

# Fake theory, encore

 [blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/151220/fake-theory-encore](https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/151220/fake-theory-encore)

Henri Sterdyniak

*Amicus Plato, sed magis amica veritas*

La *Fake theory* prospère : l'État pourrait être financé sans limite à taux zéro par la Banque centrale, ceci quel que soit le niveau des taux d'intérêt ; il pourrait y avoir du crédit sans création de dette ; la Banque centrale pourrait annuler les titres publics qu'elle détient en fournissant ainsi des marges de manœuvre à la politique budgétaire.

Cette *Fake theory* est alimentée en 2020 par la crainte justifiée que le haut niveau du ratio dette/PIB (120% prévu pour la France fin 2021) permette aux autorités de l'UE de réclamer une politique budgétaire restrictive aux pays de la zone euro et serve de prétexte au gouvernement français pour engager une politique de réduction des dépenses publiques et sociales (comme en témoigne la composition de la commission Arthuis sur l'avenir des finances publiques, à commencer par son président).

Certes, il faut se mobiliser contre cette menace, mais cela ne peut être fait en préconisant des solutions imaginaires, qu'aucun économiste n'avait envisagé, qu'aucun pays du monde, aucune Banque centrale n'envisage. Du point de vue économique, la dette publique comprend la dette nette de la Banque centrale, de sorte qu'une pseudo-annulation ne changerait pas le total de la dette « Etat+Banque centrale », qui est la grandeur pertinente tant sur le plan économique que financier. Une vraie annulation supposerait de spolier les détenteurs de la dette publique, ce que n'osent pas préconiser les magiciens de la *Fake Theory*. Il faut répéter inlassablement qu'un État est éternel, qu'il est assuré que son déficit sera financé par les banques commerciales et la Banque centrale, qu'il n'a pas de contrainte de remboursement de sa dette puisqu'il peut la renouveler indéfiniment. Il peut (et doit) gérer son déficit et sa dette en fonction de considérations macroéconomiques. Il ne peut (et ne doit) donc avoir un excédent et réduire sa dette qu'en situation d'excès de demande, ce qui est loin d'être le cas actuellement. Il faut réclamer que la BCE dise clairement qu'elle garantit les dettes publiques des États membres, de sorte de mettre son discours en accord avec sa pratique actuelle.

« Les mauvaises théories chassent les bonnes ». Les journalistes, certains publicistes, les *économistes* Internet, certains hommes politiques, et même certains économistes universitaires aiment bien les théories ébouriffantes, celles qui sortent du fade discours scientifique, d'autant qu'il existe toujours en sous-jacent la vague idée qu'il existe des solutions simples que refusent nos dirigeants en raison de leur soumission aux classes dirigeantes (ce qui est parfois vrai, mais pas toujours). Ainsi, comme la vérole sur le bas clergé breton, la théorie de l'annulation des dettes a lourdement frappé les journalistes et économistes de gauche, ATTAC, la Fondation Copernic, l'Institut Veblen[1]. Bien sûr,

les partis politiques de gauche (le PCF, la LFI, EELV) et Arnaud Montebourg ont vite incorporé l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE dans leurs projets politiques. Tant pis pour leur crédibilité.

Ainsi, Bernard Marx écrit dans *Regards* : « C'est bien l'annulation des dettes Covid détenues par les Banques centrales ou la monétisation directe des dettes qu'il faut imposer dans le débat politique. Ce n'est pas la solution magique mais cela fait certainement partie de la politique qu'il faut chercher à construire ».

Ainsi, Romaric Godin, d'habitude plus rigoureux, écrit, dans *Médiapart*, à propos de la commission Arthuis : « Alors que la question de l'annulation de la dette détenue par la BCE est au cœur des réflexions, on ne trouve personne capable de porter cette proposition », comme si une proposition absurde était la seule alternative à la politique de baisse des dépenses publiques.

