

# A propos de l'ouvrage de Stéphanie Kelton : « Le Mythe du déficit »

 [blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/170321/propos-de-l-ouvrage-de-stephanie-kelton-le-mythe-du-deficit](https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/170321/propos-de-l-ouvrage-de-stephanie-kelton-le-mythe-du-deficit)

Henri Sterdyniak, *Mediapart*, 17 mars 2021

L'ouvrage de Stéphanie Kelton, publié en 2020 aux États-Unis, vient de paraître en français. C'est une vulgarisation des thèses de la TMM (Théorie monétaire moderne<sup>[1]</sup>) par l'une des économistes qui l'ont développé. Selon cette théorie, un État, qui a conservé sa souveraineté monétaire, c'est-à-dire qui est financé sans limite par sa Banque centrale, qui s'endette dans sa monnaie dont le taux de change est flexible, peut dépenser sans limite financière, en étant financé par la Banque centrale par émission monétaire. Il n'a pas besoin ni d'impôt, ni d'emprunt. Il n'a pas à se préoccuper de la dette publique. Il peut maintenir en permanence le plein emploi. Il n'a pas de contrainte financière, mais une contrainte réelle : la demande doit atteindre, mais ne pas dépasser le niveau de plein-emploi. La TMM plaide alors pour une politique budgétaire plus expansionniste, maintenant le plein-emploi, en particulier par la garantie de l'emploi.

L'ouvrage apparaît ainsi comme une remise en cause de la théorie néo-classique des déficits et de la dette publique, théorie dominante dans la vulgate économique : les déficits publics témoignent de la mauvaise gouvernance des finances publiques ; ils sont néfastes, causent de l'inflation, détournent l'épargne de l'investissement productif et font augmenter les taux d'intérêt ; la dette publique constitue une charge pour les générations futures ; elle pèse sur le taux de croissance. La critique de cette vision néo-classique n'est pas nouvelle ; elle a été faite maintes fois par les économistes keynésiens<sup>[2]</sup>. L'ouvrage, comme la TMM, s'inscrit dans la tradition keynésienne de la *finance fonctionnelle* d'Abba Lerner : le déficit et la dette ne doivent pas être jugés en eux-mêmes ; ce qui importe, ce sont les déséquilibres macroéconomiques qu'ils corrigent ou, au contraire, renforcent, en particulier l'emploi et l'inflation. Pour les néo-classiques, le déficit et la dette publics provoquent toujours un excès de demande, donc de l'inflation et l'éviction de la demande privée ; pour les keynésiens, ils peuvent être nécessaires pour atteindre le niveau de demande correspondant au plein-emploi.

L'ouvrage revoit cette tradition, d'une part en se polarisant sur la situation de sous-emploi qu'il juge caractéristique des économies capitalistes, d'autre part, en mettant l'accent sur le financement monétaire *ex ante* des dépenses publiques : « L'État émet la monnaie qu'il dépense », alors que la tradition keynésienne analyse plutôt la détermination de la production par la demande : « L'investissement crée l'épargne ; la demande génère la production ».

En 2020-21, les économies nationales sont dans des situation particulière. Il est évident, aux yeux de tous, que l'État doit soutenir, « quoi qu'il en coûte » les travailleurs dont les entreprises sont fermées du fait de la pandémie comme il doit soutenir les entreprises elles-mêmes ; il doit accepter la chute des recettes fiscales induite par celle de la production. Cela impose un fort déficit public et le gonflement de la dette publique. La Banque centrale doit maintenir des taux d'intérêt extrêmement bas et garantir le

financement des déficits publics. En quelque sorte, c'est un moment TMM. Cela explique l'essor actuel de ce mouvement, mais celui-ci sera-t-il durable ? Le lecteur se pose deux questions : la TMM est-elle une théorie générale ou ne s'applique-t-elle qu'aux États-Unis (et aux quelques pays souverains monétairement) ? La TMM est-elle une théorie générale ou ne s'applique-t-elle qu'aux périodes de sous-emploi ?

Sur la forme, « Le mythe du déficit » est un ouvrage à l'américaine, souvent bavard, constellé d'anecdotes personnelles, peu modélisé, ce qui rend parfois difficile de comprendre la logique du raisonnement. De nombreux aspects de l'économie sont manquants : les banques commerciales, le crédit bancaire, la bourse, les entreprises : la TMM est polarisée sur l'État, la Banque centrale, les dépenses publiques. De nombreux développements ne s'appliquent qu'aux États-Unis. Nous nous proposons ici une lecture de notre point de vue, celui de la macroéconomie keynésienne.

