliards d'euros pour aider les pays membres à relancer leurs économies (312,5 milliards de subventions et le reste en prêts), la Banque centrale européenne (BCE) procédera au rachat de titres publics et privés à hauteur de 1350 milliards d'ici juin 2021. Dans ce cas dit d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* en anglais), s'agit-il de création de monnaie de la part de la BCE ? Si ces sommes restent au crédit des comptes des banques, il n'y a aucune création. Il n'y a création que si les banques procèdent à l'achat de nouvelles obligations d'État ou à des nouveaux prêts aux entreprises.⁴ On retrouve l'idée de la monnaie dite endogène aux besoins de l'économie, et non pas exogène.

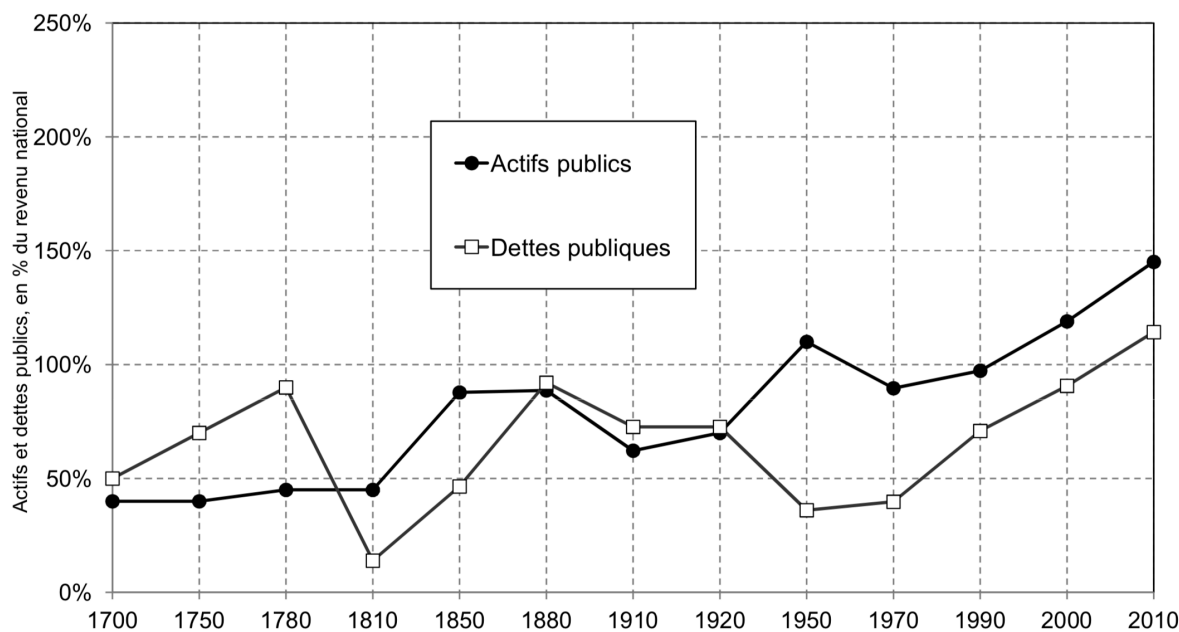
3. La monnaie créée par le crédit est donc la contrepartie d'une dette

Le battage médiatique le plus assourdissant concerne l'augmentation de la dette publique. Depuis que les traités de l'Union européenne ont coupé le lien ombilical entre l'État et sa banque centrale, celle-ci se voit interdire de prêter directement aux États, qui sont donc contraints, pour combler leurs déficits, d'emprunter sur les marchés financiers. Comme les politiques néolibérales ont consisté à alléger la charge fiscale des riches, sans que les besoins collectifs ne puissent être réduits avec la même ampleur, la dette publique a enflé au rythme des variations des taux d'intérêts acquittés aux financiers. Quand ces derniers sont élevés, un effet « boule de neige » s'ensuit.

Cela explique la tendance à l'accroissement de l'endettement public au cours des décennies précédentes, pour atteindre l'équivalent de 100 % du PIB annuel en France, juste avant la pandémie, et augmenter jusqu'à 120 % avec celle-ci. L'augmentation de ce taux est due à la fois à l'augmentation des emprunts (au numérateur du taux) et à la diminution du PIB (au dénominateur). Faut-il croire alors que chacun de nos enfants naisse avec un boulet de dette de plusieurs dizaines de milliers d'euros, comme il est dit dans la propagande libérale ? Non, parce que, face au « passif » comptable de l'État, il y a un « actif » (infrastructures, mais aussi systèmes éducatif et de protection sociale) qui lui est supérieur d'environ 25 %.

