

# Une mauvaise compréhension assez générale de quelques mécanismes budgétaires ou monétaires importants

Auteur : Patrick Artus, chef économiste de Natixis et professeur à PSE

Le débat public et médiatique très intense portant sur l'endettement public, sur la monétisation des dettes publiques et l'*Helicopter Money*, sur l'annulation des dettes publiques ou l'émission de dettes publiques perpétuelles, sur la mutualisation des dettes publiques en Europe révèle souvent une forte incompréhension de ces mécanismes. Comme on va le voir, on réclame souvent, dans de nombreux articles et de nombreuses interventions, la mise en place de politiques économiques (comme l'*Helicopter Money* ou l'accumulation des dettes publiques) qui sont en réalité déjà présentes. Revenons donc sur ces différents mécanismes.

- **Monétisation des dettes publiques et la Théorie Monétaire Moderne**

Une dette publique est monétisée quand elle est achetée par la Banque Centrale, qui paye en créant de la monnaie. Il faut comprendre que cette opération ne change ni l'épargne, ni la richesse. Elle remplace seulement, dans la richesse des agents économiques privés (ménages, entreprises, intermédiaires financiers), la dette publique par la monnaie. Cette politique est donc efficace seulement si la détention de monnaie conduit à des comportements différents de ceux qui résultent de la détention d'obligations. Détenir davantage de monnaie peut peut-être pousser les ménages à consommer davantage, pousser les banques à distribuer davantage de crédit. C'est la condition de l'efficacité des politiques de *Quantitative Easing* des Banques Centrales.

Pour les partisans de la Théorie Monétaire Moderne (Modern Monetary Theory, MMT) la monétisation des dettes publiques permet d'éviter l'éviction de la dépense privée. Selon la Théorie Monétaire Moderne, l'État ramène l'économie au plein emploi en mettant en place le déficit public qui est nécessaire, quel que soit sa taille, et la Banque Centrale monétise les dettes publiques correspondantes pour éviter la hausse des taux d'intérêt à long terme qui réduirait l'investissement des entreprises et la dépense des ménages. **Il est clair que les pays de l'OCDE, dans la crise du coronavirus, ont adopté la Théorie Monétaire Moderne** : déficit public massif, achat par la Banque Centrale contre création monétaire des obligations des États émises.

- **Helicopter Money**

Le concept d'*Helicopter Money* a évolué depuis son introduction par Milton Friedman en 1969. Pour Friedman, il s'agit d'une distribution aléatoire de monnaie faite à la population (à partir d'un Hélicoptère). On a aujourd'hui évolué vers un concept de « *Quantitative Easing pour les gens (for the people)* », de « *Quantitative Easing ciblé (targeted)* ». L'idée est que la Banque Centrale doit donner de la monnaie, irréversiblement et sans contrepartie, à des catégories sociales dont on veut soutenir le revenu. **Mais il faut arrêter de réclamer la mise en place de l'*Helicopter Money* puisque les gouvernements et les pays de l'OCDE utilisent déjà l'*Helicopter Money***. Prenons l'exemple d'un pays de la zone euro ; le gouvernement finance aujourd'hui le chômage partiel des salariés qui ne peuvent plus travailler : il émet des obligations qui sont achetées immédiatement par la Banque Centrale du pays (pour le compte de la BCE) contre création monétaire.

On voit qu'au total cette opération est exactement équivalente à celle où la Banque Centrale donnerait directement de la monnaie aux salariés qui sont au chômage partiel ; c'est de l'*Helicopter Money* avec ciblage de la distribution de monnaie sur les salariés au chômage partiel.

- **Annulation de la dette publique détenue par les Banques Centrales, émission de dette perpétuelle**

De très nombreux économistes ou hommes politiques sont intervenus pour réclamer soit l'annulation de la dette publique détenue par les Banques Centrales, soit l'émission par les États de dette publique de maturité très longue ou même perpétuelles, l'idée étant de réduire autant que possible le champ de la dette publique après la crise du coronavirus. Il faut comprendre que ces propositions n'ont pas d'intérêt puisqu'une dette publique irréversiblement achetée par une Banque Centrale est de facto

annulée. L'annuler explicitement est une complication inutile et de plus pourrait créer un mouvement de panique chez les investisseurs.

Quel est le mécanisme ? Les Banques Centrales reversent tous leurs profits aux États. Si une Banque Centrale détient de la dette publique du pays (pour la France, c'est bien la Banque de France qui achète la dette publique de la France pour le compte de la BCE), elle reverse à l'État les intérêts sur cette dette publique qu'elle reçoit : **la dette publique détenue par la Banque Centrale est gratuite pour l'État. De plus, si la Banque Centrale s'engage à ne jamais réduire la taille de son bilan, cette dette publique devient non remboursable.** En effet, la Banque Centrale ne revend jamais la dette détenue et la renouvelle à l'échéance. Une dette publique gratuite et non remboursable est évidemment de fait annulée.

Il y a ici une conséquence et une remarque. Le taux d'endettement public qui compte, qui peut créer un problème de solvabilité, doit être calculé à partir de la seule dette publique qui n'est pas détenue par la Banque Centrale ; il n'y aura donc pas en réalité de hausse des taux d'endettement publics due à la crise du coronavirus. Enfin, le Royaume-Uni vient d'officialiser l'équivalence entre émission de dette publique ensuite irréversiblement achetée par la Banque Centrale et financement directement monétaire du déficit public en décidant que le Trésor britannique se financerait directement auprès de la Banque d'Angleterre sans passer par l'étape intermédiaire d'émissions d'obligations.

- **Mutualisation des dettes publiques et solidarité**

Il existe un débat important entre les pays européens pour savoir si l'Europe peut émettre une dette européenne qui finance des investissements de reconstruction des économies après la crise du coronavirus. Pour comprendre ce débat, il faut aussi comprendre **la différence entre mutualisation et mutualisation avec solidarité.**

Si l'Europe émet une dette commune quel que soit l'émetteur (la Banque Européenne d'Investissement, le Mécanisme Européen de Stabilité, l'Union Européenne) et que les pays se financent à partir de cette dette commune en fonction de leur poids en Europe, il y a simplement mutualisation. Les pays en plus grande difficulté (l'Italie par exemple) ne peuvent pas obtenir davantage de financement, ils bénéficient simplement d'un taux d'intérêt plus faible que s'ils émettaient de la dette de leur pays.

S'il y a mutualisation avec solidarité, ce qui déplaît à plusieurs pays du Nord de l'Europe, les pays plus en difficulté peuvent se financer davantage que les autres à partir de cette dette commune, ce qui leur permet par exemple de rattraper leur retard d'investissements, publics ou privés.

- **Au total, il faut se concentrer sur les vraies questions**

Il y a aujourd'hui dans les pays de l'OCDE utilisation de la Théorie Monétaire Moderne, mise en œuvre de l'*Helicopter Money*, annulation des dettes publiques détenues par les Banques Centrales : arrêtons alors de les réclamer. Le vrai sujet est la conséquence d'un financement monétaire massif des déficits publics : c'est la question de l'excès de monnaie et pas celle de l'excès de dette publique.

Il y a aujourd'hui en Europe mutualisation d'une partie des dettes publiques, avec des émissions communes par différents émetteurs européens, ce qui manque est une mutualisation avec solidarité où certains pays en difficulté recevraient une plus grande part des ressources venant de ces émissions communes.