**L'introduction** part de la thèse centrale de la finance fonctionnelle : « Dans presque tous les cas, les déficits de l'État sont bons pour l'économie. Au lieu de nous fixer l'objectif peu judicieux d'équilibrer le budget, nous devons chercher à équilibrer l'économie » (page 11).

Elle introduit la thèse originale de TMM : « C'est l'émetteur de monnaie - l'État lui-même - et non le contribuable qui finance les dépenses publiques » (page 11) ». Notons, tout de suite, que dans cette phrase, le verbe finance est employé dans deux sens différents. Imaginons que l'État augmente de 100 les dépenses publiques, il obtient une avance de 100 de la Banque centrale, qui lui permet de créditer de 100 les comptes bancaires de ses fournisseurs. En même temps, il émet pour 100 de titres que les banques commerciales achètent (puisqu'aux États-Unis, comme en France, elles sont engagées à acheter tous les titres que l'État émet, quitte à se refinancer auprès de la Banque centrale). Leur compte est bouclé puisqu'elles de 100 de ressources supplémentaires de comptes bancaires. L'État a bien financé la hausse de dépenses publiques par la création monétaire. En même temps, ces 100 de dépenses auront un impact macroéconomique. Fixons le taux d'imposition à 0,3 et le taux de dépense du revenu des agents privés à 0,7. Supposons que l'économie est en situation de sous-emploi. *Ex post*, la production va augmenter de 200, les impôts de 60, le déficit public de 40, le revenu des agents privés de 140, leurs dépenses de 100, leur épargne de 40, qui restera sous forme de dépôts bancaires ou sera consacré à acheter des titres publics. Les dépenses publiques de 100 seront financées pour 60 par l'impôt, pour 40 par l'emprunt sous forme de titres détenus par les banques ou par les ménages. Par contre, si l'économie est au plein-emploi de ces capacités de production et que l'État veut éviter une pression inflationniste supplémentaire, il doit augmenter les impôts de 125 en même temps qu'il augmente les dépenses publiques de 100 ; celles-ci seront bien financées par l'impôt. La thèse de la TMM repose sur le double sens du verbe financer ; elle fait l'impasse sur la situation conjoncturelle, marges de production disponibles ou plein-emploi.

Stéphanie Kelton écrit plus loin, page 12 : « Aucune contrainte financière ne pèse sur le budget de l'État ; cela ne signifie pas qu'il n'y a aucune limite réelle à ce qui peut faire ». C'est une évidence, qu'il est toutefois bon de rappeler face à la vulgate dominante qui se polarise sur le déficit budgétaire. Grâce à la Banque centrale et aux banques

commerciales, l'État peut financer toutes les dépenses publiques (au sens de financement *ex ante*) ; par contre, *ex post*, il doit tenir compte de l'équilibre macroéconomique ; un déficit n'est pas mauvais en soi ; il n'est mauvais que s'il génère un excès d'inflation ou de déficit extérieur[3]. Ainsi, le livre sous-revue n'est-il que le développement de cette évidence, la base de la finance fonctionnelle.

Pour Stéphanie Kelton, les impôts ne sont pas nécessaires puisque l'État peut se financer par création monétaire. C'est pousser trop loin le paradoxe. Certes, marginalement, l'État peut (et doit) financer par le déficit les dépenses publiques destinées à soutenir l'activité. Mais, globalement, il doit lever des impôts (et des cotisations) pour dégager les ressources nécessaires pour les finances publiques. Supposons que structurellement la production est de 100 ; la propension à dépenser est de 0,8 ; le besoin de dépenses publiques est de 40. L'équilibre nécessite que les impôts soient de 25. Sans impôts, la demande de 120 serait supérieure aux capacités de production. Si les ménages diminuent de 5 leurs dépenses, il sera possible et nécessaire d'augmenter de 5 les dépenses publiques sans augmenter les impôts, mais il convient de distinguer les deux situations que ce que Stéphanie Kelton ne fait pas.