Ainsi, Antoine de Ravignan écrit dans *Alternatives économiques* : « D'où la proposition « vert vif » que soutient l'Institut Veblen, à la suite d'autres économistes, comme Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne: autoriser la BCE à créer de la monnaie sans contrepartie de dette pour financer les dépenses publiques nécessaires à la transition écologique. » ? Comment peut-il croire que la BCE puisse financer les dépenses publiques sans créer de dette ? Si cela était possible, pourquoi, la BCE, la Fed, la Banque d'Angleterre ne l'auraient pas déjà fait, en particulier en 2020, pendant la crise sanitaire ? Pourquoi, en matière monétaire, les bonimenteurs trouvent des personnes pour les croire ?

### **Harribey, naturellement....**

Enfin, Jean-Marie Harribey se propose de faire sur son blog d'Alternatives économiques un : « État des lieux rapide des controverses sur la monnaie magique ».

Nous serons certes d'accord avec lui pour dire : « 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 ».

JMH nous présente longuement ses conceptions monétaires, même celles qui ne font pas l'objet de controverses. Cependant, il oublie que, parmi les fonctions de la Banque centrale, figure celui de garantir le financement de l'État et, donc les dettes publiques. On l'a bien vu en 2020 : les États n'ont eu aucune difficulté à financer des montants importants de déficit. Il serait souhaitable que cette fonction soit précisée explicitement dans les statuts de la BCE, qui devrait garantir toutes les émissions de dette publique des États membres (une possibilité de non-garantie de certains titres devrait être introduite, mais elle ne devrait jamais jouer).

JMH reconnaît que « 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 », donc que la dette publique est

éternelle, que l'État n'a pas à la rembourser, exactement comme la Banque centrale n'a pas à rembourser son passif.

Malheureusement, il reprend, sans esprit critique, les arguments des partisans de la pseudo annulation des dettes publiques détenues par la BCE. Il refuse de voir que cette annulation est purement fictive puisqu'elle ne touche aucun agent privé (banques commerciales, ménages, entreprises), que le total de l'endettement « Etat+Banque centrale » reste le même. Il refuse de voir que si l'État est endetté de 120% du PIB et que la Banque centrale a un bilan très légèrement excédentaire, passer à une situation où l'État a un déficit de 100% du PIB et la Banque centrale de 20% ne change strictement rien, du point de vue macroéconomique ou financier. C'est un coup d'épée dans l'eau[2]. Cela est évident pour toutes les personnes qui ont un minimum de connaissance en Comptabilité Nationale et en macroéconomie. Aussi, est-il ridicule d'écrire comme JMH : « Tous les économistes hétérodoxes qui se sont penchés sur les textes d'H. Sterdyniak lui ont donné tort », ce qui laisse penser que tous les économistes hétérodoxes sont ignorants de la Comptabilité Nationale[3]. Disons-le clairement, ceux qui proclament qu'il est possible d'annuler la dette publique, sans spolier ses détenteurs, par simple jeu d'écriture de la Banque centrale ne font pas partie des économistes hétérodoxes ; ce sont simplement des personnes qui se trompent. Il faut les convaincre de revenir à la raison, pas les encourager.

La crise sanitaire et le montant élevé des déficits que les États ont pu financer sans problème montre une fois de plus que la question des prêts directs de la Banque centrale à l'État ne se pose pas. Harribey réclame la « levée des obstacles au financement public de telle sorte que la politique budgétaire soit décadennassée » ; le moins que l'on puisse dire c'est que ce cadenas n'a guère été serré en 2020. Le système monétaire est organisé de façon à ce que l'État puisse toujours se financer, au taux le plus bas possible correspondant à la situation économique[4], tandis que la Banque centrale conserve la main sur la fixation des taux d'intérêt et sur son actif. Il ne serait pas imaginable que la Banque centrale soit contrainte de faire directement des prêts à l'État : à quel taux ? et selon quelles limites ?

Le rôle de la Banque centrale est de garantir les États et les banques ; ce n'est pas de les financer ; elle n'en a pas les moyens au-delà d'un montant limité, sinon en s'endettant auprès des banques commerciales. La transition écologique est d'abord une question industrielle (développer la recherche, soutenir les entreprises s'engageant dans la transition écologique, imposer des normes rigoureuses à la production et à la consommation), puis une question budgétaire (taxer l'émission de gaz à effet de serre et les activités polluantes de sorte que les investissements verts deviennent plus rentables que les investissements bruns), enfin une question de politique du crédit (imposer aux banques un contrôle social de leurs critères de distribution du crédit, développer un secteur bancaire et financier public). Donner un rôle central à la BCE ; elle n'en a pas la compétence et les moyens ; croire qu'elle pourra financer sur ces ressources propres une part importante de l'investissement écologique est une illusion ; l'influence des critères

de refinancement sur la distribution de crédit des banques est de second ordre ; la BCE ne peut pas mobiliser des fonds importants, sauf à compter sur l'endettement auprès des banques.