⁴ Pour les aspects techniques, voir le document de la BCE, « Le rachat de titres de la dette publique par la Banque centrale européenne peut-il être assimilé à de la création monétaire ? », <https://www.economie.gouv.fr/facileco/bce-creation-monetaire-dette-publique>.

Graphique 3.4. La richesse publique en France, 1700-2010



Lecture: La dette publique est d'environ une année de revenu national en France en 1780 comme en 1880 et en 2000-2010. Sources et séries: voir piketty.pse.ens.fr/capital21c

Source : T. Piketty, <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/Piketty2013GraphiquesTableauxSuppLiens.pdf>

Une nouvelle dispute apparaît alors : l'État doit-il être comparé à un agent économique individuel, ménage ou entreprise, tenu de toujours rembourser sa dette ? C'est l'un des thèmes majeurs de la prétendue « science économique » néoclassique qui ne comprend pas l'impossibilité de passer d'un raisonnement microéconomique à un raisonnement macroéconomique, et qui oublie que l'État n'a pas d'horizon de vie fini. Dès lors, quand les emprunts de l'État arrivent à échéance, il emprunte de nouveau pour un montant équivalent ; il renouvelle donc sa dette, et la seule chose qu'il doit payer, ce sont les intérêts (sa « charge »). D'où l'importance que le taux d'intérêt soit le plus bas possible ; on situe là l'enjeu d'une politique de la banque centrale dans ce sens. Alors que les perspectives des déficits publics pour 2021 atteignent l'équivalent de plus de 8 % du PIB, le gouvernement français pratique la méthode Coué en promettant une croissance vigoureuse⁵ une fois la pandémie vaincue et cherche désespérément à garder la confiance des marchés financiers. Mais c'est rester dans le cadre de pensée qui a conduit au désastre : désastre productiviste et social que le recours à la finance prédatrice ne peut qu'aggraver. Peut-on dans ces conditions accepter le jugement définitif suivant : « pour le commun des mortels, un emprunt n'a de sens que s'il finance l'achat d'un bien créant en lui-même les moyens de son propre remboursement »⁶ ? On reconnaît la patte de l'ancien président de la « Commission pour la libération de la croissance » (2010), avec, à l'époque, l'aide du prometteur Emmanuel Macron, mais cette formule reste implicitement dans le cadre d'une croissance économique comme si de rien n'était en termes écologiques. Le ministre de l'économie Bruno Le Maire ne dit pas, tous les jours, autre chose.

Deux nouvelles questions jaillissent alors. Si la banque centrale acquiert les titres publics que lui présentent les banques, ne pourrait-elle pas annuler la dette correspondante au fur et à mesure que ces titres grossissent son bilan, jusqu'à atteindre plusieurs centaines de milliards d'euros pour le système de Banque centrale européenne avant la pandémie, et

⁵ « Doper la croissance » affirme Olivier Dussopt, ministre délégué chargé des comptes publics, dans « Nous pouvons espérer ramener le déficit public entre 5 et 6 % d'ici à 2023 », *Les Échos*, 30 novembre 2020.

⁶ J. Attali, « Seuls les immortels ne paient pas leur dette », *Les Échos*, 4 décembre 2020

bondissant à plusieurs milliers de milliards après celle-ci ? Les pommes de discorde parmi les économistes se multiplient. Parmi ceux qui répondent non à cette question, certains restent prisonniers de l'assimilation de l'État à un particulier. D'autres arguent que les épargnants seraient grugés. Or, c'est faux : pas un épargnant ne possède de créance sur la banque centrale, et, en créditant le compte des banques contre les titres apportés, la banque centrale n'emprunte pas aux banques. Et le grossissement du bilan de la banque centrale n'obligerait pas à sa recapitalisation⁷, car aucune contrainte de fonds propres ni de rentabilité ne pèse sur elle, et c'est la grande différence entre une banque centrale et une banque ordinaire. Les mêmes disent aussi que ce gagnerait l'État d'un côté, il le perdrait de l'autre en mettant une croix sur les revenus que lui verse la banque centrale⁸. Mais, quand bien même cela serait, le but recherché serait de se libérer de l'emprise des marchés financiers.

La seconde question en découle : pourquoi ne pas accorder à la banque centrale la possibilité de prêter directement aux États au lieu de n'intervenir que sur le marché secondaire lors du refinancement des banques ? On atteint là le summum de la discorde. Deux visions s'opposent radicalement. L'une considère que l'indépendance des banques centrales vis-à-vis des États est indispensable à la stabilité de la monnaie ; or, ce n'est consubstantiel qu'au capitalisme néolibéral ayant imposé l'« ordre de la dette »⁹. L'autre considère que, face à la crise sociale et écologique, l'action de la banque centrale doit être redéfinie dans deux directions : n'accepter au refinancement que des titres émis lors d'investissements soutenables socialement et écologiquement ; et, lorsque la situation l'exige, prêter directement aux États et collectivités territoriales dans le respect des mêmes conditions¹⁰.