La chapitre 1 s'attaque au mythe de la vulgate dominante : **L'État doit gérer son budget comme une famille**. Les économistes keynésiens en général, les économistes atterrés en particulier, ont déjà maintes fois dénoncé ce mythe : contrairement à un ménage, l'État contrôle ses recettes (l'impôt en particulier), il ne gère pas son budget pour lui-même, mais pour assurer l'équilibre macroéconomique, il est immortel (sa dette n'a pas à être remboursée).

Stéphanie Kelton insiste sur le fait que l'État n'a aucune contrainte financière puisque « son agent budgétaire, la Fed, a la pouvoir d'émettre le dollar » (page 27). Elle introduit alors la distinction fondamentale pour la TMM : un pays jouit de sa souveraineté monétaire quand il ne s'engage pas à convertir à taux fixe sa monnaie en or ou en une autre monnaie, quand il n'est pas endetté en une autre monnaie, quand sa Banque centrale s'engage à financer sans limite l'État (page 29). Rien ne limite alors le pouvoir l'émission de l'État et de la Banque centrale que Stéphanie Kelton considère comme un agent unique[4]. La TMM s'applique alors à plein pour les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni, l'Australie, le Canada. Elle ne s'applique pas, selon Stéphanie Kelton, aux pays en change fixe, aux pays endettés dans une monnaie étrangère, aux pays de la zone Euro[5]

Bizarrement, Stéphanie Kelton écrit, page 28, « La Constitution américaine confère à l'État fédéral le droit exclusif d'émettre la monnaie ». Elle oublie totalement la création monétaire induite par le crédit bancaire et les banques commerciales. Cet oubli se prolonge tout au long du livre.

Ainsi, selon la TMM, l'État n'a pas besoin des impôts pour financer ses dépenses publiques. Il ne paie pas Monsieur Dupont, enseignant, avec les impôts prélevés sur Monsieur Durand, plombier. Il finance les dépenses publiques, tout simplement en créant des dollars. Ce changement de perspective rend apparent une vérité incontestable : à court terme, ce sont bien les avances de la Banque centrale qui finance les dépenses

publiques. En même temps, il est contestable ; *ex post*, les dépenses publiques doivent avoir une contrepartie sous forme d'impôt ou de déficit et l'État ne peut se désintéresser de la façon dont les dépenses publiques vont influencer l'équilibre macroéconomique. Quand les pouvoirs publics versent 300 milliards d'euros de retraite, elles doivent être assurées que ces 300 milliards ne vont pas s'ajouter aux dépenses privées, que des impôts ou des cotisations réduisent bien les revenus des actifs de façon à dégager de la marge pour les dépenses des retraités.

Stéphanie Kelton répond (page 45) à la question que se pose les lecteurs : « Pourquoi l'État lève-t-il des impôts s'il peut créer de la monnaie ? » Elle fournit quatre réponses : les impôts obligent les ménages à se procurer de la monnaie, que l'État a le privilège d'émettre [6]; les impôts jouent un rôle redistributif et permettent de réduire les inégalités de revenu ; la fiscalité joue un rôle incitatif/désincitatif ; les impôts sont nécessaires pour retirer du pouvoir d'achat aux ménages pour éviter que la monnaie crée provoque de l'inflation. Pour nous, le quatrième point est un tour de prestidigitation. Stéphanie Kelton nous dit d'abord : « L'État peut financer 100 de dépenses publiques, sans impôts, en émettant de la monnaie ». Puis, elle reconnaît : « en fait, il faut des impôts pour éviter que la monnaie crée provoque de l'inflation ». Donc, *ex post*, ce sont bien les impôts qui financent les dépenses publiques ; les impôts sont indispensables.

Stéphanie Kelton se propose ensuite (page 48) de répondre ensuite à la question : « Pourquoi l'État émet des titres s'il peut créer de la monnaie ? ». J'avoue ne pas avoir compris sa réponse : « L'État n'a pas besoin d'emprunter. Il choisit d'offrir aux gens sa monnaie sous une forme différente qui rapporte un petit intérêt ». Nous y reviendrons.

Stéphanie Kelton conclut son chapitre en répétant : l'État adossé à la Banque centrale ne peut pas faire faillite ; il n'a pas de contraintes financières sur ces dépenses ; par contre, il existe une contrainte macroéconomique sur le montant global des dépenses (publiques et privées) ; la demande ne doit pas être excessive au point d'engendrer de l'inflation, cela amène à faire des choix sociaux entre les dépenses publiques, entre dépenses publiques et dépenses privées (que les impôts réduisent). Est-ce vraiment un bouleversement copernicien de la théorie macroéconomique ? ou un salutaire rappel d'évidences ?

