

La monnaie magique encore, une lecture de l'ouvrage : « Une monnaie écologique »¹.

Henri Sterdyniak

Novembre 2020

Le charme du livre sous-revue est qu'à partir (et sous le couvert) d'une position fondamentalement juste (la nécessité d'une forte hausse des investissements écologiques), il développe une thèse fondamentalement fautive : il serait possible de financer ces investissements par une *monnaie magique*, la création monétaire de la Banque centrale ; plus généralement, il serait de financer les dépenses publiques par une *monnaie libre sans endettement* ; à la limite, l'État n'a plus besoin d'impôts ou d'emprunts, la dette publique peut être annulée ; la *monnaie magique* peut tout financer.

Devant un tel ouvrage, deux attitudes sont possibles. La plus sage consiste à l'ignorer, en se disant : « Nul ne sera dupe parmi ceux qui ont des notions de macroéconomie ; quant aux autres, ils préféreront toujours un discours ébouriffant à une analyse sérieuse », en se souvenant du principe de Brandolini : « La quantité d'énergie nécessaire pour réfuter un discours faux est beaucoup plus importante que celle qui a permis de le créer ». Le deuxième, la mienne malheureusement, est de le critiquer en détail, sachant que je n'ai rien à y gagner sinon les attaques en retour des auteurs et l'indifférence des spécialistes des questions monétaires : « A quoi bon s'intéresser à un tel texte ? ». Précisons donc pour intéresser l'éventuel lecteur que nous allons à l'occasion développer quelques points de macroéconomie.

Trois points de fond.

Sur deux points, l'ouvrage a raison (mais, sans doute, sans aller assez loin). Le premier est que l'économie mondiale doit prendre un brutal tournant écologique, à la fois pour éviter le réchauffement climatique (ce qui suppose de réduire de 85% les émissions de gaz à effet de serre (GES) d'ici 2050) et pour sauvegarder notre environnement, en particulier la biodiversité. Ce tournant nécessite un important effort d'investissement public et privé, que l'ouvrage chiffre, pour la France, à 100 milliards d'euros par an, soit 4% du PIB. Nous ne discuterons pas ici de ce chiffre, sinon pour noter qu'il est relativement faible (puisque, pour la France, la FBCF représentait, en 2019, 573 milliards d'euros soit 23,6% du PIB) ; il n'est pas explicité si ces investissements s'ajoutent ou remplacent une partie des investissements actuels (des rails plutôt que des aéroports) ; il n'est pas démontré que ce montant suffise à éviter la nécessité d'une certaine sobriété, d'une certaine décroissance.

Le deuxième est que ce tournant nécessite un profond changement dans les décisions de production, de consommation, d'investissement. Ce changement doit être impulsé par la politique fiscale (en particulier, la taxe carbone et la TGAP), les choix de subventions et d'investissements publics, mais aussi les choix d'investissements privés. Cela demande que les critères de distribution de crédit des banques soient modifiés, ce qui sera facilité si, la politique budgétaire (taxation et subvention), comme la mise en place de normes rigoureuses, fasse que les investissements verts deviennent plus rentables que les investissements bruns. Cela demande que les entreprises n'aient plus comme objectif premier la maximisation de la valeur

¹ Alain Grandjean et Nicolas Dufrene : « Une monnaie écologique pour sauver la planète », Mars 2020, Odile Jacob, Paris,

pour les actionnaires, mais prennent en cause les conséquences sociales et écologiques de leurs décisions, donc que les parties prenantes (salariés, collectivités locales, clients, associations citoyennes) aient voix au chapitre. Cela demande de définancieriser et de socialiser les banques et les institutions financières. Le crédit, la finance, les décisions de production doivent devenir vertes. La faiblesse de l'ouvrage sur ce point est qu'il semble considérer que tout passe par le crédit bancaire, que la Banque centrale doit jouer un rôle déterminant, qu'il suffit de lui laisser les rênes, ce qui n'a guère de sens compte tenu des orientations et les compétences des Banques centrales.

Docteur Grandjean et Mister Grandjean,

Il existe deux Alain Grandjean. Le premier, ancien élève de l'X et de l'ENSAE, spécialiste éminent des questions écologiques, membre de nombreuses commissions scientifiques, en particulier du Haut Conseil pour le Climat, actuel président de la fondation Nicolas Hulot, plaide avec raison pour un vaste effort d'investissement pour la transition écologique de l'ordre de 4% du PIB par an pour tous les pays européens, donc de 100 milliards pour la France. Dans la mesure où une partie importante de cet investissement devra être public, il réclame que soient oubliés les critères européens limitant le déficit public et la dette publique, imposant d'aller vers l'équilibre budgétaire. On ne peut que l'approuver et le soutenir.

Le deuxième est, comment dire, un illuminé en matière de théorie monétaire, cela dès son livre : *La Monnaie dévoilée*, écrit avec Gabriel Galand, publié en 1996. Il se place dans une lignée bien spécifique, qui va de Raymond Chuilon, à Tovy et André Grjebine, mais aussi parfois Maurice Allais, avec de fortes affinités avec les vidéos Internet sur l'Argent-dette, avec des économistes amateurs comme Christian Gomez, Philippe Derudder, André-Jacques Holbecq, et aussi avec la prétendue *Modern Monetary Theory*².

Cette lignée partage des idées-forces : ils découvrent que la monnaie est créée *ex nihilo* par les banques privées (et dénoncent les économistes, qui le dissimuleraient) ; ils dénoncent les banques qui font payer des taux d'intérêt aux emprunteurs publics et privés pour une monnaie qu'elles créent à partir de rien ; ayant découvert la monnaie est créée à partir d'une dette, ils concluent que la création monétaire est responsable de la croissance des dettes publiques et privées ; ils estiment qu'il serait possible de financer toutes les dépenses publiques à taux zéro par la création monétaire de la Banque centrale, et donc par une monnaie libre, qui ne créerait pas d'endettement ; ils estiment que la BCE pourrait racheter une grande partie de la dette publique puis l'annuler. Jadis, certains proposaient d'utiliser la création monétaire de la Banque centrale pour développer des réseaux d'eau chaude ; d'autres maintenant veulent l'utiliser pour financer le revenu universel ; Alain Grandjean propose lui de financer ainsi la transition écologique.