JMH évoque « le circuit du Trésor », mais le faire revivre suppose de développer un secteur bancaire et financier public qui permettra d'utiliser l'épargne des ménages à la transition écologique ; pas de compter sur les ressources limitées de la Banque centrale.

Jean-Marie Harribey croit avoir découvert que l'investissement génère l'épargne, ce qui est quand même une connaissance commune de tous les économistes keynésiens ; il a l'habitude de traquer ses collègues en prétendant que, pour eux, c'est l'épargne préalable qui détermine l'investissement. Ainsi, dans le texte sous-revue, il s'attaque d'abord à Olivier Blanchard et Jean Pisani-Ferry qui feraient « le lit de la croyance en l'épargne préalable nécessaire à l'investissement » en ayant écrit qu'il y a « excès d'épargne et insuffisance d'investissement ». Je suis ensuite sa cible ; j'ai écrit que l'État devait tenir compte dans ses décisions de politique budgétaire de l'équilibre macroéconomique ; j'ai écrit que, en période ordinaire, l'État ne pouvait pas se financer à taux zéro pour des montants importants car la Banque de France ne peut guère inciter les ménages à détenir plus de billets, qu'il devait donc recourir à l'emprunt ; j'ai écrit que le partage entre les différentes formes de détention des actifs financiers dépendait des ménages, de sorte que ceux-ci pouvaient faire augmenter ou diminuer la masse monétaire, en détenant de l'assurance-vie plutôt que des dépôts bancaires sans que cela ait la moindre conséquence macroéconomique. JMH n'a jamais compris que dans un système financier moderne, il faut raisonner sur l'ensemble des actifs et des passifs, non sur une prétendue masse monétaire, que l'important n'était pas la création monétaire, mais la dépense autonome[5]. Je ne crois pas que ces points méritent « un vif débat » parmi les économistes hétérodoxes.

Au lieu de pinailler sur mes phrases sorties de leur contexte, Harribey aurait été mieux avisé de dire clairement ce qu'il pense de la découverte centrale de Grandjean et Dufêne : il serait possible de « créer de la monnaie pour stimuler la création de valeur, sans pour autant y attacher une dette qui pourrait réduire cet effet », de pratiquer « une création monétaire libre, au sens où cette dernière ne passe pas par un endettement supplémentaire des acteurs économiques qui en bénéficient ». J'ai montré clairement, je pense, que ces propositions sont erronées qu'il s'agisse du crédit aux entreprises ou de la distribution de pouvoir d'achat aux ménages. Et Harribey écrit bien : « La monnaie créée par le crédit est donc la contrepartie d'une dette ».

La conclusion de Jean-Marie Harribey témoigne d'une certaine malhonnêteté intellectuelle. Il oppose deux paradigmes qu'il construit de toutes pièces : le mauvais avec la monnaie neutre et exogène, le refus des déficits publics, le refus de la monétisation des déficits publics ; le bon avec la monnaie endogène et le financement direct des dépenses publiques par la Banque centrale. Aucun de ces deux paradigmes n'est satisfaisant. Aucun ne correspond à la théorie keynésienne : le gouvernement doit choisir une politique budgétaire de stabilisation, en visant aussi à des objectifs structurels (comme la transition écologique) et à la redistribution ; il peut financer le

déficit qu'il juge nécessaire ; les banques accordent du crédit aux entreprises et aux ménages selon des critères bancaires (par ailleurs, il faudrait les modifier car l'orientation du crédit importe). Du déficit public, du crédit (et plus généralement de l'ensemble des financements) résulte un certain montant de demande, qui détermine la production et, *ex post*, la création d'un certain montant d'actifs financiers, dont une partie peut être détenue sous forme de monnaie (selon le choix des ménages, et sans que cela ait la moindre importance). L'ensemble des actifs financiers et la monnaie sont donc endogènes, la dette publique est nécessaire, la prétendue monétisation de la dette publique n'a aucune importance.