Le chapitre 2 est consacré à **l'inflation**[7]. Stéphanie Kelton critique la politique actuelle : faire confiance à la Fed pour trouver le bon arbitrage entre inflation et chômage. Elle insiste, avec raison, sur trois points. En période de récession, la politique budgétaire est plus efficace que la politique monétaire ; la Fed a tendance à surestimer le NAIRU, le taux de chômage d'équilibre supposé fixe en dessous duquel apparaissent des tensions inflationnistes, ce qui la conduit à pratiquer trop rapidement des politiques restrictives ; même si le NAIRU est fixé à 5%, la Fed accepte qu'en permanence 5% des actifs restent au chômage, pris en otage en quelque sorte pour éviter l'inflation (toutefois la critique perd de sa pertinence si les 5% de chômeurs ne le sont chacun que pour peu de temps).

Stéphanie Kelton reprend les propositions de la *finance fonctionnelle* d'Abba Lerner. C'est l'évolution du chômage et de l'inflation qui doit orienter la politique budgétaire. Tout programme de politique budgétaire doit être évalué selon son impact sur le chômage et

l'inflation, non sur le solde budgétaire. Cela l'amène à considérer que la hausse des impôts sur les plus riches ne peut pas être utilisée pour lutter contre l'inflation, puisque la propension à dépenser de ceux-ci est faible.

Une des propositions essentielles de la TMM est d'introduire programme de **garantie de l'emploi** (page 82) : chaque personne privée d'emploi devrait se voir offrir un emploi financé par l'État, rémunéré au salaire minimum (porté à 15 dollars de l'heure) et assorti des avantages sociaux de base (assurance maladie, retraite) ; les emplois répondraient à des besoins collectifs non satisfaits ; ils viseraient à construire une « économie du soin » ; ils seraient gérés au niveau local « pour prendre soin de la population, des besoins locaux et de la planète ». Les emplois ainsi créés fluctueraient en sens inverse de la conjoncture. Ce programme fournirait un stabilisateur automatique sur le plan macroéconomique et éviterait les problèmes induits par le chômage (perte de revenus, désocialisation, perte des habitudes de travail).

Selon moi, cette proposition est peu réaliste. Une personne qui a un certain niveau de qualification dans un secteur donné ne peut se satisfaire d'un emploi au salaire minimum qui ne correspond pas à sa qualification : elle doit avoir le temps de trouver un nouvel emploi plus adapté. Est-il concevable que les besoins locaux puissent être remplis à la fois par du personnel embauché normalement, avec un salaire reflétant leur qualification et par du personnel au salaire minimum. La proposition oublie complètement que les emplois en question demandent une formation et un engagement, qui ne sont pas compatibles avec une durée limitée et imprévisible. Si les emplois créés sont indispensables pour les collectivités locales, comment peuvent-ils disparaître en période de reprise de l'activité ? Les emplois locaux, les emplois de soin ne peuvent pas être considérés comme des variables d'ajustement.

Selon moi, il faut distinguer deux sujets : il faut créer des emplois publics locaux de façon permanente pour répondre aux besoins locaux comme il faut créer des emplois dans le domaine du soin, avec une formation et une rémunération satisfaisante ; il faut des emplois de dernier ressort pour les chômeurs de longue durée qui n'ont plus de chance de retrouver un emploi normal, mais les chômeurs, qui ont vocation à retrouver un emploi normal, ne peuvent être occupés temporairement sur un emploi local.

Le chapitre 3 porte sur **la dette publique**, qui bizarrement « n'existe pas », selon le titre du chapitre. Stéphanie Kelton rappelle qu'un pays endetté dans sa monnaie ne peut être mis en faillite. Par contre, elle ne voit pas que, même un pays souverain monétairement, doit persuader les investisseurs de détenir ses titres. Ainsi, la France en 1982-83, s'est trouvée pris dans une dangereuse spirale, même si la Banque de France finançait l'État à guichet ouvert. Les investisseurs ne voulaient plus lui prêter, le franc dévissait, cela créait de l'inflation qui se propageait par la boucle prix-salaires, le gouvernement devait augmenter massivement les taux d'intérêt, ce qui freinait l'activité, sans convaincre les spéculateurs. Les États-Unis échappent à cette menace, en raison de la faiblesse de leur taux d'ouverture commercial et du soutien qu'apporte en fait au dollar les pays qui veulent échapper à l'appréciation de leur monnaie

