

⇒ Henri STERDYNIAK, « Monnaie, le retour des illusionnistes », Variances

- Critique de la monnaie « volontaire » (finance projets non rentables) et de la monnaie « libre de dette » (déconnectée de la dette et donc des exigences de ↗)
- La monnaie a toujours une contrepartie en termes de dette
- Faire reposer la dette publique sur la BDF plutôt que sur l'Etat ne change rien à la situation macroéconomique ni le niveau d'endettement (équivalent)
- La transition env ne passe pas par des artifices des les bilans mais par des réglementations/fiscalité

TENDANCES: Coronavirus et statistiques

f in CHERCHER 🔍



PORTRAITS ▾ DATA SCIENCE / IA ▾ ECONOMIE ▾ ENTREPRISE ▾ FINANCE / ACTUARIAT ▾ CLIMAT ▾
POLITIQUE / INTERNATIONAL ▾ SOCIÉTÉ ▾

MONNAIE, LE RETOUR DES ILLUSIONNISTES

Publié par [Henri Sterdyniak](#) | 12/02/2024 | Politique monétaire | 5 🗨️



Les questions monétaires ont toujours attiré des illusionnistes. Souvent, ceux-ci prétendent avoir trouvé une solution simple : puisque la Banque centrale peut créer de la monnaie, gratuitement et sans limite, pourquoi ne pas lui faire financer les dépenses publiques ? Au lieu de devoir prélever des impôts ou d'augmenter la dette publique, il serait possible de recourir à la **monnaie gratuite, libre de dette, créée par la Banque centrale**. Dans la même veine, en 2020, certains avaient proposé de réduire la dette publique en annulant les titres publics détenus par la BCE. Deux ouvrages récents, pourtant publiés par des éditeurs respectables, reprennent des thèses similaires : *La dette. Comment s'en libérer*, Odile Jacob, de Nicolas Dufrêne ; *Le pouvoir de la monnaie, Les Liens qui libèrent*, de Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Delandre et Augustin Sersiron (JCSa, par la suite). Nous allons montrer ici que ces propositions sont illusoire.

A PROPOS DE VARIANCES.EU

Qui sommes-nous ?

RECHERCHER

ABONNEZ-VOUS À NOTRE NEWSLETTER

E-mail

JE M'INSCRIS !

THÈMES

Assurance

Afrique

Big Data

Crypto-actifs

Brexit

Climat

Coronavirus

Création d'entreprise

Dans les rayons

Elections

Emploi

Engagement



LES POINTS CRUCIAUX

La Banque de France (BdF, par la suite) est une filiale financière de l'État ; elle lui verse ses dividendes ; elle garantit le financement du déficit public[1]. **L'annulation des titres publics détenus par la BdF n'aurait aucun impact pour les agents privés** ; elle n'aurait donc aucune conséquence macroéconomique ; elle n'ouvrirait aucune marge de manœuvre, ni sur le plan réel, ni sur le plan financier. La BdF a financé l'achat des titres publics par la croissance des dépôts des banques commerciales auprès d'elle, dépôts qu'elle doit rémunérer à son taux directeur (4% aujourd'hui). **Si la BdF annulait les titres publics qu'elle détient, elle devrait toujours rémunérer ces dépôts ; son compte d'exploitation serait structurellement déficitaire ; elle ne verserait plus de dividendes à l'État et devrait, sans doute, solliciter une subvention** pour équilibrer son compte d'exploitation. La charge des intérêts versés par l'ensemble État +BdF, comme la dette nette de l'ensemble État +BdF, ne serait pas réduite. Par ailleurs, l'État fixe le déficit public en fonction de considérations budgétaires ou macroéconomiques ; il peut toujours faire « rouler » sa dette ; devoir rembourser les titres arrivant à échéance (à la BdF ou aux autres détenteurs) n'est en rien une contrainte pour lui.