4. La monnaie est indispensable au développement économique

Lorsque la crise financière de 2007 a éclaté, on a vu déferler sur Internet des thèses complotistes arguant que la monnaie engendrée par les banques était la cause de la fuite en avant productiviste et qu'il fallait donc mettre un terme à la « monnaie dette », à cette monnaie créée « *ex nihilo* ». C'est le *nec plus ultra* de l'ignorance totale de ce qu'est le capitalisme et, plus largement, d'une « économie monétaire de production », selon l'expression de Keynes.

⁷ Contrairement à ce que dit O. Dussopt, dans *Les Échos*, 30 novembre 2020. Contrairement aussi à ce que pense H. Sterdyniak dans plusieurs contributions : « Fake theory », 23 mai 2020, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/230520/fake-theory> ; « La monnaie magique encore, une lecture de l'ouvrage : "Une monnaie écologique" », 7 novembre 2020, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/071120/la-monnaie-magique-encore-une-lecture-de-l-ouvrage-une-monnaie-ecologique>. À la première de ces contributions d'H. Sterdyniak, voir la réponse de J.-M. Harribey, E. Jeffers, D. Plihon et P. Khalfa, « Errare humanum est, sed persverare diabolicum est », 4 juin 2020, <https://blogs.mediapart.fr/attac-france/blog/040620/errare-humanum-est-sed-persverare-diabolicum-est>. À la seconde, voir la réponse de N. Dufrière, A. Grandjean et G. Giraud, « Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le livre *La monnaie écologique* », 24 novembre 2020, <https://alaingrandjean.fr/2020/11/24/reponse-aux-critiques-de-henri-sterdyniak-livre-monnaie-ecologique>.

⁸ C'est ce que prétend H. Sterdyniak dans les contributions citées ci-dessus. De plus, l'idée qu'une banque centrale devrait être « subventionnée par l'État » si elle annulait les titres de dette publique qu'elle détient, soutenue par lui dans « L'Europe au temps du coronavirus », juillet 2020, <http://atterres.org/sites/default/files/Note%20EA%20Europe%20coronavirus.pdf>, ne relève-t-il pas d'une confusion sur ce qu'est une banque centrale ? J. Pisani-Ferry défend la même idée : « Annuler la dette, c'est toujours en transférer le fardeau à d'autres », *Le Monde*, 16 mai 2020 ; « Un péché contre la démocratie », *Le 1*, « D'où viennent les milliards ? », n° 324, 25 novembre 2020. A. Bénassy-Quéré, chef-économiste du Trésor, partage aussi ce point de vue : « Faut-il annuler la dette ? », Débat avec J. Couppey-Soubeyran, 17 octobre 2020, <https://www.alternatives-economiques.fr/debat-faut-annuler-dette> ; « Qui va payer », *Le 1*, « D'où viennent les milliards ? », n° 324, 25 novembre 2020. Tous les économistes hétérodoxes qui se sont penchés sur les textes d'H. Sterdyniak lui ont donné tort. Certains même sont persuadés qu'il renoue sans le vouloir avec la théorie néoclassique (cf. la réponse de N. Dufrière, A. Grandjean et G. Giraud, « Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le livre *La monnaie écologique* », *op. cit.*).

⁹ Selon l'expression de B. Lemoine, *L'ordre de la dette, Enquête sur les infortunes de l'État et la prospérité du marché*, La Découverte, 2016.

¹⁰ C'est l'option que je soutiens dans *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. C'est aussi celui de A. Grandjean et N. Dufrière, *Une monnaie écologique*, Préface de N. Hulot, Paris, O. Jacob, 2020.

Il faut reconnaître qu'il y a là un point de théorie qui a mis longtemps à être analysé correctement. Le premier à avoir eu l'intuition que la création de monnaie était indispensable à l'accumulation du capital, c'est Marx, balayant ainsi la thèse de l'économie politique classique qui excluait la monnaie de son analyse, en la considérant comme neutre au regard de la production. Au contraire, Marx expliquait qu'un supplément de monnaie était nécessaire pour réaliser monétairement la plus-value prélevée sur la valeur qu'ajoute la force de travail. À son époque, le crédit bancaire existait mais n'avait pas encore connu le développement que nous connaissons. Rosa Luxemburg fit un pas de plus dans la même direction en prenant vraiment en compte le crédit. Et, avec Schumpeter, Keynes et Kalecki, il fut définitivement démontré que la croissance de la production (capitaliste ou non) exigeait une augmentation de la masse monétaire. Dit simplement, on ne pourrait pas transformer en monnaie un surplus de production ou un surplus approprié par la classe dominante sans anticipation monétaire de ces surplus¹¹.