Bizarrement, Stéphanie Kelton écrit (page 112) : « La dette publique pourrait être remboursée intégralement demain matin ». En fait, elle utilise le mot dette dans deux sens. Soit, normalement, comme le cumul des déficits publics passés et dans ce cas, la phrase est évidemment fautive. Soit, comme la somme des titres publics détenus par le secteur privé, en oubliant les titres détenus par la Banque centrale. La méthode préconisée pour faire disparaître la dette publique serait que la Banque centrale achète la totalité des titres publics. Mais c'est oublier qu'en contrepartie la Banque centrale serait endettée auprès des banques commerciales, qui auraient reçu des ménages le produit de la vente des titres, de sorte que la dette, au sens premier n'aurait pas variée. Les réserves des banques devraient être rémunérées pour que celles-ci les détiennent, de sorte que la dette publique serait intermédiée par les banques commerciales, mais ne disparaîtrait pas. De même, elle écrit (page 20), à propos des titres américains détenus par la Chine : « Si nous le voulions, nous pourrions rembourser la dette immédiatement, d'une simple frappe sur un clavier ». Mais, la manière de faire n'est pas explicitée. C'est malheureusement ce genre de phrase clinquante, mais sans fondement, qui sont repris par les médias.

Certes, Stéphanie Kelton a raison de proclamer (page 118), contre les monétaristes, que détenir de la monnaie plutôt que des titres n'incite pas les ménages à consommer plus, mais elle n'explique pas pourquoi les ménages accepteraient de détenir massivement de la monnaie non rémunérée (sauf dans une situation, comme aujourd'hui, où les taux d'intérêt sont très faibles). Notons qu'elle ne reprend pas le point de vue de certains des théoriciens de la TMM selon lequel les achats de titres par les ménages réduiraient leur consommation, tout comme les impôts.

Page 113, Stéphanie Kelton affirme, contre Olivier Blanchard, que la dette publique est toujours soutenable car la Banque centrale fixe le taux d'intérêt et peut toujours le maintenir au-dessous du taux de croissance nominal. Elle oublie que la Banque centrale fixe le taux d'intérêt selon des critères précis, qu'il peut y avoir incompatibilité entre le besoin de taux d'intérêt élevés pour lutter contre la surchauffe économique et celui de taux pas pour assurer la soutenabilité de la dette. Plaçons-nous dans une situation de forte demande et de tensions inflationnistes. La Banque centrale se doit alors de fixer le taux d'intérêt au-dessus du taux de croissance, pour ralentir la demande, de sorte que la soutenabilité de la dette publique importe : un certain excédent primaire devient nécessaire. La dette publique peut devenir insoutenable si la Banque centrale augmente son taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation tandis que l'État maintient un déficit primaire pour soutenir l'activité.

Le chapitre 4 rappelle que le **déficit public est une ressource pour le secteur privé**. Nous savons que réduire le déficit public par la baisse des dépenses sociales ou la hausse des impôts diminue le revenu des ménages, et donc leur consommation, et le PIB. Nous savons qu'il n'y a pas un réservoir d'épargne où puiseraient les déficits publics au détriment de l'investissement privé. Nous savons que l'investissement public crée l'épargne nécessaire pour le financer. Faut-il en conclure comme Stéphanie Kelton (page 144) qu'il n'y a jamais d'effet d'éviction puisque le déficit public augmente les réserves des banques et donc tend à faire baisser les taux d'intérêt sur le marché interbancaire ? En

fait, Stéphanie Kelton oublie d'analyser l'équilibre macroéconomique. En situation de plein-emploi, la hausse des dépenses publiques se traduit selon le choix de la Banque centrale, soit par la hausse des taux d'intérêt (qui évince l'investissement), soit par la hausse de l'inflation (qui évince la consommation). Certes, « il n'y a aucune relation prédéterminée entre déficit budgétaire et taux d'intérêt » (page 149), mais des relations existent dès que l'on considère la situation conjoncturelle : quand une économie plonge dans la récession, la Banque centrale baisse les taux d'intérêt et l'État augmente le déficit public. Par contre, une hausse du déficit public en période de forte conjoncture s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt. Le charme du livre de Stéphanie Kelton est qu'elle se refuse à envisager que l'économie puisse être proche du plein-emploi. Son raisonnement ne s'applique qu'à des économies en dépression.