La BdF refinance les banques, mais elle n'a pas vocation à accorder directement du crédit aux agents non financiers ; ce n'est pas son rôle ; c'est celui des banques commerciales ou des banques publiques d'investissement. Elle a encore moins vocation à distribuer des subventions ; une banque fait des prêts, pas des subventions ; c'est l'État, responsable de la politique budgétaire, qui décide et verse des subventions. Comment imaginer qu'un organisme, la BdF en l'espèce, fasse des dépenses sans aucune ressource structurelle pour les financer ? qu'elle mène une politique budgétaire autonome ? Les dépenses financées par la BdF s'ajouteraient aux dépenses financées par l'État ; elles n'ouvriraient pas de marges de manœuvre spécifique ; c'est l'ensemble que la politique budgétaire devra piloter.

Mais, surtout, que les dépenses publiques soient initialement subventionnées par l'État ou par la BdF, n'en changerait ni l'impact macroéconomique, ni l'impact financier pour les agents du secteur privé. *Ex post*, ceux-ci ne détiendraient pas plus de monnaie Banque centrale, parce que le financement initial de la dépense aurait été assuré par la BdF. Il est absurde d'écrire que, dans ce cas, il y aurait de la *monnaie gratuite libre de dette*. **Dans le cas d'un financement par l'État, celui-ci émet des titres que la Banque centrale peut détenir ; dans le cas d'un financement par la Banque centrale, celle-ci porterait, seule, la dette publique, mais le montant de la dette publique et ses formes de détention par les agents privés seraient les mêmes.** Les ménages arbitraient de la même façon entre la monnaie non rémunérée, les dépôts rémunérés et les titres publics ou privés.

Les partisans de la *pseudo théorie de la monnaie-dette*, prétendent que, dans le système actuel, la monnaie est fragile en raison du remboursement des dettes qui détruit de la monnaie ; que c'est le besoin de monnaie pour faire circuler le produit qui explique la croissance des dettes, qui, devant être rémunérés au taux d'intérêt, induisent un besoin de croissance du PIB, nuisible à l'environnement ; qu'il faut rompre le lien entre la monnaie et la dette ; que l'État pourrait se financer grâce au pouvoir monétaire gratuit de la BdF, qui ne génère pas de dette. Les deux ouvrages analysés ici s'inscrivent dans ce courant. **Ils ne voient pas que l'ensemble des actifs financiers (dont la monnaie[2] n'est qu'une faible part) a pour contrepartie l'ensemble des passifs financiers, de sorte que la monnaie a toujours une contrepartie en termes de dette, mais que cette contrepartie n'est, elle-aussi, qu'une faible part de l'ensemble des dettes, de sorte que ce n'est pas le besoin de monnaie qui peut expliquer la croissance des dettes. La monnaie est toujours un droit sur le produit futur et donc une dette de la société envers son détenteur. Il n'existe pas de monnaie libre de dette.**

Enseignement de
l'Economie

Europe

Finance durable

Fintech

Fiscalité

Gouvernance

Histoire

Immobilier

Inégalités

Infrastructures

Insee

Intelligence artificielle

Jeu

Justice

Etats-Unis

Médias

Mesure des indicateurs
économiques

Métropoles

Plumes

Paradis fiscaux

Politique énergétique

Portraits

Psychologie

Ressources Humaines

Retraites

Risques



UN DÉSENDETTEMENT SANS DOULEUR GRÂCE À L'ÉMISSION MONÉTAIRE ?

L'ouvrage de Dufrêne soutient une thèse grandiose, mais évidemment fausse. Il serait possible de se libérer de la dette publique en la faisant porter par la Banque centrale, en lui faisant annuler les titres publics qu'elle détient et en lui faisant prendre en charge certaines dépenses publiques. Se glorifiant d'avoir élaboré une « théorie de la monnaie émancipatrice » qui permettrait un « désendettement sans douleur », l'auteur ne fournit aucun schéma précis ; il ne présente ni TEE (tableau économique d'ensemble), ni TOF (tableau d'opérations financières) cohérents. Il ne voit pas que sa proposition ne modifie ni les comptes réels ou financiers des agents privés, ni l'endettement global de l'économie, ni les contraintes portant sur la politique budgétaire de l'État, ni la charge d'intérêt de l'ensemble État + BdF. Elle ne ferait que faire passer une partie de la dette publique au passif de la BdF, sans en modifier ni le niveau, ni la structure. Son absence de cadre macroéconomique lui permet d'avancer des propositions irréfléchies : la partie de la dette publique détenue par la BdF pourrait être transformée en investissements publics : la monnaie libre de dette pourrait remplacer les impôts ou financer le revenu universel. Chacune de ces propositions entrainerait une hausse incontrôlable de la demande et du déficit public.