De cette nécessité découle celle de la maîtrise collective de la politique monétaire et donc de la création de monnaie en vue de l'intérêt général. Dès lors, le caractère de « prêteur en dernier ressort » de la banque centrale peut-il être réservé au seul refinancement des banques ordinaires ?

Cet enjeu est d'autant plus important que se pose aujourd'hui le problème du financement de la transition écologique. Sur ce sujet très actuel on dispose de plusieurs propositions parfois différentes mais aussi assez complémentaires.¹² Leurs points communs sont le conditionnement du crédit à des contraintes sociales et écologiques ainsi que de son refinancement par la banque centrale, et la garantie des dettes publiques subsistantes par cette dernière. Cela signifierait un abandon de ladite neutralité monétaire¹³, notamment au regard des engagements pris dans l'Accord de Paris (2015). Cet abandon se traduirait alors par un engagement actif de la banque centrale en faveur de la transition écologique.

Ainsi, conférer à la banque centrale le droit de conditionner son refinancement et celui de financer directement les dépenses publiques d'investissement donneraient, dans une phase de transition, la possibilité de combiner trois sources de financement possibles : les impôts, les emprunts et la monétisation des dépenses publiques par la banque centrale. Puisque la transition écologique nécessitera un flux d'investissement régulier (estimé à 100 milliards d'euros par an jusqu'en 2050 pour la France, et à environ 400 milliards par an pour l'Union européenne), la monétisation serait un précieux apport pour parer les risques majeurs du long terme, tout en préservant l'équilibre des finances publiques et en évitant une trop forte dépendance à l'égard des marchés financiers dans le futur.

Une telle stratégie de « financement monétaire » de l'État est-elle saugrenue ? Elle ne l'est pas plus que la pratique du « circuit du Trésor » en vigueur en France dans toute la période d'après-guerre jusqu'à ce que la vague néolibérale y mette un terme. Les opposants au financement direct de l'État par la banque centrale font valoir qu'il ne coûte aujourd'hui rien ou presque aux États européens d'emprunter sur les marchés financiers, au vu des taux

¹¹ Pour célébrer à ma façon le 200^e anniversaire de la naissance de Marx, j'avais publié sur ce blog le texte « 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>.

¹² M. Aglietta, É. Espagne, B. Perissin Fabert [2015], « Une proposition pour financer l'investissement bas carbone en Europe », France stratégie, note d'analyse n° 24, 16 février, http://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/bat_notes_danalyse_n24_francais_12_mars_17h_45.pdf. H. Kempf, « Verdir la politique monétaire », Séminaire de la chaire « Énergie et prospérité » sur « le financement de la transition énergétique », 20 mai 2019, *Revue d'économie politique* 2020/3, vol. 130, <https://www.cairn.info/revue-d-economie-politique-2020-3-page-311.htm>.

¹³ Il y a neutralité monétaire de la banque centrale lorsque celle-ci ne fait aucun tri entre les actifs qui lui sont présentés au refinancement, par exemple elle refinancera des titres émis à l'occasion d'activités émettrices de gaz à effet de serre et d'autres titres « bas carbone », indifféremment, donc sans aucune conditionnalité. La neutralité dite aussi neutralité de marché vise à respecter une répartition des rachats de titres en respectant le poids respectif de chaque État.

d'intérêt quasiment nuls. Mais cette situation est-elle durable ? La dette publique est actuellement soutenable en termes de charges d'intérêt, le niveau de la dette et son rapport au PIB n'importent pas dans l'instant, mais, un jour ou l'autre ces taux ne remonteront-ils pas, ne serait-ce que parce que les banques centrales considéreraient que le danger d'éclatement de la bulle financière est trop grand, ou bien parce qu'un gouvernement trop à gauche voudrait améliorer les droits à la retraite ou simplement augmenter les bas salaires et imposer les riches ? Alors, la soumission des États aux marchés financiers reprendrait son cours. Dissipons tout malentendu : la dette publique détenue par la banque centrale ne doit pas être annulée pour que le reste de la dette actuelle soit soutenable, mais pour préserver l'avenir.

Le principal enseignement des tensions entre les pays membres de l'Union européenne au sujet de la mise en œuvre du plan de relance de l'économie européenne et de son articulation avec la politique de soutien monétaire de la BCE concerne la mise en cohérence de cette dernière avec une politique budgétaire des États sortie de son carcan austéritaire gravé dans les traités européens¹⁴. En effet, il ne faudrait pas penser que la révision des dogmes monétaires instaurés par les institutions européennes, tout à fait souhaitable, remettent tous les outils de politiques économique entre les mains d'une banque centrale : en résumé, ni neutralité de la politique monétaire ni exclusivité de celle-ci, simplement levée des obstacles au financement public de telle sorte que la politique budgétaire soit décadennassée.