Sur le troisième point, l'ouvrage est, par contre, foncièrement erroné : il n'est pas possible de financer un vaste programme écologique par la création monétaire de la Banque centrale, à taux zéro, sans coût économique, sans endettement. Cela pour deux raisons. En situation de plein-emploi, de saturation des capacités de production un programme d'investissement massif suppose obligatoirement la baisse d'un autre poste de la demande, soit de la consommation, soit d'autres investissements ; cette baisse doit être organisée ; elle peut passer par la hausse des impôts, la hausse des taux d'intérêt, ou bien encore la hausse de l'inflation (qui aboutit à faire baisser la consommation) ; le financement par création monétaire de la Banque centrale n'évite pas cette contrainte. En situation de sous-emploi, une marge de manœuvre existe certes, mais comme nous allons le voir, elle est limitée et un programme permanent de dépense doit

² Voir mon texte : A propose de la *Modern Monetary theory*, <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/300420/propos-de-la-modern-monetary-theory>

pouvoir être financé quelle que soit la situation conjoncturelle. De surcroît, la contrepartie des crédits faits par la Banque centrale ne serait pas détenue sous forme de billets, mais sous forme de dépôts bancaires ou de titres, de sorte que la Banque centrale devrait s'endetter auprès des banques. Il y aurait donc une hausse de l'endettement public et le crédit écologique devrait supporter un certain taux d'intérêt, au minimum le taux du marché monétaire, qui ne restera pas toujours nul. Enfin, l'ouvrage confond constamment le crédit et la monnaie, l'actif et le passif du système financier : il peut y avoir un crédit écologique, une finance écologique, mais le concept de monnaie écologique n'a aucun sens.

Un détour théorique.

Nous commencerons par un (trop long) détour théorique, en quatre parties.

1. Dans une économie monétaire, rien ne garantit que la demande est égale *ex ante* à la production souhaitée par les entreprises. Celles-ci décident, par exemple, de produire 1000, mais ils n'ont pas encore distribué les revenus qui vont permettre d'acheter cette production. Comme la décision de production anticipe la distribution des revenus, l'utilisation de réserves préalables et le crédit sont nécessaires. Chaque agent dépense au cours de la période en fonction de ses revenus passés et anticipés, grâce à des avoirs financiers accumulés ou à du crédit obtenu. La demande est la somme de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises (en oubliant les dépenses publiques et le commerce extérieur). Les entreprises décident d'investir 250, soit en mobilisant des réserves financières, issues de profits des périodes précédentes, soit en demandant du crédit. Les ménages anticipent de recevoir 800 de revenu (700 de salaires et 100 de dividendes). S'ils désirent constituer pour 100 de nouvelles réserves au cours de la période, ils ont besoin de 50 de crédit pour consommer 750. *Ex post*, les entreprises auront un profit de 200 (1000 – 800 de revenus distribués aux ménages), de sorte que la hausse du crédit dont ils bénéficieront devra être de 50. Au total, des crédits de 100 sont nécessaires pour que la demande égale la production à 1000. Le crédit anticipe l'épargne. Ce ne peut pas être l'épargne qui détermine le crédit, et l'investissement, puisque l'épargne n'est pas constituée au début de la période. Il n'y a pas d'épargne préalable, mais l'épargne (générée par l'investissement) apparaît finalement. Cette propriété des économies monétaires est résumée par la formule : « l'investissement crée l'épargne » ou, du point de vue monétaire, par la formule : « les crédits font les dépôts ». Globalement, le système financier génère du crédit, et donc du pouvoir d'achat, sans contraintes de financement : ce n'est *ex post* qu'il apparaîtra que la demande ainsi générée est éventuellement excessive ou insuffisante.

Dans les économies modernes, c'est la politique économique, par la politique du crédit (abusivement nommée politique monétaire) et la politique budgétaire, qui veille à l'équilibre entre l'offre et la demande. Trois situations sont possibles.

Une situation de surchauffe, d'excès de la demande sur l'offre potentielle, génère de l'inflation, du déficit extérieur, parfois du rationnement. La politique économique doit réduire la demande, soit en augmentant les taux d'intérêt et en imposant des contraintes à la distribution du crédit, soit en réduisant les dépenses publiques, soit en augmentant les impôts. Le gouvernement doit cependant veiller à ne pas réduire les dépenses les plus utiles (comme les investissements publics ou privés). Par ailleurs, l'excès de demande impulse la croissance ; les politiques de refroidissement doivent être réfléchies ; une certaine dose d'inflation vaut mieux que la récession.

La situation de plein-emploi (du moins sa proximité) est d'autant plus satisfaisante que le taux d'inflation est stable à un niveau correct et que les taux d'intérêt sont proches de l'optimum (c'est-à-dire du taux de croissance en valeur). Dans cette conjoncture, toute hausse permanente de dépenses publiques doit être financée par une hausse permanente de recettes (ou une baisse permanente d'autres dépenses). « Il n'y a pas d'argent magique ». Une hausse du déficit public se traduirait obligatoirement par une hausse de l'inflation ou des taux d'intérêt, donc par une baisse de la demande privée : c'est l'effet d'éviction (qui a donc du sens en situation de plein emploi des capacités de production). De même, dans ce cas de figure, une hausse de l'épargne permettrait une hausse de l'investissement.

En situation de sous-emploi, il est nécessaire et possible d'augmenter la production, donc la demande. Cela peut se faire par la baisse des taux d'intérêt, mais celle-ci peut être inefficace si les agents privés sont déjà trop endettés, si les perspectives économiques sont trop dégradées. De plus, il existe un plancher à la baisse des taux d'intérêt qui ne peuvent guère descendre en dessous de 0. Enfin, de bas taux d'intérêt incite certains agents à s'endetter pour spéculer, ce qui crée des bulles financières, qui n'impulsent pas directement la demande et qui fragilisent l'économie. Il faut recourir à la politique budgétaire. Imaginons que la demande privée diminue de 100, l'État peut/doit augmenter les dépenses publiques de 100 pour éviter la baisse de la production. Dans cette conjoncture, cette hausse de dépenses publiques ne doit pas être financée par l'impôt (ce qui réduirait l'effet expansionniste), mais bien par le déficit public : en ce sens, « il y a de l'argent magique » qui permet à la fois d'augmenter la production et de satisfaire des besoins sociaux. C'est vrai si la déficience de demande est permanente (par exemple, parce que les riches gagnent trop et les pauvres pas assez ou que beaucoup de ménages épargnent pour leur retraite). Par contre, si elle n'est que temporaire, l'État doit prévoir la possibilité de réduire les dépenses faites à titre conjoncturel. On ne peut alors accuser le déficit public d'évincer les dépenses privées (puisqu'elles compensent leur baisse), ni d'augmenter les taux d'intérêt (puisque la coordination des politiques monétaires et budgétaires doit faire que les taux d'intérêt soient bas quand le déficit public est élevé). C'est la situation que les pays développés connaissent en 2020.