### **Jezabel Couppey-Soubeyran, dommage...**

Malheureusement, JCS, naguère économiste estimable, a commencé à promouvoir la monnaie-hélicoptère, puis elle s'est engagée à fond dans l'impasse du crédit sans dette, au point de devenir conseiller scientifique à l'Institut Veblen. Ainsi, elle écrit une note consacrée à la nécessaire impulsion de la transition écologique. Au lieu de promouvoir la politique industrielle, les normes, la fiscalité, la réorientation de l'investissement public, du crédit et plus généralement du financement, elle imagine un financement sans dette : « Les banques centrales deviendraient en mesure d'effectuer, au-delà de simples prêts, des transferts gratuits et sans contrepartie, c'est-à-dire non remboursables, dès lors que serait établie l'affectation à des dépenses collectivement utiles de ces transferts aux Trésors. Les dépenses publiques nécessaires à la crise sanitaire le sont évidemment. Les dépenses publiques d'investissement dans la transition écologique le sont au moins autant. Le rétablissement de ce lien libérerait la dépense d'investissement climat de la dette. Cela rejoint la proposition d'Alain Grandjean et Nicolas Dufêne (2020) d'« une création monétaire libre et ciblée, sans dette associée, pour financer la transition écologique ». Ils y voient une réponse efficace au défi du changement climatique et une façon de refaire de la monnaie un bien commun ». Cela est totalement impossible. Si une Banque centrale faisait un transfert de 100 milliards à l'Etat, la dette de l'Etat diminuerait bien de 100 milliards, mais la Banque centrale aurait une dette nette de 100 milliards, de sorte que le total « Dette publique + dette de la Banque Centrale » ne serait pas affectée. Cela ne modifierait pas le choix de portefeuille des ménages de sorte que la dette ne serait pas monétisée, si par monétisation, il faut comprendre : détenue sous forme monétaire ( Sur la monétisation, voir mon texte : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/sur-la-monetisation/>)

Imaginons que la Banque centrale fasse un crédit de 100 milliards aux entreprises engagées dans la transition écologique. Supposons que la propension à dépenser des ménages est de 0,5 sur leur revenu (en oubliant les impôts et les importations). *Ex post*, la production augmentera de 200, comme le revenu des ménages ; ceux-ci dépenseront 100 et épargneront 100. Supposons que ces 100 restent sous forme de dépôts bancaire. Les banques pourront augmenter de 100 leurs réserves à la Banque centrale. On aura donc une dette de 100 des banques envers les ménages et de 100 de la Banque centrale envers les banques. Ces deux dettes sont immédiatement exigibles. Un ménage peut

utiliser son dépôt pour acheter des biens comme la banque peut utiliser ses réserves pour faire du crédit. (Et, en réalité, cette dette de la Banque centrale remonte à son actionnaire, l'État). La notion de monnaie libre de dette n'a aucun sens.

JCS connaît les bons arguments, mais n'en tient pas compte. Elle écrit ainsi : « Est aussi parfois opposé aux propositions de monétisation, de monnaie hélicoptère comme à celle d'une annulation des dettes publiques au bilan de la banque centrale, que les banques centrales étant des institutions publiques, indépendantes mais détenues par les États, leurs bilans et ceux des États ne feraient qu'un..... Outre qu'il est faux de soutenir que la dette publique contient celle de la banque centrale, c'est un argument qui revient à nier le pouvoir de création monétaire de la banque centrale. Le capital d'une banque centrale, fût-il entièrement détenu par l'État, ne constitue qu'une faible part de ses ressources. D'où vient la plus grande part des ressources de la banque centrale ? De son pouvoir de création monétaire : les prêts aux banques et les achats d'actifs font les réserves des banques à la banque centrale ! Le passif de la banque centrale est donc essentiellement constitué de la monnaie centrale qu'elle a le pouvoir de créer *ex nihilo*. C'est en comprenant ce pouvoir de création monétaire que l'on comprend aussi la faisabilité de la monétisation. ». La question n'est pas de savoir si la Banque centrale pourrait avoir un pouvoir de création monétaire, oui bien sûr comme le Trésor et comme les banques commerciales. Le fait est que les actifs financiers créés ne seraient pas détenus sous forme de billets, de sorte qu'ex post, la Banque centrale serait endettée auprès des banques commerciales, qui auraient récolté les dépôts des agents non financiers. Il n'y a aucune différence entre un financement Banque centrale et un financement Dette publique, sinon que la Banque centrale serait endettée à court terme auprès des banques commerciales, tandis que le Trésor peut émettre des titres de maturité plus longue.