5. La monnaie n'est pas la cause de l'inflation

Parmi les grandes disputes entre économistes, faut-il voir dans l'émission de trop de monnaie la cause de l'inflation ? C'est la thèse que défendaient Milton Friedman et le courant appelé monétariste, pour lesquels la monnaie ne joue aucun rôle pour stimuler l'économie réelle (la monnaie est neutre à cet égard) et qu'il convient donc de « neutraliser » la politique monétaire pour éviter l'inflation.

Ce point de vue est contesté par à peu près toutes les écoles de pensée, du marxisme au keynésianisme, au post-keynésianisme et à l'institutionnalisme. Pour ces derniers courants, la hausse des prix des biens et des services résulte essentiellement d'un conflit de répartition entre salaires et profits. La création de monnaie ne pourrait être responsable de l'inflation que dans un cas limite de plein emploi des forces de travail et des capacités matérielles de production. Ainsi s'explique que les politiques monétaires très expansives menées par les banques centrales pour refaire partir les économies après la crise de 2007 ne déclenchent aucune hausse des prix ; on serait plutôt dans une situation déflationniste. En revanche, ces politiques peuvent se traduire par une bulle sur le prix des actifs financiers et immobiliers. Quand les taux d'intérêt sont au plus bas, les bulles enflent. Mais les prix des actifs financiers ne peuvent monter jusqu'au ciel : tôt ou tard, le capital fictif¹⁵ s'effondre quand les anticipations de plus-value réelle ne se concrétisent pas, ce qui est possible lorsque la productivité du travail progresse très peu.

¹⁴ Sur ces sujets voir : W. Kalinowski et H. Chenet, « La BCE à l'heure des décisions (1/2) : Pour un "Whatever it takes" climatique », Institut Veblen pour les réformes économiques, décembre 2020, https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/whatever_it_takes_climatique_-_note_de_l_institut_veblen_decembre_2020.pdf. J. Coupepy-Soubeyran, « La BCE à l'heure des décisions (2/2) : Le rôle de la politique monétaire dans la transition écologique : un tour d'horizon des différentes options de verdissement », Institut Veblen pour les réformes économiques, décembre 2020, https://www.veblen-institute.org/IMG/pdf/le_role_de_la_politique_monetaire_dans_la_transition_ecologique_un_tour_d_horizon_des_differeentes_options_de_verdissement.pdf.

J.-M. Harribey et E. Jeffers, « Plan de relance européen : jusqu'où peut et doit aller la BCE ? », à paraître dans *Mouvements*, 2021.

¹⁵ Le capital fictif est un concept forgé par Marx dans le Livre III du *Capital*.

6. La controverse sur l'épargne et l'investissement

Elle condense peut-être une grande partie des discussions précédentes. À l'échelle d'un individu ou d'une entreprise, il ne fait pas de doute que la détention de l'épargne possédée peut contribuer au financement d'un investissement projeté par l'un ou l'autre. Mais le raisonnement ne s'applique pas à l'échelle globale d'une économie et ne peut donc guider une politique macroéconomique.

Les écoles économiques classique et néoclassique supposent que la décision d'investir dépend de l'existence d'un fonds d'épargne disponible, dont les investisseurs se porteront demandeurs, en échange d'un droit de propriété accordé aux actionnaires, ou moyennant un taux d'intérêt s'il s'agit d'emprunts. Ce n'est pas du tout le cas, répond Keynes, car la décision d'investir dépend des anticipations que font les chefs d'entreprises concernant la demande qu'ils entrevoient pour leurs marchandises (biens de consommation et biens de production). Le flux d'investissement nouveau (dit investissement net) engendre alors une production supplémentaire, un emploi supplémentaire (pour une technologie et un temps de travail donnés), un revenu national supplémentaire, et, par voie de conséquence, une consommation et une épargne supplémentaires. Autrement dit, l'équilibre économique global entre investissement et épargne ne se fait pas *a priori* entre un stock d'épargne préalable et un volume d'investissement, mais il se fait *a posteriori* entre le flux nouveau d'investissement et – au bout de l'enchaînement ci-dessus – le flux nouveau d'épargne.