UN NOUVEAU MODE DE CRÉATION MONÉTAIRE ?

Dans la même veine, JCSa proposent un nouveau mode de création monétaire, la

Santé

Sport

ARCHIVES

Sélectionner un mois ▾

COMMENTAIRES RÉCENTS

Henri Sterdyniak dans
Monnaie, le retour des illusionnistes

Sterdyniak dans **Monnaie, le retour des illusionnistes**

Raymond ALBERT dans
Monnaie, le retour des illusionnistes



monnaie volontaire. La Banque centrale créerait de la monnaie pour financer une Caisse de développement durable (CDD) qui subventionnerait, à fonds perdu, des dépenses et des investissements nécessaires mais non financièrement rentables (en particulier ceux liés à la transition écologique). Elle créerait ainsi de la « monnaie libre de dette, c'est-à-dire sans obligation de remboursement ».

En fait, ces dépenses *non rentables* sont déjà collectivement prises en charge : elles sont financées par l'État (ou les collectivités locales), soit par des impôts, soit par le déficit (donc la dette publique), le partage dépendant des nécessités de l'équilibre macroéconomique. Une grande partie de la « création monétaire » se fait déjà par le déficit public, donc en dehors de considération de rentabilité, pour poursuivre des objectifs sociaux, ce que JCSa semble ignorer. De ce point de vue, la monnaie volontaire existe déjà. Mais ce n'est, ni une monnaie gratuite, ni une monnaie libre de dette.

Proposer qu'une partie des dépenses et investissements publics soient pris en charge par des subventions de la Banque centrale est sans intérêt et irréaliste. Du point de vue macroéconomique et financier, il n'y a aucune différence entre un financement par subvention de la Banque centrale et un financement par le déficit public. La hausse des actifs financiers détenus par les agents non financiers comme celle de la dette publique serait la même. Il n'y aurait pas création spécifique de « monnaie libre de dette », ce qui est un oxymore. Certes, les actifs monétaires ne sont pas remboursables à une échéance fixe ; c'est pire, ils sont remboursables à vue. Un billet de banque peut à tout moment être utilisé pour obtenir des biens ou des services. L'État n'a lui aucune contrainte de remboursement de la dette publique : il peut faire rouler les titres arrivés à échéance puisque la Banque centrale et les SVT garantissent que son financement est toujours assuré. Il est absurde de prétendre que le financement par titre augmenterait la dette publique, mais pas le financement par une Banque centrale, elle-même financée par des dépôts des banques commerciales.

Par ailleurs, ce n'est pas parce que la création monétaire s'effectuerait par des subventions de la Banque centrale que les détenteurs en dernier ressort des actifs monétaires et financiers ainsi créés détiendraient plus de monnaie centrale non rémunérée. La Banque centrale ne pourrait pas financer ses subventions par une monnaie volontaire, non rémunérée, qu'aucun agent ne voudrait détenir ; elle devrait se financer par des dépôts des banques rémunérés au taux directeur (4% aujourd'hui). Son compte d'exploitation serait en perpétuel déséquilibre si elle n'a pas de ressources en face de cette dépense.

Que le financement *ex ante* des investissements verts s'effectue par une subvention de l'État ou de la Banque centrale ne modifierait en rien leur impact macroéconomique et financier, sauf quant à la localisation de la dette publique, au passif de l'État ou de la Banque centrale, filiale financière de l'État. On ne peut donc prétendre, comme JCSa que « un financement par endettement de l'État et un autre par émission de monnaie sans dette par la banque centrale ne sont nullement équivalents : l'un augmente la dette, l'autre non », que le premier nous « enferme dans la croissance », que le second crée « de la monnaie désencastrée de la dette ». Les deux types de financement sont équivalents. La Banque centrale ne peut pas émettre de monnaie volontaire sans dette. Là aussi, une simple analyse à l'aide d'un TOF aurait permis à JCSa de le constater. Son projet ne créerait pas une « monnaie à mission », au mieux un « financement à mission », mais ce ne serait pas une nouveauté par rapport au financement actuel des infrastructures publiques, des investissements des collectivités locales ou des HLM. Contrairement à ses proclamations, la proposition de JCSa ne permettrait en rien de changer la monnaie.