Notons que Stéphanie Kelton, comme la MMT, en général, ne pose pas la question : « Pourquoi des déficits publics, pourquoi des dettes publiques élevées sont-elles nécessaires aujourd'hui pour assurer l'équilibre macroéconomique ? », ce qui la conduirait, en dehors de la politique budgétaire, à poser la question du capitalisme financier, de la mondialisation, de la victoire du capital sur le travail (voir, en particulier, Sterdyniak, 2015, *op. cit.*)

Le chapitre 5 porte sur **le commerce international**. Stéphanie Kelton fait l'éloge du déficit commercial américain, qui permet aux États-Unis de se procurer des marchandises contre des dollars, si faciles à produire. Ce déficit satisfait le besoin de beaucoup de pays d'accumuler des dollars. La dette extérieure américaine ne pose pas de problèmes de souveraineté car les États-Unis peuvent toujours créer des dollars pour en payer les intérêts ; ils ne sont jamais contraints de la rembourser. Elle reconnaît toutefois que le déficit commercial se traduit par des pertes importantes d'emplois industriels et la paupérisation des anciennes régions industrielles (page 158). Elle propose sa panacée : la garantie de l'emploi (page 166), en oubliant que les emplois ainsi créés ne correspondraient pas aux compétences des travailleurs licenciés.

Stéphanie Kelton plaide pour que les pays conservent leur souveraineté monétaire, en reconnaissant qu'un pays en développement en change flexible est soumis aux fluctuations des marchés financiers, qu'il est contraint de s'endetter en dollar, que la défiance des investisseurs peut l'obliger à pratiquer des taux d'intérêt élevé et entraîner une chute de son taux de change, qui provoque un alourdissement de sa dette en monnaie étrangère et une hausse de l'inflation, de sorte que sa souveraineté monétaire est factice. Elle prône, pour les pays émergents, une croissance basée sur la demande intérieure et non sur les avantages comparatifs en prenant bizarrement l'exemple de la Chine : « La Chine, pays gigantesque disposant de ressources réelles multiples et diversifiées, s'est considérablement développée en augmentant simplement son commerce intérieur et c'est aussi ce qu'on fait les États-Unis » (page 182). Elle propose une illusoire garantie mondiale de l'emploi (page 185), en oubliant que la population des pays émergents a besoin de produits agricoles et industriels et pas seulement de biens non marchands. De façon plus pertinente, elle prône aussi une refonte de l'organisation du commerce mondiale, avec une OMC rénovée qui imposerait des critères écologiques, des normes sociales, le partage des technologies, le contrôle des firmes multinationales.

Le chapitre 6, consacré à la **Sécurité sociale** montre les limites de la TMM. Aux États-Unis, comme en France, les administrations effectuent des projections à long terme des dépenses de santé et de retraites. Dans la mesure où ces projections annoncent généralement un déficit futur, un débat social devrait s'ouvrir entre prévoir d'augmenter les recettes (les taux de cotisation s'il s'agit des retraites) ou de baisser les dépenses (retarder les âges du départ en retraite ou baisser les pensions). Ce débat est nécessaire ; il doit être ouvert et transparent (alors que souvent l'oligarchie refuse de mettre en débat la possibilité d'augmenter les recettes). Par ailleurs, il est légitime que des recettes précises soient affectées et garanties à ces prestations, en particulier des cotisations pour les retraites. Pour Stéphanie Kelton, l'État, émetteur de la monnaie, est toujours en capacité financière de payer les prestations sociales de sorte qu'il est inutile de faire ces projections, qu'il est inutile de prévoir des ressources spécifiques : « La Sécurité Social sera en parfaite santé aussi longtemps que l'État sera en mesure de payer les pensions promises » (page 222). En même temps, elle reconnaît, page 219 : « Financer toujours plus généreusement des programmes de droits sociaux pourrait propulser l'économie au-delà de sa contrainte de ressources réelles (c'est-à-dire du plein emploi), donc alimenter l'inflation qui est nuisible pour tous ». Mais, elle se refuse à faire le lien, à voir qu'il faut financer les dépenses publiques permanentes par des impôts ou des cotisations pour assurer qu'elles n'induiront pas un excès de demande. Je ne pense pas que les mouvements sociaux seraient crédibles s'ils réclamaient une hausse des dépenses sociales en comptant sur le déficit financé par l'émission monétaire pour la financer[8].