Quand l'ancien chef économiste du FMI, Olivier Blanchard, dit qu'il y a, dans le monde, « excès d'épargne et manque d'investissement »¹⁶, quand Jean Pisani-Ferry parle « d'abondance de l'épargne mondiale, [de] manque de projets d'investissement prometteurs et de la pénurie d'emprunteurs attractifs »¹⁷, ils raisonnent en termes de *stock* d'épargne, ce qui n'enlève rien au raisonnement keynésien qui fait du flux d'épargne une résultante du flux d'investissement et non pas l'inverse. En revanche, leurs discours entretiennent une confusion regrettable entre stock et flux qui fait le lit de la croyance en l'épargne préalable nécessaire à l'investissement.

Cette controverse donne lieu à de vives disputes même chez les économistes hétérodoxes, dès que l'on essaie d'approfondir les enjeux théoriques et leurs conséquences politiques. Est-ce qu'il est possible ici de séparer ce qui relève de vraies divergences et ce qui pourrait ne relever que d'un problème formulation ?

Par exemple, un vif débat se déroule au sein des Économistes atterrés¹⁸. D'un côté, l'économiste Henri Sterdyniak adopte une position tout à fait keynésienne quand il réaffirme le principe du flux d'investissement premier par rapport au flux d'épargne : « à chaque période, l'investissement crée l'épargne (ou plus généralement la demande détermine la production). Il n'y a pas d'épargne préalable. »¹⁹ Personne ne peut le soupçonner de dire le contraire. Mais la discussion naît quand il dit que rien n'obligerait les épargnants à accepter des titres publics soit qui ne rapporteraient pas assez, soit qui promettaient d'être annulés, ce qui est vrai, car il n'y a pas d'obligation. Toutefois, cette manière de le dire ne pourrait-elle pas laisser penser qu'il faut qu'un stock d'épargne soit disponible dès l'instant où une décision d'un nouvel emprunt public est seulement *pressentie* ? En effet, si « certes l'État peut financer *ex ante* toutes les dépenses qu'il souhaite ; cependant, *ex post*, il doit tenir compte des contraintes de l'équilibre macroéconomique et du désir des ménages quant à leurs

¹⁶ O. Blanchard, « Les taux vont rester durablement bas », *Le Monde*, 21 juin 2019.

¹⁷ J. Pisani-Ferry, « Un péché contre la démocratie », *op. cit.*

¹⁸ Ce qui va suivre est fait pour distinguer les éventuels désaccords théoriques, en excluant tout propos désobligeant vis-à-vis de quiconque ou dénaturant ce qu'il soutient.

¹⁹ H. Sterdyniak, « Sur le financement monétaire de la dette publique », 2 septembre 2020, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/020920/sur-le-financement-monetaire-de-la-dette-publique>. Reconnaissons à H. Sterdyniak qu'il a eu raison de relever certaines erreurs contenues dans ces fiches rédigées pour Attac et qu'il commente dans ce texte.

placements financiers»²⁰, la distinction entre l'avant et l'après disparaît dès qu'on soumet l'investissement public à ce que l'État pense de l'existence ou non d'une future disposition à prêter de l'argent épargné.

Ailleurs, H. Sterdyniak écrit : « Un vaste programme d'investissements publics nécessaire à la transition écologique doit être financé *ex ante* par l'État ou des institutions financières spécialisés, dont c'est le rôle ; il générera (ou non) un effet expansionniste (selon la situation conjoncturelle) ; *ex post*, il le sera [le programme d'investissement sera financé] par l'épargne des ménages, qui sera placée dans des banques, des OPCVM, des assurances-vie (et très peu sous forme de billets banque centrale) et, espérons-le dans des banques publiques d'investissement pour la transition écologique et sociale, qui restent à bâtir. »²¹ La surprise dans cette formulation vient du fait que l'investissement serait financé deux fois : *ex ante* et *ex post*. « Si la masse monétaire augmente, nous dit-il encore, parce que les ménages épargnent plus, l'effet est dépressif ; si elle augmente parce que les ménages préfèrent conserver des dépôts à vue plutôt que détenir de l'assurance-vie, compte tenu des bas niveaux des taux à long terme, l'effet macroéconomique est *a priori* nul. »²² La question qui vient est : peut-on soutenir que la masse monétaire varie selon les décisions d'épargne des ménages ? Si oui, il y aurait là un véritable point de divergence au sein même de la compréhension des mécanismes macroéconomiques keynésiens²³. Une divergence qui remonterait jusqu'à la conception du lien entre crédits et dépôts si on prend au pied de la lettre la formulation : « Un ménage peut utiliser son dépôt pour acheter des biens comme la banque peut utiliser ses réserves pour faire du crédit »²⁴.