2. Dans les pays qui peuvent s'endetter dans leur monnaie, où la Banque centrale garantit la dette publique et garantit son placement, les États n'ont jamais de problème pour se financer. Dans les systèmes financiers modernes, la monnaie est endogène. La Banque centrale refinance les banques à un taux d'intérêt qu'elle fixe en fonction des niveaux d'inflation et de production. Supposons que l'État augmente de 100 l'investissement public (pour simplifier, nous nous plaçons en économie fermée et faisons abstraction des impôts). Supposons que la propension des ménages à consommer est de 0,5. *Ex post*, la production augmente de 200, le revenu des ménages augmente de 200, leur consommation augmente de 100. L'investissement de 100 est bien financé *ex post* par une hausse de 100 de l'épargne des ménages.

Ex ante, pour financer cette dépense supplémentaire de 100, supposons que l'État émette pour 100 de titres que les banques vont obligatoirement acquérir (c'est le rôle des SVT, spécialistes en valeurs du Trésor). Les 100 d'épargne supplémentaire des ménages vont par exemple se répartir en 5 de billets, 10 de dépôts à vue dans les banques, 15 de dépôts sur livret, 20 d'OPCVM monétaires, 20 d'OPCVM obligataires, 30 d'assurance-vie. Les banques vont donc pouvoir revendre 30 de titres à des sociétés d'assurances, en placer 40 dans leurs OPCVM, en

garder 30 en contrepartie des divers dépôts (5+10+15) et devront augmenter de 5 leur refinancement à la Banque centrale, sachant que la Banque centrale s'engage à accepter les titres publics comme support de refinancement. La masse monétaire augmente donc de 5 au sens de M_0 , de 15 au sens de M_1 , de 50 (5+10+15+20) au sens de M_3 , mais ces chiffres, soulignons-le, n'ont aucune pertinence au niveau macroéconomique. Les concepts de « création monétaire », ou de « financement monétaire du déficit public » n'ont aucun sens précis ; ils dépendent de la définition de la monnaie. Si la masse monétaire augmente parce que les ménages épargnent plus, l'effet est dépressif ; inversement 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.

Cette hausse de 200 de la demande et de la production peut éventuellement provoquer une hausse de l'inflation et induire une réaction de hausse des taux d'intérêt de la part de la Banque centrale. Mais cela est peu probable si la politique budgétaire expansionniste s'effectue en période de dépression économique et ne fait que compenser la baisse de l'investissement privé. En tout état de cause, l'éventuel impact inflationniste d'une hausse de l'investissement public dépend de la situation conjoncturelle et non pas du partage de son financement entre monnaie et titres. Évidemment, les 50 de hausse de la détention direct de titres publics (20 d'OPCVM obligataires, 30 d'assurance-vie) comme les 50 de hausse de la masse monétaire (au sens de M_3) sont de l'épargne de la période, générés par l'investissement de la période ; il serait absurde de prétendre que 50 premiers seraient de l'épargne préalable et que 50 derniers seraient de la création monétaire et causeraient de l'inflation. Dans une économie monétaire moderne, il n'existe pas d'actif financier spécifique, qui concentrerait les propriétés de la monnaie. L'important est la dépense autonome, et non la forme précise de son financement.

3. Si la Banque centrale achète directement ces 100 de titres, ou si elle les rachète aux banques, (ce que certains nomment la monétisation de la dette publique), le refinancement des banques diminue d'autant (ou leurs réserves à la Banque centrale augmente d'autant), ce qui peut les inciter à développer leurs crédits. Dans la mesure où les ressources de la Banque centrale n'ont augmenté que de 5, acheter 100 de titres aboutit à diminuer de 95 le refinancement des banques. Ce peut être souhaitable si la Banque centrale veut développer le crédit ; c'est nuisible si elle veut le restreindre ; le montant des titres publics détenus par la Banque centrale ne doit pas être trop important, ce qui diminuerait trop le refinancement des banques et fragiliserait le contrôle de la distribution du crédit par la Banque centrale. Notons que l'achat de titres publics par la Banque centrale ne modifie pas la masse monétaire détenue par les ménages.

Certains estiment que la possibilité de financement direct des États par la Banque centrale devrait être inscrite dans les Traités. Mais qui en aurait l'initiative : la Banque centrale (ce qui ne changerait rien par rapport à la situation actuelle où la Banque centrale garantit que les États peuvent financer leurs déficits et peut racheter des titres publics) ou les États eux-mêmes (mais à quels taux et sous quelles limites ?) ? Il y a une différence de nature entre une situation où la Banque centrale peut décider d'acheter des titres publics, par exemple pour stabiliser les taux d'intérêt de long terme et une situation où elle serait contrainte de financer un programme de dépenses, dont elle ne contrôlerait pas le montant, ce qui pourrait l'empêcher de contrôler le refinancement des banques.

L'achat de titres publics par la Banque centrale diminue le montant du refinancement des banques (ou augmente leurs réserves auprès de la Banque centrale). Le coût de la détention de titres publics pour la Banque centrale est un coût d'opportunité, c'est-à-dire un manque à gagner (le taux de refinancement des banques) de sorte qu'il est légitime que l'État supporte ce coût, en versant un taux d'intérêt égal au taux du refinancement sur les titres détenus par la Banque centrale. Un financement de l'État à un taux nul reviendrait à une ponction sur les profits de la Banque centrale (ce qui en soi n'a guère d'importance puisque finalement les profits de la Banque centrale sont reversés à l'État, sauf qu'il serait contraire à l'autonomie de la Banque centrale que l'État puisse réduire de façon discrétionnaire le profit de celle-ci) : il est donc légitime que ce financement soit très strictement limité.

La Banque centrale appartient à l'État, elle lui verse ses bénéfices. Ce qu'elle gagne en intérêts de la dette publique, la Banque centrale le perd en intérêts sur le refinancement bancaire. La *monétisation* de la dette publique se traduit donc pour l'ensemble « État + Banque centrale » par un financement au taux de refinancement, qui doit être comparé au coût du financement par des titres, donc à des taux de plus long terme. Quand les taux d'intérêt de long terme sont nuls comme actuellement, l'État peut préférer s'endetter à long terme, puisqu'il se prémunit contre le risque d'une remontée des taux d'intérêt. De même, l'achat de titres publics par la Banque centrale contribue à faire baisser le taux de long terme, ce qui peut être utile si les marchés ont des craintes sur la remontée des taux d'intérêt.

