

Nouvelles variations sur la dette publique et la monnaie

 blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/170121/nouvelles-variations-sur-la-dette-publique-et-la-monnaie

Henri Sterdyniak, Mediapart, 17 janvier 2021

Cinq membres des Économistes atterrés viennent de publier un ouvrage : « La dette publique, précis d'économie citoyenne ». Cet ouvrage est précieux puisqu'il déconstruit les idées fausses véhiculées par les idéologues libéraux au sujet du déficit et de la dette publique, idées dont le but est d'utiliser la menace de la dette pour réduire le poids des dépenses publiques et sociales. Il a naturellement été discuté au sein des Économistes atterrés. J'ai fait des suggestions, dont beaucoup ont été prises en compte par les auteurs, que je voudrais féliciter pour leur travail. Cependant, sur certains points, des divergences persistent ; c'est légitime ; mais, dans la mesure où ces divergences portent sur des points faisant l'objet du débat public, je me permets de les exprimer ici publiquement. Elles ne portent pas sur le constat, mais sur les propositions, donc sur les chapitres 9 et 10 de l'ouvrage.

Comme l'a montré une nouvelle fois le financement des importants déficits publics de l'année 2020, un État qui conserve sa souveraineté monétaire, qui s'endette dans sa monnaie, où la Banque centrale garantit le financement du déficit public et garantit la dette publique, peut avoir le déficit public qu'il souhaite, d'autant plus que ce déficit est nécessaire du point de vue de l'équilibre macroéconomique. Il ne se heurte pas à des contraintes financières, mais à des contraintes réelles (l'inflation ou le déficit extérieur), relativement lâches, dont il doit cependant tenir compte pour, précisément, ne pas perdre la capacité de s'endetter dans sa monnaie.

Dans la zone euro, la garantie de la BCE n'est pas explicite, elle a joué pleinement en 2020, mais elle peut disparaître si la BCE juge qu'un pays pratique une politique insoutenable (comme l'a montré la crise de la Grèce, en 2015). Aussi, la réforme indispensable est que les Traités européens soient revus, que les règles budgétaires soient repensées (basées non plus sur des contraintes numériques arbitraires, mais sur des considérations économiques), que les dettes publiques des pays membres soient explicitement garanties par la BCE (sauf cas exceptionnel, d'un pays qui pratiquerait une politique effectivement nuisible à ses partenaires).

L'ouvrage sous-revue rappelle ces leçons de la macroéconomie keynésienne dans leur version de *finance fonctionnelle* d'Abba Lerner et dans leur version plus clinquante de la *Modern Monetary theory*. Mais, en même temps, il reprend des propositions visant à résoudre un problème qui ne se pose pas pour les pays développés et pour la France : le financement de la dette publique.

Restructurer la dette si nécessaire ?

Ainsi, le chapitre 9 s'intitule : « Restructurer la dette si nécessaire ». Pourtant, les auteurs précisent vite que ce titre ne s'applique pas à la France, qui s'endette dans sa monnaie, avec la garantie effective d'une Banque centrale. De même, ne s'applique pas à la France,

le paragraphe : « Préférer la renégociation avec les créanciers plutôt que de couper dans les dépenses sociales » : les créanciers sont prêts à nous prêter à long terme à des taux d'intérêts nuls, voire négatif : la France ne peut évoquer son insolvabilité pour renégocier sa dette.

Dans ces conditions, on ne comprend pas que les auteurs s'exclament, page 156 : « Si, à l'avenir, dans la zone euro ou en France, en particulier, les ratios dette/PIB étaient jugés trop importants et qu'ils étaient mobilisés pour justifier un renoncement au financement de la transition écologique, nous soutiendrions sans hésiter la proposition de Baptiste Bridonneau et Laurence Scialom, soutenue notamment par Gaël Giraud et Jézabel Couppey-Soubeyran, pour que la BCE annule les titres de dette souveraine détenus à l'actif de l'eurosystème. Il n'y aurait aucune conséquence macroéconomique ; les détenteurs privés des obligations ne seraient pas lésés car les titres annulés seraient uniquement ceux détenus par la banque centrale ». Une mesure qui n'aurait aucune conséquence macroéconomique est fictive. La dette publique (au sens des droits socialement garantis des agents privés sur la production future) ne serait pas modifiée ; elle serait portée par la Banque de France au lieu de l'être par l'État. Un pays ne peut pas réduire sa dette publique en la faisant endosser par sa Banque centrale. Sinon, d'autres pays l'auraient fait depuis longtemps ; ils n'auraient pas attendu Bridonneau et Scialom. Ce serait de la comptabilité créative, à la Enron, puisque la Banque centrale (en fait, la Banque de France) n'a qu'un actionnaire, l'État, à qui elle reverse ses profits, de sorte que l'opération revient à faire endosser la dette par une filiale. Les marchés financiers et les comptes nationaux ne seraient pas dupes. Peut-on croire que les instances européennes, qui, selon l'hypothèse des auteurs, reprocheraient à un pays membres de la zone euro d'avoir une dette trop importante, accepteraient que cette dette prise en charge par la BCE ou par sa Banque centrale nationale ? Il est dommage de reprendre, page 178, la thèse que cette annulation, sans impact macroéconomique, permettrait de financer des investissements écologiques.