H. Sterdyniak dit encore : « L'État peut accorder des prestations, distribuer du pouvoir d'achat, mais la contrepartie est une dette publique. Si l'État donne 100 à Jean, que Jean l'utilise pour acheter pour 100 de marchandises à Jacques, Jacques a un droit de 100 sur la production future, qui est donc une dette de l'État »²⁵. Deux remarques sont possibles : les prestations sociales ne sont pas nécessairement payées grâce à l'emprunt, sauf à supposer que l'impôt est un emprunt de l'État²⁶. Si Jean a reçu 100, cette somme est au crédit de son compte bancaire et s'il paie des marchandises à Jacques, les 100 se retrouveront sur le compte de ce dernier ; à ce moment-là qui a un engagement vis-à-vis de qui ? C'est la banque de Jacques qui devra honorer les paiements de celui-ci. ; si elle ne le peut pas, elle portera des titres au refinancement de la banque centrale. Et répétons qu'aucun épargnant ne détiendra de créance sur cette dernière.

7. De la monnaie hélicoptère au revenu d'existence universel ?

Puisqu'il n'est plus tabou de réfléchir au financement monétaire direct par la banque centrale des dépenses publiques liées à un enjeu essentiel comme, à court terme, sortir de la

²⁰ H. Sterdyniak, « Pour en finir avec la pensée monétaire magique », 2 décembre 2020, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/021220/pour-en-finir-avec-la-pensee-monetaire-magique-38>.

²¹ H. Sterdyniak, « Quelques remarques de théorie monétaire », 8 mai 2020, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/080520/quelques-remarques-de-theorie-monetaire>.

²² H. Sterdyniak, « Sur le financement monétaire de la dette publique », *op. cit.*

²³ Inutile de m'appesantir sur son accusation selon laquelle j'ai « des idées fausses sur beaucoup de sujets et que [j']utilise Attac pour les diffuser » (dans « Fake theory », *op. cit.*, PS 5). Il prétend notamment que je confonds monnaie et crédit ; or, j'ai répété inlassablement que tout crédit n'est pas création de monnaie, mais que toute création de monnaie se fait par crédit. Au-delà des questions évoquées ici, je me demande bien pourquoi H. Sterdyniak répète ce que j'ai écrit par exemple sur la soutenabilité sociale et écologique, sur les critiques du revenu d'existence et du salaire à vie, sur la monnaie hélicoptère ou sur la monnaie fiscale complémentaire.

²⁴ H. Sterdyniak, « Pour en finir avec la pensée monétaire magique », *op. cit.*

²⁵ *Ibid.*

²⁶ C'est l'une des raisons qui m'ont porté à émettre des doutes sur la monnaie fiscale complémentaire : J.-M. Harribey, « Discussion de la "monnaie complémentaire" dite "fiscale" », *Les Possibles*, n° 8, automne 2015, <https://france.attac.org/nos-publications/les-possibles/numero-8-automne-2015/dossier-questions-strategiques-apres-le-coup-d-etat-contre-la-grece/article/discussion-de-la-monnaie-complementaire-dite-fiscale>, et *Le trou noir du capitalisme*, *op. cit.*

paralysie de l'économie due au coronavirus, ou, à long terme, assurer la transition écologique, pourquoi ne pas envisager ladite monnaie hélicoptère²⁷ ou le *quantitative easing for the people*, c'est-à-dire au final un revenu universel de base ?

Le débat fait rage sur cette question, d'autant plus en période de catastrophe économique qui fait suite à une longue dégradation progressive de la politique sociale au sein d'un système de protection sociale qui laisse des pans entiers de la population sans couverture et dans la pauvreté.

Toutefois, plusieurs questions cruciales restent non résolues par ces propositions²⁸.

Une création directe de monnaie par la banque centrale doit pouvoir trouver en face d'elle un système productif capable d'offrir des biens et services en réponse aux besoins sociaux. En l'absence de transformation du modèle productif, on n'éliminerait pas la cause profonde de la dégradation sociale en déversant de l'argent sur la tête des gens. Aider les personnes en difficulté pourrait prendre d'autres voies (ci-après).

Promettant une autonomie individuelle grâce au revenu universel, les thèses en sa faveur font très souvent comme s'il était possible de créer de la valeur économique sans validation sociale par le marché ou par décision politique collective²⁹.

Un modèle social fondé sur un revenu universel ne dit rien de la protection sociale qui resterait envisagée : serait-elle remplacée ? Il fait l'impasse sur la nécessité d'insérer tous ceux qui veulent travailler dans l'emploi et sur la possibilité qu'offre la réduction du temps de travail de tous pour augmenter le nombre d'emplois et donc réduire le chômage. Et il mésestime le rôle du travail comme l'un des facteurs essentiels d'insertion et de reconnaissance sociales. Bien sûr, dans une perspective de plein emploi, la question de la qualité du travail est primordiale.