4. Retraçons l'évolution du bilan des Banques centrales, par un schéma simplifié. Plaçons-nous d'abord dans le monde normal, celui d'avant la crise financière de 2008. Les taux d'intérêt sont de l'ordre de 4% : les agents non-financiers détiennent une quantité limitée de billets, de l'ordre de 10 % du PIB. La Banque centrale dispose donc de 10 % de PIB pour refinancer les banques et (éventuellement) financer la dette publique (nous faisons abstraction des réserves en or ou en devises, qui sont compensées, plus ou moins, par les avoirs en devises des non-résidents). Dans ce cadre, le financement de l'État par la Banque centrale est limité, si celle-ci ne veut pas devoir se trouver en situation de devoir emprunter aux banques commerciales. Sur le marché monétaire, les banques qui ont des excédents (certaines banques à réseau) les prêtent à des banques qui ont des besoins de financement (en particulier, des banques spécialisées).

A partir de 2008, les banques se méfient les unes des autres et ne se prêtent plus entre elles ; celles qui ont des excédents les placent à la Banque centrale. Supposons que cela représente 10 % du PIB. Le bilan de la Banque centrale passe à 20 % du PIB, soit en passif 10 points de billet, 10 points de dépôts des banques. Le refinancement des banques commerciales est alors de 20 points de PIB. Cette hausse du bilan de la Banque centrale n'est, bien sûr, ni expansionniste, ni inflationniste. Elle n'incite pas les banques commerciales à augmenter leurs crédits. C'est à ce moment que certains découvrent que le multiplicateur monétaire, ou le multiplicateur de crédit, est instable (ce que les théoriciens de l'endogénéité de la masse monétaire aisaient depuis longtemps).

La Banque centrale souhaite maintenant inciter les banques à augmenter leurs crédits. Elle va leur garantir des possibilités de refinancement à plus long terme, à des taux plus bas que le refinancement normal, pour un montant de 5 % du PIB. Les banques s'endettent auprès de la Banque centrale, sans augmenter effectivement leurs crédits, de sorte que leurs dépôts auprès de la Banque centrale augmentent. Le bilan de la Banque centrale passe à 25 % du PIB, avec

en actif 20 % de refinancement normal des banques, 5% de refinancement privilégié ; en passif, 10% de billets, 15% de dépôts des banques.

En fait, les taux d'intérêt de court terme sont maintenant nuls ; la Banque centrale veut imposer des taux de long terme très faibles ; mais les banques craignent une remontée des taux d'intérêt et répugnent à détenir des titres longs. Les banques vendent leurs titres publics de long terme à la Banque centrale dont l'actif devient 20% du PIB de titres publics, 5% de refinancement privilégié ; le passif, 10 % de billets, 15% de dépôts des banques. La contrepartie des titres publics est, outre les billets, les dépôts des banques, induits par leur répugnance à se prêter mutuellement et à prêter aux agents non financiers.

De fin 2006 à fin 2019, le bilan de la BCE est à peu près conforme à ce schéma (tableaux 1 et 1 bis). En contrepartie de sa détention de titres, la BCE est endettée envers les ménages (qui détiennent des billets) et surtout des banques. Tout achat de titres publics par la BCE se traduit en fait par une hausse des dépôts des banques auprès d'elle. En 2006, la BCE refinançait en net les banques pour 3,1% du PIB ; en 2019, elle emprunte aux banques pour 9,9% du PIB.

1. Bilan de la BCE (fin 2006) en % du PIB de la zone euro.

Actif		Passif	
Or et devises*	2,3	Dépôts non-résidents	0,2
Créances non-résidents	0,1	Billets	7,1
Refinancement	3,8	Dépôts des banques	2,0
Refinancements long terme	1,3	Autre dépôts résidents	0,6
Titres	1,3	Fonds propres	0,7
Autres	2,4	Autres	0,8
Total	11,3		11,3

*Hors réévaluation

1. Bis Bilan de la BCE (fin 2019) en % du PIB de la zone euro.

Actif		Passif	
Or et devises*	2,6	Dépôts non-résidents	2,7
Créances non-résidents	0,1	Billets	10,9
Refinancement	0,2	Dépôts des banques	15,3
Refinancements long terme	5,2	Autre dépôts résidents	2,6
Titres	24,1	Fonds propres	0,9
Autres	2,5	Autres	2,3
Total	34,7		34,7

*Hors réévaluation

Page à page....

Après ce long détour, revenons à l'ouvrage sous-revue. Les auteurs ont réussi à convaincre Nicolas Hulot d'écrire la préface de l'ouvrage (ce qui est quand même gênant pour la crédibilité

de celui-ci³). Ainsi celui-ci écrit : « Que la monnaie puisse être créée par les banques privées choquera plus d'un lecteur » alors que c'est quand même une notion élémentaire, enseignée au lycée en SES.

Dans l'introduction, les auteurs posent naïvement la question : « Si la monnaie peut être créée à partir de rien, pourquoi manque-t-on toujours d'argent pour financer les hôpitaux, les services publics et la transition écologique et solidaire ? ». La réponse est simple : même si l'argent peut être créé à partir de rien (que ce soit à l'occasion d'un crédit bancaire ou de dépenses publiques), la distribution durable de pouvoir d'achat supplémentaire, en période de plein-emploi ou de contrainte de solde extérieur, doit s'accompagner d'une hausse d'impôts ou d'une baisse d'une autre dépense. Ce n'est pas l'argent, mais la capacité de production, qui fait défaut. Par ailleurs, il faut faire des choix sociaux, du genre « mieux financer les hôpitaux, mais augmenter les cotisations ou les impôts », en s'efforçant de faire porter la hausse sur les riches, mais ceux-ci se défendent. Par ailleurs, la politique économique doit s'efforcer de maximiser les capacités de production et de porter la demande au niveau des capacités de production (mais, c'est une autre question).

Les auteurs dénoncent « nos conceptions de la monnaie, de la dette et du taux d'intérêt, qui sont la plupart du temps erronées ou délibérément trompeuses », ainsi que « les mécanismes monétaires qui lient étroitement masse monétaire et endettement ». Ils concluent « il nous faut penser autrement la dette, c'est-à-dire la monnaie et la finance » et proposent « une création monétaire libre et ciblée, sans dette associée, pour financer la transition écologique. La création monétaire libre, c'est une arme de désendettement massive, un don que la société peut se faire à elle-même ». L'ouvrage est ambitieux. Il est donc légitime de discuter complètement cette ambition. Peut-il vraiment y avoir création monétaire sans dette associée ? Je pense que non.