Le chapitre 7 est consacré aux **déficits qui comptent**. Bien que les États-Unis soient le plus riches des grands pays, en pouvoir d'achat par tête, ses habitants souffrent d'un déficit de bons emplois (page 235) du fait de la disparition des emplois industriels que l'émergence des emplois précaires et mal rémunérés ne compense pas (mais la garantie d'emploi est-elle la solution ?) ; d'un déficit d'épargne individuelle (page 241) du fait des prêts étudiants, du coût des études, de l'endettement des ménages alors que les américains auraient besoin d'épargne pour leur retraite en l'absence d'un système public de retraite suffisamment protecteur ; d'un déficit de santé (page 246) en raison de l'absence d'une assurance maladie publique universelle et du manque de ressources consacrées à la santé (personnels et lits d'hôpitaux) ; d'un déficit d'éducation (page 250) lié à la fois au coût des études et aux disparités entre les établissements scolaires ; d'un déficit d'infrastructures (page 255) en raison d'un manque d'investissements publics ; du déficit climatique (page 260) qui se pose à l'échelle mondiale, mais les États-Unis ont une responsabilité particulière en raison du niveau de leurs émissions de gaz à effet de serre par habitant ; du déficit démocratique (page 266), c'est-à-dire en fait des inégalités de ressources, de niveaux de vie et de pouvoirs entre la multitude (découragée de participer à la vie politique) et les privilégiés (qui utilisent leur argent pour influencer les choix politiques). Stéphanie Kelton propose deux pistes : la garantie d'emploi et la hausse des dépenses publiques, grâce à la prise de conscience que les déficits et la dette n'ont pas d'importance. Elle ne voit pas la contradiction entre les contraintes écologiques et la hausse des dépenses qui serait nécessaire pour satisfaire tous les besoins évoqués.

Le chapitre 8 se propose de **construire une économie pour le peuple**. Stéphanie Kelton précise, page 282, que la TMM est d'abord une théorie descriptive, qui insiste sur les contraintes réelles de capacités de production plutôt que sur de fictives contraintes financières. Elle attribue les difficultés économiques, stagnation économique et montée de l'inégalité, à la fois à « des craintes irrationnelles sur la dette publique et les déficits budgétaires » (page 284) et au pouvoir de monopole des grandes entreprises. Elle propose de réduire l'importance de la politique budgétaire au profit de la politique monétaire, le Congrès pouvant « déverser des milliards dans l'éducation, les infrastructures, la santé, le logement », (page 286), ceci supposant d'abolir la règle qui interdit aux parlementaires d'augmenter les dépenses publiques sans augmenter les recettes d'un même montant. La garantie d'emploi permettrait à la fois d'augmenter les stabilisateurs automatiques et d'éradiquer le chômage « Tout État qui émet sa propre monnaie a le pouvoir d'éliminer le chômage sur son territoire : il lui suffit de proposer d'embaucher lui-même les chômeurs » (page 296). Nous avons vu que cela est illusoire, les emplois ainsi créés ne correspondront pas aux désirs des chômeurs, ni aux besoins des consommateurs. Stéphanie Kelton insiste, page 308 : « Si nous avions les ressources réelles dont nous avons besoin, l'argent nécessaire pour atteindre nos objectifs pourra toujours être là, à notre disposition », mais elle reconnaît, page 309 : « La capacité de dépense de l'État est infinie, mais la capacité productive de notre économie ne l'est pas. Heureusement, il y a presque toujours de la marge pour augmenter la dépense sans risquer une accélération de l'inflation ». Ainsi, peut-elle imaginer, page 317 : « une politique qui fournira à notre population des services de santé de qualité, donnera à chaque travailleur un haut niveau d'éducation et de formation professionnelle adéquate, réhabilitera nos infrastructures en fonction des exigences d'un monde pauvre en carbone et garantira un logement convenable à tous, en réaménageant nos villes pour qu'elles soient propres, belles et solidaires. Nous pouvons être une force mondiale qui pèse dans le bon sens, prend la tête de la décarbonisation et vient en aide aux pays dans le besoin....Puisque nous savons comment nous pourrions nous payer cela, à nous de construire l'économie du peuple ». C'est un beau programme, mais il n'est pas prouvé que les marges de manœuvre disponibles permettront effectivement de le réaliser, compte-tenu en particulier des contraintes écologiques. Il y a une certaine contradiction entre employer les chômeurs dans des programmes d'emplois sociaux et augmenter l'efficacité de l'économie de façon à avoir la capacité de réaliser le programme évoqué. Compte-tenu des contraintes écologiques, ce programme nécessite une forte réduction des inégalités de revenu et de niveau de vie, donc, sans doute, une baisse du niveau de vie des classes moyennes supérieures et supérieurs, que Stéphanie Kelton n'évoque pas.