De même, l'idée, page 157, que « l'émission de monnaie par la Banque centrale directement au profit de l'ensemble des agents économiques en créditant leurs comptes (on parle parfois "d'hélicoptère monétaire") ne provoquerait pas l'enregistrement comptable de nouvelles dettes » est erroné. Dans la mesure où les agents crédités ne conserveraient pas les fonds reçus sous forme de billets, la Banque centrale devrait s'endetter vis-à-vis des banques commerciales. La manœuvre consisterait, là aussi, à dissimuler la dette publique dans les comptes de la Banque centrale. Une banque centrale, dont le bilan serait ainsi déséquilibré, perdrait son autonomie, si les taux d'intérêt remontaient. Enfin, les auteurs oublient l'argument central contre la monnaie-hélicoptère : une Banque centrale fait de la politique monétaire, et pas de la politique budgétaire ; son rôle est de refinancer et de garantir l'État et les banques ; elle n'a pas ni la compétence, ni un mandat démocratique, pour faire des subventions (voir ma note : « Pour en finir avec la monnaie hélicoptère »).

Sortir de la dépendance aux marchés financiers

Le chapitre 10 propose un objectif éminemment souhaitable : "Sortir de la dépendance des marchés financiers" Cela nécessite, selon moi, que la Banque Centrale garantisse le financement de la dette publique (ce qui est, en pratique, le cas actuellement), de sorte que la dette publique, sans risque, ne puisse être le jouet de la spéculation financière et que, par ailleurs, soit développé un vaste secteur bancaire et financier public.

Les auteurs proposent : "la monétisation permanente d'une partie du déficit public". Contrairement à ce qu'ils écrivent, la dette détenue par la Banque centrale ne devient pas gratuite pour le Trésor Public. Le problème ne se pose pas aujourd'hui, quand les taux d'intérêt sont nuls, ou même négatifs, mais la Banque centrale qui achète pour 1 milliard de titres publics voit les réserves rémunérées des banques augmenter de 1 milliard. En période normale, le gain pour l'ensemble, Trésor + Banque centrale, n'est donc que le très faible écart entre le taux des titres publiques et le taux de rémunération des réserves bancaires, écart qui de plus ne reflète souvent qu'une différence de maturité.

Les auteurs semblent croire qu'il y aurait une différence de nature entre un financement direct des déficits publics et la situation actuelle où l'État émet des titres, que les SVT (spécialistes en valeurs du Trésor) achètent, revendent aux autres institutions financières, avec la garantie de pouvoir les revendre à la Banque Centrale, avec la possibilité, pour la Banque centrale d'infléchir les taux à long terme en intervenant sur le marché secondaire. Je ne le pense pas. Le système actuel garantit le placement de la dette publique, évite les négociations sur les taux auxquels la Banque centrale finance les États. La Banque centrale contrôle directement le taux de court terme (en fixant le taux du refinancement) et peut influencer, si nécessaire, les taux de plus long terme.

Le concept de monétisation du déficit est confus (voir ma note : « [Sur la monétisation](#) »). Supposons que l'État verse 100 millions supplémentaires aux fonctionnaires. Ils vont dépenser cette somme ; il y a aura un effet multiplicateur et des rentrées fiscales. *Ex post*, le déficit résiduel est, supposons, de 40, qui est entre les mains de ménages qui vont, par exemple, conserver 2 sous forme de billets, 10 sous forme de dépôts bancaires à vue, 5 sous forme de sicav monétaires, 5 sous forme de sicav obligataires et 18 en assurance-vie. L'État va émettre 40 de titres ; supposons que les banques n'augmentent pas leurs crédits ; les assurances achèteront 18 ; les banques 22, dont elles placeront une grande partie dans leurs Sicav et diminueront de 2 leurs réserves à la Banque centrale. L'État n'a pas besoin *a priori* du financement de la Banque centrale ; le déficit public crée les actifs financiers nécessaires pour le financer, de même que les crédits créent les dépôts et l'investissement l'épargne. Si la Banque centrale finance le déficit en achetant 40 millions de titres directement, la seule différence est que les réserves des banques augmentent de 38 (au lieu de baisser de 2), de sorte que les banques sont incitées à utiliser ces sommes pour faire du crédit (finançant des activités utiles ou de la spéculation). L'achat de titres par la banque centrale ne modifie pas la quantité de monnaie détenue par les ménages ; elle ne rend la politique budgétaire plus expansionniste que si les banques étendent leurs crédits (ce qui est peu probable si leur contrainte est la quantité et la qualité des demandes de crédit qui leur sont faites). Le financement direct complique, en fait, le circuit du financement puisque les banques ne prêtent plus directement à l'État, mais détiennent des dépôts, qui permettent à la Banque centrale de détenir des titres publics. Il