Selon le chapitre 1, *La magie de la monnaie*, « comment une société crée de la monnaie demeure réservé aux spécialistes ». C'est pourtant un point bien connu de ceux qui se sont intéressés un tant soit peu à la théorie monétaire : ce sont les crédits qui font les dépôts. Nous dirons nous, plus généralement, que c'est l'ensemble des financements octroyés, aux entreprises, aux ménages et aux administrations qui génèrent l'ensemble des actifs financiers détenus (au-delà donc de la monnaie *stricto sensu*). Le pouvoir de création monétaire, ou, plus généralement, des actifs financiers, appartient donc aux banques et aux institutions financières, qui peuvent accorder ou non un crédit. Sachant que ce pouvoir est encadré par la Banque centrale tant sur le plan microéconomique (vérifier la solvabilité de chaque institutions financières) que macroéconomiques (assurer que le pouvoir d'achat ainsi créé est compatible avec les capacités de production de l'économie). Sachant, aussi, que parmi les emprunteurs, l'État a un privilège (du moins dans les pays qui ont conservé leur souveraineté monétaire) : il peut faire financer tous les déficits qu'il souhaite puisque les banques commerciales s'engagent à acheter tous les titres qu'il émet en échange de la garantie de pouvoir se refinancer auprès de la Banque centrale, de sorte qu'il a, en fait, un pouvoir de création monétaire illimité ; on l'a constaté une fois de plus en 2020. La Banque centrale n'est pas une banque, en ce sens qu'elle ne fait pas, en principe, de crédit aux agents non financiers ; elle a la tâche de garantir et de contrôler les banques commerciales et la dette publique.

³ Mais Nicolas Hulot avait déjà endossé la thèse de la monnaie magique dans : Fondation Nicolas Hulot (2011) : *Financer l'avenir sans créer de dette*.

Le point, que les auteurs méconnaissent, est qu'il faut bien distinguer le passif et l'actif du système financier. L'important, ce sont les décisions concernant l'actif, accorder ou non un crédit à telle ou telle entreprise ; ce sont ces décisions qu'il faut modifier pour avoir un crédit écologique. Par contre, la structure du passif, déterminée par les choix de portefeuille des détenteurs, a peu d'importance ; en ce sens, l'expression de « monnaie écologique » n'a aucun sens. Il faut parler de « crédit écologique ». De même, quand on parle de « politique monétaire », on parle en fait, quasiment tout le temps, de « politique du crédit ».

Une pratique courante, reprise par les auteurs, est d'utiliser le terme de création monétaire pour désigner le crédit. Ce terme est trompeur. Rien ne dit que le passif des institutions financières sera détenu sous forme de monnaie, d'autant plus qu'il existe une ambiguïté sur le terme monnaie, que le texte ne dissipe pas : est-ce M_1 , la monnaie non rémunérée qui sert aux échanges, l'ensemble du passif des banques, l'ensemble des actifs financiers ?

Dans le chapitre 2, *La Monnaie, les banques et l'activité économique*, le texte reconnaît que la banque est un intermédiaire financier : quand elle fait un crédit, elle génère une double dette : la dette de l'emprunteur envers elle et sa dette propre envers le détenteur de l'actif créé.

Le crédit est nécessaire à chaque période puisque les revenus distribués ne peuvent suffire, du fait de l'épargne et des profits, à acheter l'ensemble de la production. Le crédit anticipe donc l'épargne. Mais, dès la page 42, le texte déraille, qui nous dit : « L'augmentation de la masse monétaire est nécessaire pour accroître l'activité économique. L'augmentation de la masse monétaire entraîne une augmentation parallèle des dettes, qui peut finir par paralyser l'activité économique ». La causalité entre crédit et monnaie se trouve totalement inversée : c'est l'augmentation du crédit qui génère l'augmentation des actifs financiers, et donc de la monnaie.

Le texte nous dit ensuite : « le volume et l'orientation de la masse monétaire échappent complètement à la Banque centrale, ce qui favorise une mauvaise allocation de la masse monétaire ». Dans cette phrase, il faut bien sur remplacer *masse monétaire* par *crédit*. De même, page 50 : « L'allocation de la masse monétaire compte autant que son volume », ou, page 56, « La Banque centrale ne cherche pas à développer des outils adéquats pour orienter efficacement la masse monétaire en raison d'un principe contestable de neutralité de la politique monétaire ».

La confusion continue, page 59 : « la demande de monnaie répond donc à une logique presque totalement endogène : ce sont les agents économiques qui en sont à l'origine, sous forme d'une demande de crédits et les banques le leur accordent si l'opération est rentable et le client solvable ». En fait, il faut remplacer *demande de monnaie* par *quantité de monnaie* et bien distinguer *détention de monnaie* et *demande de crédit*.

Oublions ces erreurs et passons au fond ; le texte écrit, page 43 : « L'action de la politique monétaire est en grande partie paralysée par le filtre opéré par les banques entre la Banque centrale et les acteurs économiques, ce qui constitue un obstacle majeur pour agir massivement en faveur de la transition écologique ». Certes, mais peut-on imaginer que la Banque centrale ait la responsabilité de l'ensemble des décisions d'octroi de crédit ? Actuellement, soit le projet est financièrement rentable : l'emprunteur doit pouvoir rembourser le crédit au taux déterminé par le taux de refinancement et une prime de risque, c'est à la banque d'en juger ; soit l'emprunteur doit bénéficier d'un financement ou d'une garantie de l'État. La politique du crédit, au sens méso-économique, n'est pas du ressort de la Banque centrale. Un des thèmes

récurrents de l'ouvrage est qu'elle devrait l'être. Nous pensons que cela n'est pas souhaitable, la BCE n'a pas les compétences requises pour piloter la transition écologique et sociale. Ce sont les systèmes bancaires nationaux que l'État et la société civile doivent réformer : développement de banques publiques d'investissement, contrôle des critères de distribution du crédit par les banques commerciales.

Le texte reprend la thèse selon laquelle « la progression continue de l'endettement privé et public résulte à la fois des mécanismes de création monétaire et des intérêts perçus sur la création monétaire ». D'un côté, il montre que le ratio masse monétaire/PIB est à peu près stable alors que le ratio endettement/PIB a fortement augmenté, de l'autre, il prétend que c'est le lien entre la masse monétaire et le PIB qui explique la hausse de l'endettement (qui serait selon lui même 4 fois plus grand que celle de la masse monétaire). Il oublie le développement fabuleux des IFNB (institutions financières non bancaires), qui ne rentre pas dans son propos : accuser la création monétaire.