### **Quels messages ?**

L'ouvrage nous livre plusieurs messages. Le premier est qu'un État dont le déficit est financé par une Banque centrale qui émet sans limite la monnaie nationale n'a aucune contrainte financière. Même si la TMM estime que c'est son message central, j'estime qu'il s'agit quand même d'une évidence. Par contre, la TMM va trop loin quand elle proclame que les dépenses publiques sont ainsi financées par la Banque centrale et pas par l'impôt ou l'emprunt, en jouant sur le sens du mot « financer », en oubliant les caractéristiques de l'équilibre ex post.

Le deuxième est que les finances publiques ne doivent pas être gérées selon des règles budgétaires, mais avec l'objectif de corriger les déséquilibres économiques (inflation, chômage). Le déficit et la dette ne sont pas des problèmes en eux-mêmes. C'était déjà la leçon de la finance fonctionnelle keynésienne. L'intérêt de la TMM est surtout de la populariser avec force et talent.

Le troisième est que les économies capitalistes sont généralement maintenues trop loin du plein-emploi de sorte qu'un surplus de production serait possible. Le point contestable de l'ouvrage est qu'il surestime sans doute les réalisations qui serait possible d'effectuer avec ce surplus de production.

Le quatrième est l'idée d'une garantie de l'emploi, que personnellement je trouve irréaliste.

[1] La TMM a été développée aux États-Unis par Warren Mosler, L. Randall Wray, Pavlina R. Tcherneva et Stephanie Kelton ; en Australie, par William Mitchell. Voir : [A propos de la Modern Monetary Theory.](#)

[2] Voir, par exemple, pour la France : Jérôme Creel et Henri Sterdyniak (1995) : « Les déficits publics en Europe : causes, conséquences ou remèdes à la crise ? », *Revue de l'OFCE* ; Les Économistes atterrés (2015), *Nouveau Manifeste*, chapitre 11 ; ; Henri Sterdyniak (2015) : « La dette publique, produit du capitalisme financier », *Regards croisés sur l'économie* ; Bruno Tinel (2016) : *Dette publique : sortir du catastrophisme* ; Les Économistes atterrés (2021), *La dette publique, Précis d'économie citoyenne*.

[3] Comme déjà exposé dans : Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak (2012) : « Faut-il des règles de politique budgétaire ? », *Revue de l'OFCE*, n°126.

[4] Dans l'optique de la TMM, il ne saurait être question d'annuler la dette de l'État que détient la Banque centrale, les deux institutions sont censés toujours agir de concert et donc peuvent être fusionnées.

[5] En fait, la crise sanitaire amène à relativiser ce point de vue : dans certaines limites, les États membres peuvent financer tous les déficits qu'il faut. Ce n'est qu'en période de crise que la BCE peut refuser de refinancer les banques, et donc, l'État d'un pays membre (comme la Grèce, en 2015).

[6] La MMT oublie que la monnaie ne sert pas seulement à payer les impôts ; elle sert surtout à faire circuler les produits et à verser les salaires. Même sans impôts, les moyens de paiements sont nécessaires. Toute théorie monétaire doit rendre compte de cette tension entre la monnaie comme création de l'État et la monnaie comme base de l'économie marchande.

[7] Dans le contexte des États-Unis, Stéphanie Kelton insiste sur le risque d'inflation plus que sur celui de déficit extérieur, qui préoccupe plus les français.

[8] Mais, certains en France prétendent financer ainsi le revenu universel.

Le Club est l'espace de libre expression des abonnés de Mediapart. Ses contenus n'engagent pas la rédaction.