### **Pour conclure :**

Devant ce déferlement de partisans de l'annulation de la dette publique par la BCE, j'allais m'écrier : « Et s'il n'en reste qu'un, je serais celui-là ». C'est exagéré. Merci à Agnès Bénassy, à Jean Pisani-Ferry et d'autres d'essayer de faire entendre la voix de la science économique[6]. Merci au député Laurent Saint-Martin qui écrit dans son rapport sur la dette pour l'Assemblée nationale[7] : « L'annulation de la dette publique conduit-elle vraiment à faire disparaître cette dette ? C'est bien le bilan de la banque centrale qui supporte le poids de cette annulation, qui peut alors plutôt être vu comme un transfert de dette, des États vers l'institution qui n'a pas pour objet d'épurer leur dette, mais de faire fonctionner leur système monétaire et financier. Il faut rappeler que la monnaie est elle-même une dette. Un agent économique qui détient un billet de banque détient une créance sur la banque centrale, qui est la garante que la monnaie permet d'acquiescer des biens et des services à sa valeur faciale, *modulo* l'inflation. Lorsque la banque centrale supprime des créances publiques qu'elle a financées par de la création monétaire, la monnaie émise, qui demeure en circulation, représente toujours une dette de la banque centrale. Il y a bien eu transfert de dette de l'État vers la banque centrale ». Que dire de plus ?

Le lecteur attentif pourra me rétorquer : « A quoi bon votre note ? Les personnes que vous citez sont en faveur d'une politique budgétaire active tant à des fins de stabilisation macroéconomique que pour impulser la transition écologique. Ils se trompent en croyant qu'il existe une création monétaire magique, qui ne crée pas de dette ; qu'il est possible d'annuler la dette publique par un subterfuge. Vous montrez que financer les dépenses publiques nécessite que l'État lève des impôts ou s'endette ; qu'annuler la dette suppose de spolier ses détenteurs. Vous avez raison mais faut-il leur enlever cette illusion ? ». Oui, je le crois car notre responsabilité d'économiste hétérodoxe est, aussi, d'éviter aux mouvements progressistes de se fragiliser en s'égarant dans des propositions absurdes et démagogiques.

[1] Il faudra s'interroger sur les objectifs et le financement de cet organisme qui soutient des thèses saugrenues en matière monétaire, de la monnaie fiscale complémentaire à la monnaie-hélicoptère.

[2] Il faut relire [l'article fabuleux du Monde](#) où Pierre Khalifa démontre que l'annulation des dettes, qu'il soutient avec force, n'aura aucune conséquence économique. A quoi bon alors se demande le lecteur ?

[3] Il est déshonorant/dégradant d'évoquer contre moi Grandjean, Dufrière et Giraud (que vient-il faire dans cette galère ?), compte-tenu du manque de sérieux de leurs *travaux* en matière monétaire. Voir [ici](#) et [là](#).

[4] La situation dans la zone Euro est celle que peu particulière puisque la garantie de la BCE n'est pas explicite et que les marchés financiers peuvent avoir un doute compte tenu du précédent grec, de sorte que la présidente de la BCE doit rappeler périodiquement que la BCE interviendra si nécessaire pour défendre la zone Euro.

[5] Il faudrait toujours parler de « politique du crédit » ou de « politique du financement » au lieu de « politique monétaire ».

[6] Oui, je sais, ce sont des partisans de l'Europe libérale, mais, sur ce point, ils sont dans le vrai. *Inimicus Plato, sed magis inimica falsitas.*

[7] [http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion\\_fin/l15b3124\\_rapport-information](http://www.assemblee-nationale.fr/dyn/15/rapports/cion_fin/l15b3124_rapport-information)

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