Raymond ALBERT dans
Monnaie, le retour des
illusionnistes

vasquez d'acugno dans **Que
faire avec les inégalités
de naissance autres que
celles du patrimoine ?**



UNE BANQUE CENTRALE EN DÉFICIT...

S'appuyant sur un texte de la BRI, qui relate des situations où certaines Banque centrale ont eu un bilan déséquilibré du fait de pertes importantes, Dufrène et JCSa proclament qu'une Banque centrale peut avoir un compte d'exploitation perpétuellement déficitaire et un bilan déséquilibré. Mais, c'est aussi le cas de l'État, qui peut toujours avoir un déficit budgétaire et une dette publique. **La question pertinente est : quelle serait la différence entre une situation A – dette publique 1000 ; bilan de la Banque centrale équilibré – et une situation B – dette publique 800 ; dette nette de la Banque centrale : 200 ? La réponse est qu'il n'y aucune différence, de sorte qu'il est absurde de prétendre réduire la dette publique en créant une dette de la Banque centrale.**

La faiblesse de la demande par rapport aux capacités de production rend souvent nécessaire une politique budgétaire expansionniste. Celle-ci est normalement mise en œuvre par l'État, donc par le déficit public, sachant que le financement de ce déficit est toujours être garanti par la Banque centrale, sachant que ce déficit doit être calibré pour ne pas être excessif. Un financement direct par la Banque centrale aurait exactement le même impact macroéconomique et financier. Il faudrait lui aussi le calibrer pour qu'il ne soit pas excessif compte-tenu des politiques monétaires et budgétaires mis en place par ailleurs. Qui en aurait la responsabilité ? En cas d'un niveau excessif de demande, il faudrait mettre œuvre des politiques restrictives ; qu'une partie de la dette soit fictivement logée dans les comptes de la Banque centrale ne changerait pas cette nécessité. Certes, dans la zone euro, ont été mises en place des règles budgétaires numériques, sans fondement, qui prétendent limiter le déficit et la dette publics. Ce sont ces règles qu'il faut mettre directement en question. Proposer de passer par la BCE ou la BdF, organismes qui prônent l'austérité budgétaire, pour masquer le montant du déficit public ou de la dette publique est une stratégie vouée à l'échec.

Certes, il faut dégager des ressources pour financer la transition écologique. C'est de la responsabilité des États que de faire les arbitrages nécessaires, et de le faire de la manière la plus démocratique possible, après un débat public. La Banque centrale n'a pas de ressources magiques ; ce n'est pas à elle qu'il incombe de faire les choix sociaux ; ce n'est pas elle qui peut organiser le débat démocratique.

Certes, il faut mettre le système bancaire et financier au service de la transition écologique. Cela ne passe pas par des artifices au niveau de la Banque centrale. C'est au niveau de la réglementation et de la fiscalité qu'il faut agir pour que les investissements verts deviennent plus rentables que les investissements bruns. C'est au niveau des banques en développant un système bancaire et financier public, en modifiant les critères de distribution du crédit des banques commerciales, en leur imposant de tenir compte des perspectives de la planification écologique.

Mots-clés : Monnaie – Banque centrale – Banque de France – Dette publique

[1] Certes, la BdF n'a pas le droit de financer directement l'État, mais les SVT (Spécialistes en Valeurs du Trésor) ont l'obligation d'acheter tous les titres que l'État veut émettre, sachant qu'ils pourront se financer auprès de la BdF si nécessaire. Ainsi, en 2020, l'État a pu émettre, sans difficultés, 360 milliards d'euros de titres à un taux moyen légèrement négatif.

[2] Par ailleurs, la frontière de la monnaie dans l'ensemble des actifs financiers est arbitraire. L'important n'est pas la monnaie, en tant que telle, mais la quantité et



l'orientation de l'ensemble des financements.

À propos

Articles récents



Henri Sterdyniak

ENSAE 1975, économiste à l'OFCE.