Par contre, c'est avec justesse que l'ouvrage dénonce le financement de la spéculation par le crédit à taux pratiquement nul et les effets de bulles financières auto-réalisatrices qu'il entraîne. Le chapitre 3, *Controverses sur la politique monétaire*, critique, là aussi à juste titre, l'indépendance des Banques centrales par rapport aux États et leur dépendance par rapport aux marchés financiers.

Les auteurs prônent les achats directs de titres publics par la Banque centrale, sans préciser qui en aurait l'initiative et à quel taux. Selon nous, comme nous l'avons expliqué page 5, ces achats ne peuvent être fait qu'à l'initiative de la Banque centrale (qui sinon perdrait son contrôle de la politique monétaire) et aux taux du marché. Les auteurs oublient que la dette publique est *ex post* détenue par des agents, qui ne veulent pas des billets émis par la Banque centrale, mais des dépôts bancaires (plus utiles pour les transactions), des dépôts rémunérés et des titres publics (qu'ils détiennent sous forme d'OPC ou d'assurance-vie), de sorte que la détention de titres publics par la Banque centrale oblige celle-ci à s'endetter auprès des banques commerciales (tableau 1 bis).

Les auteurs font l'éloge de l'inflation (qui allège les dettes). Ils remarquent, à juste titre, que la hausse des dettes publiques ou la hausse de la masse monétaire, ne se sont traduites ni par une hausse de l'inflation, ni par une hausse des taux d'intérêt (au contraire), mais oublient que cela n'est vrai qu'en période de sous-emploi. Ils confondent toujours entre monnaie et crédit : « si on se donne les moyens d'orienter plus efficacement l'allocation de la masse monétaire, il n'y a aucun risque pour que cela conduise à une inflation excessive ».

L'ouvrage se réfère sans esprit critique à la MMT : « Un gouvernement souverain dépense en émettant sa propre devise ...il n'a aucune contrainte quant à sa capacité à dépenser. Il n'a pas besoin d'impôts ou d'émissions d'obligations ». Phrases absurdes puisqu'un gouvernement qui dépenserait sans prévoir les ressources fiscales nécessaires se heurterait vite à la contrainte de l'inflation ou du déficit extérieur et au fait que les ménages refuseraient de détenir massivement de la monnaie qui ne rapporterait pas d'intérêt, de sorte que la Banque centrale devrait s'endetter auprès des banques⁴.

⁴ Voir ma note : « A propos de la *Modern Monetary Theory* », <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/300420/propos-de-la-modern-monetary-theory>

Le chapitre 4, *L'arme monétaire dans l'histoire : une efficacité démontrée*, décrit des expériences de relance de type keynésien en situation de fort chômage en Allemagne (1933-1936), aux États-Unis (1933-1936). Il rappelle la reconstruction de l'après-guerre en France ; certes, on peut regretter la disparition du circuit du Trésor sous les coups de l'oligarchie financière qui voulait faire de Paris une grande place financière, mais on ne peut pas écrire : « en l'absence de capacité de création monétaire, seule sa capacité de lever l'impôt distingue encore vraiment l'État en matière de financement ». On l'a bien vu en 2020 : l'État peut toujours financer le déficit qu'il décide. On ne peut écrire : « S'il ne possède pas la capacité de monétiser ses dépenses, l'État est forcé soit de pressurer fiscalement la société, soit de s'endetter sur les marchés », en oubliant que, dans le système actuel, l'État peut faire absorber par les banques toute la dette qu'il souhaite et que ce sont les agents non financiers qui veulent détenir des titres publics plutôt que des billets de la Banque centrale. De même, la baisse de l'investissement public en Europe ne s'explique pas par l'incapacité de l'État à se financer, mais par des choix politiques. Les auteurs font l'éloge d'un système bancaire entièrement sous contrôle étatique à la chinoise, tout en reconnaissant qu'il se traduit par une forte hausse des dettes (300% du PIB chinois) : ils reprochent alors à la Chine de ne pas avoir utilisé leur mythique « création monétaire libre, sans endettement en contrepartie », sans penser que si la Chine ne l'a pas utilisé, c'est peut-être qu'elle est une illusion. Ils terminent en écrivant : « une utilisation active de l'arme monétaire est un puissant levier de développement économique et social » ; il faudrait écrire : « de l'investissement public et du crédit ».

Le chapitre 5 : *L'impuissance du système financier face au changement climatique* rappelle que l'objectif doit être d'atteindre la neutralité carbone en 2050 et que cela nécessite, pour la France, des investissements verts de l'ordre de 100 milliards d'euros par an (4% du PIB), soit une dépense additionnelle de 70 milliards (3% du PIB). Selon les auteurs, le problème est « bien davantage d'ordre financier que d'ordre technique ». Ce point de vue est discutable. Est-il certain qu'une dépense additionnelle de 3% du PIB par an suffirait à permettre de maintenir une croissance forte dans le respect des contraintes écologiques ? Une hausse de 3% du PIB des investissements verts pose-t-elle vraiment des questions financières délicates quand le montant global de la FCBF est de 23,6% du PIB ?

L'ouvrage montre à juste titre que ces 100 milliards ne seront pas obtenus par le jeu habituel des prix, des banques et des marchés financiers. Il faut une action directe des Banques centrales, des banques publiques d'investissement, des États. Nous connaissons tous la bonne stratégie : annoncer une forte hausse du prix du carbone et de la TGAP ; subventionner directement des investissements verts de sorte qu'ils deviennent plus rentables que les investissements bruns ; faire des investissements publics. Il va de soi que cela suppose la fin de l'interdiction des aides d'État.

Le texte dérape ensuite. *L'introduction à la deuxième partie* soutient que « les Banques centrales pourraient créer de la monnaie sans endettement », qu'il faut « exploiter à fond les possibilités offertes par la magie monétaire moderne ». « Nous proposons une solution radicalement innovante, l'introduction ciblée de monnaie libre (c'est-à-dire une création monétaire sans dettes en contrepartie) pour dégager les immenses sommes nécessaires à la

transition ». Il va de soi que l'on ne peut conditionner les investissements verts au mythe de la magie monétaire ou de la monnaie libre ; l'objectif doit être de réorienter les investissements publics et le crédit.

Le chapitre 6, *La dépense budgétaire permise par la politique monétaire*, est particulièrement confus. Ainsi, est-il question « d'augmenter la quantité de monnaie à la disposition de l'État ». Ainsi, apprend-t-on page 162, que « Ni l'État ni aucun acteur économique, en dehors de la Banque centrale, ne disposent du pouvoir de créer de la monnaie sans aucune contrepartie. La création monétaire résultant de l'action de l'État n'est donc pas une création monétaire libre, c'est-à-dire sans endettement associé, mais une création de monnaie temporaire (l'État devra rembourser les sommes empruntées) ». Cette phrase, centrale dans leur raisonnement, est totalement erronée. Comme toutes les banques, la Banque centrale s'endette quand elle achète des titres (sauf si les auteurs ont décidé que par définition le passif de la Banque centrale n'est pas une dette). L'État n'est pas vraiment tenu de rembourser, puisqu'il peut toujours faire tourner sa dette.