raccourcit la maturité de la dette publique, puisque la Banque centrale finance des titres longs par des dépôts des banques commerciales. Il affaiblit les canaux de transmission de la politique monétaire, puisque la Banque centrale devient globalement endettée auprès des banques au lieu de les refinancer.

Comme je l'ai écrit dans mon [blog Médiapart](#), la *Modern Monetary Theory*, apporte peu à la théorie keynésienne de la finance fonctionnelle, sinon une présentation volontairement provocante et paradoxale. Elle a le mérite de montrer qu'un État qui, avec le soutien de sa Banque centrale, a conservé sa souveraineté monétaire, peut pratiquer la politique budgétaire de son choix, sans contrainte de déficit ou de dette. Elle développe cependant la thèse (fausse mais reprise sans esprit critique dans l'ouvrage) qu'il y aurait une différence fondamentale de nature entre la monnaie et les actifs financiers non monétaires, de sorte qu'un emprunt public réduirait la consommation privée, de sorte que seules les dépenses financées par la création monétaire de la Banque centrale auraient un effet expansionniste

Les auteurs concluent, page 175 : " la monétisation du déficit public est, mais les montants ne peuvent concerner l'intégralité du déficit..Il paraît donc souhaitable d'encadrer cette pratique par exemple en la réservant à certaines dépenses d'investissement, comme celles nécessaires à la transition écologique ». Cela n'a, pour moi, guère de sens. La Banque Centrale doit garantir que l'État peut financer l'intégralité de son déficit ; elle peut choisir de réduire les taux longs en achetant des titres publics(sachant qu'elle s'endette à court terme en contrepartie) ; elle ne peut pas être contrainte de financer une catégorie donnée d'investissement et l'investissement écologique ne peut être contraint par la politique de la Banque centrale. C'est à la politique économique de chaque pays d'impulser et de financer les investissements utiles, en particulier en orientant le crédit bancaire.

Heureusement, le texte évoque la proposition la plus pertinente pour nationaliser la détention de la dette publique et réorienter les placements des ménages : reconstruire un secteur bancaire public finançant l'État, les collectivités locales, la transition écologique et industrielle ; imposer aux banques d'y déposer une partie de leurs dépôts. On ne financera pas la transition écologique par la BCE, en persuadant les agents privés de détenir plus de billets. La ressource actuelle de la BCE, les réserves excédentaires des banques, est fragile.

Fallait-il citer avec sérieux le projet de [monnaie fiscale complémentaire](#) et lui consacrer plus de trois pages ? Ce projet est déplaisant : l'État va-t-il rémunérer ses fonctionnaires, verser les prestations sociales dans une monnaie de seconde catégorie qui ne serait pas forcément acceptée par les commerçants ? que ces ménages devraient obligatoirement détenir pendant un certain temps sans recevoir d'intérêt ? Qui peut préconiser, en France, un système de doubles monnaies de pouvoirs libératoires différents, comme l'ont connu des pays en période de difficulté économique ? De plus, ces titres seraient comptés dans la dette publique ; leur émission serait contraire au principe de la monnaie unique.

Fin 2021, la dette publique française va représenter 120% du PIB. Les classes dominantes vont utiliser sa menace pour imposer des politiques d'austérité néfastes économiquement et socialement. Il faut remercier les auteurs de ce livre, qui fournit des armes contre cette

politique. La dette publique est nécessaire pour financer les investissements publics et la transition écologique ; sa réduction passe par une fiscalité pesant effectivement sur les plus riches et les entreprises multinationales, mais aussi par une modification du partage des revenus entre le travail et le capital, qui rendra moins nécessaire le soutien budgétaire à l'activité. En 2022, l'urgence sera de renégocier les traités budgétaires européens et, en particulier, d'écrire noir sur blanc que la BCE garantit les dettes publiques des pays de la zone euro.

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