PARTAGER:



< PRÉCÉDENT

SUIVANT >

L'inflation, c'est quoi ?

Quels enseignements des neurosciences en économie et en finance ?*

5 COMMENTAIRES



Michel Laurens sur 17 février 2024 à 07:19

On peut même dire que ce qui, de façon ultime, fait détenir de la monnaie est le fait qu'elle sert à payer l'impôt et qu'il est obligatoire d'en avoir pour ce faire. Si l'état renonce à collecter l'impôt et émet de la monnaie pour se financer, il n'y aura plus de raison de détenir cette monnaie. On verra les agents privés utiliser la monnaie d'un autre émetteur.

RÉPONSE



Raymond ALBERT sur 21 février 2024 à 16:30

Les économistes hétérodoxes qui proposent d'utiliser une émission monétaire avec pour contrepartie exclusive une protection ou une restauration de certains Biens communs, (ceux sans lesquels l'avenir de plein d'espèces vivantes, en particulier la notre, serait compromis), n'ont jamais envisagé (& a fortiori proposé), qu'il soit mis fin... à la collecte de l'impôt !

Avec ou sans cette « monnaie sans dette »... l'Euro restera la seule monnaie ayant cours légal, celle qu'il est impossible de refuser comme moyen de paiement.

Serait-ce une confusion à ce sujet qui a amené un économiste aussi respecté que Mr Sterdyniak, à (mal...)traiter « d'illusionnistes » plusieurs de ses collègues ?

RÉPONSE



**Sterdyniak** sur 23 février 2024 à 10:20

L'une des personnes qui je critique ici écrit explicitement que la monnaie libre de dette rendrait inutiles les impôts ; « si l'État était doté d'un pouvoir propre de création monétaire lui permettant de demander à sa banque centrale des liquidités sans contrepartie (c'est-à-dire sans dette associée), alors l'impôt deviendrait « inutile » du point de vue du financement de l'État, de même que le recours à l'emprunt auprès des marchés financiers d'ailleurs. » L'autre a proposé de faire financer le revenu universel par la monnaie libre de dette. Je n'écris pas à la légère.

RÉPONSE

**Raymond ALBERT** sur 20 février 2024 à 10:57

Sauf erreur, la particularité d'une banque centrale, (c. à d. l'Institut d'émission d'un État souverain), est de pouvoir ajuster sans limite le niveau de son actif, en émettant de la monnaie pour financer ses achats de titres, ou pour fournir aux banques ordinaires le refinancement nécessaire pour regarnir leurs réserves, obligatoires ou non.

Il s'agit d'une différence « capitale » (à plus d'un sens du terme...), avec les autres acteurs économiques: il n'existe pas de limites directes à la taille du bilan d'une banque centrale. (Voir par exemple celle du bilan de la Banque du Japon.)

De la sorte, il paraît difficile de soutenir que la situation A équivaut à la situation B, celle dans laquelle l'État voit sa dette diminuer de 200 milliards, tandis que le passif de sa banque centrale, (qui n'est exigible par personne), a augmenté de 200 milliards.

RÉPONSE

**Henri Sterdyniak** sur 23 février 2024 à 10:28

Mon article démontre le contraire des affirmations de votre commentaire. L'État souverain n'a pas de contraintes financières sur le montant de son déficit et de sa dette. Remarquez le gonflement du déficit public français en 2020 ou le niveau de la dette publique japonaise. Comme pour la Banque centrale, ses limites sont macroéconomiques. Dans la situation A comme dans la situation B, les portefeuilles des agents privés sont identiques (en niveau comme en composition) ; la seule différence est que dans un cas la Banque centrale détient des titres publiques ; dans l'autre, son bilan est déséquilibré.

RÉPONSE

LAISSER UNE RÉPONSE

Votre adresse e-mail ne sera pas publiée. Les champs obligatoires sont indiqués avec *

COMMENTAIRE



NOM *

E-MAIL *

SITE WEB

PUBLIER LE COMMENTAIRE



Conçu par **Elegant Themes** | Propulsé par **WordPress**

[Qui sommes-nous ?](#) [Contact](#) [ENSAE Alumni](#)