Souvent, les partisans du revenu d'existence universel sont aussi partisans de la décroissance. Sans discuter ici de cette dernière parce qu'elle n'est pas l'objet de cette courte note, on ne peut pas avoir une production qui diminue et distribuer davantage de revenus. La source de cette contradiction est, encore, dans l'absence d'une théorie de la valeur économique fondée sur le travail.

Afin de dépasser ces réserves, l'alternative au revenu d'existence universel résiderait dans la garantie d'un revenu décent à tous les individus exclus de l'emploi ou en formation, dès l'âge de 18 ans, de façon à combler les failles du système de protection sociale actuel³⁰.

Conclusion provisoire

Qu'il soit bien entendu, au-delà de la vivacité des thèses proposées, qu'en matière des sciences sociales, l'économie y étant incluse, il ne peut être décrété qu'une des thèses a seule

²⁷ J.-M. Harribey, « Ubu prend l'hélicoptère », 28 avril 2016, <https://blogs.mediapart.fr/les-economistes-atteintes/blog/280416/ubu-prend-l-helicoptere-monetaire>.

²⁸ Pour un développement, voir Alaluf Mateo et Daniel Zamora (dir.), *Contre l'allocation universelle*, Montréal, Lux Éditeur, 2016 ; J.-M. Harribey et C. Marty (coord.), *Faut-il un revenu universel ?*, Paris, Éd. de l'Atelier, 2017 ; J.-M. Harribey, « Un revenu d'inexistence sociale ? », *La Nouvelle Revue du Travail*, n° 11, 2017, <http://harribey.u-bordeaux.fr/travaux/travail/revenu-nrt.pdf> ; L. Maurin, « Pour en finir avec le revenu universel », Observatoire des inégalités, 2 juin 2020, <https://www.inegalites.fr/Pour-en-finir-avec-le-revenu-universel>. La dernière prise de position en date en faveur du revenu universel est celle de l'ancien économiste en chef de la Banque mondiale, François Bourguignon, « Faut-il adopter le revenu universel ? », *Les Échos*, 3 décembre 2020, qui en utilisant le principe de l'impôt négatif, fait un rapprochement avec le projet macronien de « revenu universel d'activité », mais il oublie que ce dernier est conditionné par l'acceptation par le bénéficiaire de n'importe quel emploi.

²⁹ Cet oubli se remarque aussi bien dans les variantes du MFRB, de B. Hamon (*Ce qu'il faut de courage, Plaidoyer pour le revenu universel*, Paris, Éd. des Équateurs, 2020), que du collectif autour de D. Bourg. Pour des commentaires critiques, voir les textes du printemps dernier sur ce blog (notamment, 19 avril 2020, 34^e jour de confinement, <https://blogs.alternatives-economiques.fr/harribey/2020/04/19/la-vie-au-ralenti-journal-d-un-confinement-34-la-folle-epoque>).

³⁰ Dans l'ouvrage collectif *Faut-il un revenu universel ?*, *op. cit.*, nous avons précisé cela, en le chiffrant en 2017. Cette proposition de revenu garanti recueille aujourd'hui l'assentiment des syndicats, de beaucoup d'associations (dont les associations de chômeurs et de précaires, Attac, la Fondation Copernic, les Économistes atterrés ici unanimes).

valeur scientifique et qu'elle est détentrice de LA vérité, bien que des éléments décisifs, soit logiques, soit empiriques, puissent être réunis en sa faveur.

L'objet de cette note est plutôt de chercher une cohérence d'une thématique à l'autre au sein des grands paradigmes :

- À ce titre, une première cohérence est celle de la pensée dominante : la monnaie comme instrument économique → bien privé pour l'échange et la réserve de valeur → monnaie neutre, exogène → à l'image d'un individu, l'État ne peut pas dépenser plus qu'il ne gagne et il doit toujours rembourser sa dette → banque centrale indépendante chargée de lutter contre l'inflation → politique monétaire neutralisée → banque centrale prêteur en dernier ressort uniquement des banques → impossibilité de monétiser la dette publique.

- Une autre cohérence est possible : nature sociale de la monnaie → la monnaie comme lien social et dette → bien privé et bien public → création de monnaie à la demande de la société pour anticiper la création de valeur, monnaie endogène sans épargne préalable → la banque centrale comme régulateur et prêteur en dernier ressort et pas seulement comme gardien de la rente financière que l'inflation pourrait éroder → sortir de l'engrenage de l'emprise des marchés financiers pour financer les dépenses publiques → possibilité pour la banque centrale de financer directement celles-ci.

Libre à chacun le soin de trouver encore d'autres cohérences... sans insulter ni l'avenir, ni le partenaire le plus proche... En restant ouvert à la discussion.