Malheureusement, page 167, les auteurs nous proposent un premier remède magique : la BCE pourrait annuler les dettes publiques des États-membres qu'elle détient. En réalité, ce serait un coup d'épée dans l'eau car rien ne serait changé, ni pour l'ensemble « Banque centrale + État », ni pour aucun autre agent. Les dettes publiques ne seraient pas annulées (puisque les détenteurs continueraient à avoir droit à intérêts et à remboursements) ; elles seraient dissimulées dans les comptes de la BCE ; comme nous l'avons vu, page 6, ce serait une dette à court terme au lieu d'être à plus long terme, ce qui n'est pas forcément un avantage. Les auteurs écrivent « la BCE libérerait d'un coup des centaines de milliards d'euros au profit des États-membres, qui disposeraient de marges de manœuvre élargies pour réinvestir ». C'est totalement illusoire. La manœuvre n'aurait aucun impact sur la production potentielle et la demande ; aucune marge ne serait libérée sur le marché des biens. La dette globale du secteur public resterait la même.

La Banque centrale aurait un bilan déficitaire ; elle aurait aussi un compte d'opération déficitaire si les taux d'intérêt retrouvaient des valeurs normales. Certes, les auteurs écrivent : « Quelle importance que la Banque centrale ait un bilan déficitaire ? », mais, on peut dire pareillement « Quelle importance que l'État ait une dette ? ». Ils prétendent que la BCE pourrait combler tout déficit en créant de la monnaie, mais c'est aussi le cas de l'État qui peut combler tout déficit en s'endettant. La question est que, pour être crédible, l'État doit garantir qu'il contrôle sa dette, qu'il pourra la réduire si nécessaire (en cas de surchauffe, par exemple) ; que la dette soit détenue par la BCE ne change en rien cette contrainte.

La règle en vigueur jusqu'à présent est que la Banque centrale présente un compte d'opération et un bilan équilibré, tandis que l'État peut avoir un déficit et une dette publique. Ainsi, la Banque de France a un bilan équilibré et l'État une dette de 2 400 milliards. Les auteurs préconisent de faire de la comptabilité créatrice à la Enron, la Banque de France aurait une dette de 400 milliards et l'État de 2000 milliards. Il va de soi que les comptables nationaux, les macro-économistes et les marchés financiers ne seraient pas dupes et sauraient additionner 2000 +400 pour évaluer la dette française.

Le lecteur ne comprend pas que les États-Unis, la Grande-Bretagne, le Japon et l'Argentine, continuent à trainer leur dette publique, alors qu'il leur serait si simple, d'après les auteurs, de l'annuler en la passant à la Banque centrale.⁵

Page 172, les auteurs récusent à juste titre la monnaie hélicoptère (par exemple, que la BCE verse 175 euros par mois à tous les citoyens de la zone euro,) mais si leurs arguments sont bons en un sens (cela ne contribue pas à la réduction des inégalités, ni à la transition écologiques) ils oublient l'essentiel : distribuer ainsi des prestations est le rôle de la politique budgétaire, qui doit être conduite par l'État (et pas par la Banque centrale) ; il n'y a aucun avantage macroéconomique à faire de la monnaie hélicoptère plutôt que de la relance budgétaire.

Le chapitre 7 porte sur *la neutralité de la politique monétaire*. Les auteurs pensent, c'est un leitmotiv du livre, que la BCE devrait jouer un rôle moteur dans la transition économique, ce qui est, selon moi, peu pertinent. La transition écologique suppose des choix politiques que l'État et la société doivent faire. Elle nécessite certes une réorientation de la politique du crédit, mais celle-ci doit se faire au niveau des banques. Les auteurs imaginent, eux, que la BCE pourrait discriminer l'accès au refinancement ou son taux de refinancement selon la nature des crédits. Mais, l'effet ne serait qu'indirect. Il deviendrait nul si le refinancement des banques devenait moins important. Les auteurs proposent donc que la Banque centrale achète des actifs verts (obligations ou actions), qu'elle finance directement des investissements verts tout en reconnaissant que les Banques Publiques d'Investissement (BPI) sont mieux placées pour cela, qu'elle refinance les investissements verts de la Banque Européenne d'Investissement Ils ne se posent pas la question de la capacité de la Banque centrale à financer toute la transition écologique. Comme nous l'avons vu, la Banque centrale devrait en fait s'endetter massivement auprès des banques commerciales.

Bizarrement, les auteurs n'évoquent jamais l'Union bancaire, qui soumet toutes les banques à des critères définis par la BCE, en particulier en matière de ratio de bilans, qui prive les pays de la zone euro de la possibilité d'orienter le crédit en développant des secteurs bancaires publics garantis par les pouvoirs publics et pas par leurs fonds propres. Il existe une forte contradiction entre le modèle prôné par l'Union bancaire de banques privées, devant maximiser leur rentabilité pour accumuler des fonds propres et le rôle de service public que devraient jouer les banques, par exemple, en soutenant les entreprises en période de récession, en aidant les secteurs prioritaires, en impulsant la transition écologique.

Notons que l'ouvrage reconnaît, page 192, que « toute création monétaire a pour contrepartie une dette », ce qu'il va oublier dans le chapitre 9.

Le chapitre 8, *Réorienter et libérer l'action des banques publiques d'investissement*, signale avec justesse les limites actuelles et les ambiguïtés des BPI, en raison de leur manque d'envergure et de leur respect des lois du marché. Il critique le projet d'une « Banque européenne du climat et de la biodiversité », BECB, dont le capital serait insuffisant pour financer les 600 milliards d'euros nécessaires chaque année dans l'UE pour la transition écologique. Selon lui, seule la BCE peut trouver de tels fonds, en achetant des obligations de

⁵ Malheureusement, cette proposition insensée a été partagée par des économistes jadis mieux inspirés : Jézabel Couppey-Soubeyran, Aurore Lalucq, Laurence Schialom et Gaël Giraud, voir : <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/230520/fake-theory>

longue durée (plusieurs centaines d'années) à taux zéro ou très faible, émis par la BECB, ce qui donnerait « accès à une manne illimitée de liquidités ». Il est dommage qu'il ne vienne pas à l'idée des auteurs que la BPI pourrait, comme la Caisse d'Épargne, avoir des dépôts ou pourrait être alimentée par des coefficients d'emplois obligatoires des banques. Comme nous l'avons déjà remarqué, l'idée que la BCE pourrait financer sans limite un programme écologique se heurte d'une part à une contrainte physique (cela n'a de sens qu'en sous-emploi. L'UE restera-t-elle obligatoirement à tout jamais dans cette situation ?), d'autre part à une contrainte financière (la BCE devra emprunter aux banques au taux du marché monétaire, qui pourrait devenir supérieur au taux zéro auquel elle devrait prêter des sommes illimitées).

Le chapitre 9 se nomme donc : *promouvoir une création monétaire ciblée*. Il dévoile en fait le projet fondamental du livre : la monnaie libre.

On retrouve bien sur la confusion monnaie/crédit : « Pour créer de la monnaie, les banques commerciales doivent donc répondre à une demande de monnaie » ; il s'agit bien sûr de la demande de crédit. Donc, « le seul acteur capable de disposer d'un pouvoir de création monétaire sans limites est la Banque centrale », Malheureusement, « ce pouvoir gigantesque est bridé par la structure même du système monétaire et financier : les Banques centrales ne peuvent qu'interagir avec les banques commerciales ... Il en résulte qu'aucune institution ne dispose du pouvoir de créer de la monnaie sans dette et sans limites pour financer les acteurs de l'économie réelle ... Il n'existe aucune institution capable de créer de la monnaie de manière libre (ou permanente) au profit de l'économie réelle ». Ces lignes n'ont aucun sens. Les auteurs sont à la recherche d'un Graal qui n'existe pas. Il faut des limites au crédit puisqu'il faut des capacités de production et un désir d'épargne pour absorber le pouvoir d'achat ainsi créé ; par contre la crise de 2020 a bien montré la capacité des États de fournir du pouvoir d'achat en période de sous-emploi ; tout crédit bancaire crée automatiquement une double dette, la dette du bénéficiaire envers la banque, la dette de la banque envers le détenteur ultime de la monnaie créée ; aucune dette ne peut être permanente, même si l'ensemble des dettes le sont ; il n'existe pas de monnaie libre sans contrepartie en termes de dette.

Les auteurs prônent donc une solution magique : « adopter un mode de création monétaire qui permettrait d'introduire des quantités de monnaie sans aucune dette associée ». J'avoue ne pas voir la différence avec la monnaie-hélicoptère. Imaginons que la Banque centrale verse 100 milliards de subvention à des individus ou à des entreprises ; sa dette augmenterait automatiquement de 100 milliards, tout comme la dette publique augmenterait si l'État se livrait à cette activité. Les agents subventionnés ne conserveraient pas ces 100 milliards en billets, mais en dépôts bancaires. La Banque centrale devrait donc emprunter ces 100 milliards aux banques.

Il n'y a aucun sens à écrire : « le mécanisme de création monétaire libre permettrait d'injecter des centaines de milliards d'euro dans l'économie ». Comment serait-il garanti qu'il existe bien une production disponible en face de cette injection ? Mais, surtout cette injection ne se différencierait pas du déficit public, avec les mêmes problèmes : le déficit public est nécessaire en période de sous-emploi, doit être réduit en période de plein-emploi, il ne peut servir à financer durablement les dépenses publiques au-delà d'un certain montant. Et *ex post* ces centaines de milliards d'euros d'investissement généreront une épargne équivalente, donc une dette.

Ce projet étant économiquement absurde, les auteurs buttent en touche : « La véritable discussion est ailleurs ; elle se situe sur le plan politique. Pour financer de grands programmes, il faut faire des choix. Et les choix sont le domaine du politique par excellence ». Certes, mais il est dangereux de masquer les choix économiques et sociaux en prétendant recourir à la magie monétaire. Un programme de transition écologique ne doit pas avancer masqué ; il faut dire clairement qu'il aura un coût en termes de pouvoir d'achat et de mode de vie.

Par contre, on peut retenir leur proposition de recréer le Conseil National du Crédit (mais pas de la Création Monétaire, comme ils l'écrivent) pour réorienter la distribution du crédit ; on peut suggérer que ce CNC s'inscrive dans le cadre de la planification nécessaire pour prendre le tournant écologique.

Toujours dans leur idée de centralisation de la politique du crédit, les auteurs imaginent ensuite qu'il pourrait y avoir une banque unique, en nationalisant toutes les banques et en les fusionnant avec la Banque centrale. Soulignons que ce serait confier à la Banque centrale un monopole, un pouvoir, exorbitant. Il est bon d'avoir une certaine fragmentation bancaire (si une entreprise ou un ménage se voit refuser un crédit, il est sain qu'il puisse frapper à une autre porte). Quoiqu'il une telle banque devrait offrir aux ménages des placements rémunérés, à un taux satisfaisant, qu'elle devrait répercuter sur les emprunteurs. Elle devrait définir des critères d'attribution du crédit, ce qui pose la question délicate de la pondération des critères de rentabilité et des critères écologiques : cette pondération doit-elle être laissée au système bancaire ? où l'État doit-il introduire une taxation telle que les deux coïncident. Enfin, bien sûr, une telle banque ne créerait pas de la monnaie libre. Comme toutes les banques du monde, son bilan serait équilibré. Si la production vaut 1000, distribué aux ménages (pour simplifier), que les ménages veulent épargner 100, qu'il faut investir 200 pour la transition écologique, il sera nécessaire de taxer les ménages de 100, pour réduire leur consommation et *ex post*, la dette augmentera de 100.

Les auteurs imaginent que la Banque centrale augmenterait de façon décisive ces pouvoirs si elle émettait une monnaie électronique de transaction alors qu'au mieux cela n'augmenterait que de quelque dixième de points de PIB sa part de marché puisque cette monnaie remplacerait en partie les billets. Il serait plus prometteur de développer les BPI et de leur permettre de recueillir l'épargne des ménages.

Ma conclusion tiendra en trois points simples. Oui, il faut investir massivement pour la transition écologique. Oui, cela demande des mesures fortes en matière de politique budgétaire (forte taxation des émissions de GES, des activités polluantes, des atteintes à la biodiversité, investissements publics) et de politique du crédit (développement des BPI, contrôle social du crédit). Non, la transition écologique ne peut pas être piloté par la BCE ; il n'existe pas de monnaie magique qui permettrait d'investir massivement, sans créer de dette, à taux d'intérêt toujours nul. Le crédit écologique est indispensable ; la monnaie magique (ou écologique) est une faribole.