

# Chaire Energie et Prospérité

## Politique monétaire et traitement des dettes publiques

Session du 3 juillet 2020 du séminaire Financement de la Transition Énergétique

Le webinaire a été animé par Dominique Plihon (Université Paris 13, Sorbonne Paris Cité).

### Mot de présentation :

La crise économique et sanitaire actuelle a suscité des travaux académiques abordant la question des politiques économiques de sortie de crise. À la demande des partenaires de la chaire Énergie et Prospérité, il a été décidé d'orienter les travaux de la chaire et d'organiser des échanges sur ce thème. Ce webinaire sur les politiques monétaires s'inscrit dans cette perspective.

L'un des enjeux est de parvenir à mener les politiques de sortie de crise sans retarder l'impulsion de la transition écologique. Parmi elles, les politiques monétaires ont une importance stratégique depuis la crise financière de 2007-2008. Menées par la Banque centrale européenne (BCE) en zone euro, ces politiques sont étroitement liées à l'action budgétaire et fiscale des gouvernements européens à l'échelle nationale. En effet, lorsque la BCE procède à des rachats massifs de dettes publiques sur les marchés secondaires dans le cadre de sa politique non conventionnelle, elle facilite le financement des États membres.

Cependant, dans le contexte actuel de crise sanitaire, repenser l'action des banques centrales semble nécessaire pour répondre de façon adaptée aux difficultés économiques, sans retarder la transition écologique. Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour financer des investissements verts, ou encore monétiser la dépense publique, sont autant de propositions qui vont dans ce sens et qui ont fait l'objet de ce webinaire. Ces propositions ont donné lieu à des publications par deux chercheuses associées à la chaire, qui ont été présentées et discutées à l'occasion de ce webinaire :

- **Laurence Scialom**, professeure à l'Université Paris Nanterre.
- **Jézabel Couppey-Soubeyran**, maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

## 1. Laurence Scialom, professeure à l'Université Paris Nanterre

Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau, "[Des annulations de dettes publiques par la BCE : lançons le débat](#)", *Terra Nova*, 17 avril 2020.

Dans cette note publiée par Terra Nova, Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau développent une proposition d'annulation de dettes publiques, conditionnelle au financement de la transition écologique. Plus précisément, il s'agirait pour la BCE, d'annuler une partie des dettes souveraines qu'elle a rachetées depuis 2015. En mai 2020, elles représentaient 2320 milliards d'euros sur l'ensemble de la zone euro et 457 milliards d'euros pour la France. **L'annulation de ces dettes serait conditionnelle au réinvestissement des mêmes montants dans des investissements publics verts financés par de nouvelles émissions de dettes.** Cela permettrait aux États de financer la transition écologique en s'endettant, sans que le ratio de dette publique rapportée au PIB n'augmente. Ce mécanisme de conditionnalité est un mécanisme incitatif qui amènerait le plan de sortie de crise à être massivement orienté vers la transition écologique.

Il n'est en aucun cas question d'annuler les titres de dette souveraine détenus par les banques commerciales et les investisseurs institutionnels. Non seulement cela léserait les épargnants, mais cela serait également source d'instabilité financière dans un système déjà fragile, qui va être exposé à des pertes massives du fait de la récession qui s'annonce.

### [Un cadre favorable à une refondation des principes devant gouverner l'action des banques centrales](#)

Les travaux de Charles Goodhart, économiste britannique spécialiste des banques centrales, témoignent de la plasticité dont ont fait preuve les doctrines des banques centrales au cours de leur histoire, notamment dans les périodes de crises économiques majeures et de guerre. Goodhart décrit la présence de régimes stables de central banking sur des périodes assez longues suivis par des basculements très rapides d'un régime à l'autre dans certaines circonstances. Plusieurs éléments laissent penser que nous sommes à l'aube d'un tel basculement :

- Une prise de conscience aigüe des risques financiers climatiques et de leur potentiel systémique.
- La reconnaissance de l'échec du paradigme d'autorégulation des marchés.
- La nécessité de desserrer le carcan de la dette héritée de la gestion des deux dernières crises systémiques.

### [Quelques éléments contextuels pour comprendre l'intérêt de la proposition](#)

Avant même la crise sanitaire, nous étions dans une situation dite de **stagnation séculaire**, c'est-à-dire une situation caractérisée par une baisse de la croissance potentielle, des pressions déflationnistes et des besoins d'investissements publics aigus dans la transition écologique. Avant même la crise sanitaire, la politique monétaire atteignait ses limites et de nombreux économistes

plaidaient, sans succès, pour que la politique budgétaire prenne le relai. Les études empiriques montrent que les multiplicateurs budgétaires sont élevés et, de fait, que la période est propice à l'action budgétaire. La proposition permettrait ainsi :

- De restaurer des marges de manœuvre budgétaires.
- D'éviter que l'augmentation du ratio de dette publique rapportée au PIB ne serve à justifier un resserrement budgétaire qui renforcerait les pressions déflationnistes et annihilerait la capacité à financer la transition écologique.
- De prévenir d'éventuels effets pervers ricardiens, selon lesquels les acteurs économiques anticiperaient des hausses futures d'impôts pour financer le remboursement de dettes.

Cette proposition répond à trois crises : la crise économique, la crise écologique et la crise politique qui minent la zone euro. Nous sommes dans une période d'accumulation de dangers existentiels pour la zone euro qui se manifestent selon des temporalités différentes :

- **À court terme**, il y a un vrai risque d'éclatement de la zone euro. Les récentes propositions de la Commission européenne d'émission d'une dette mutualisée et de l'allocation d'une partie des fonds récoltés à des dons aux États est un progrès. Cela reste insuffisant au regard des tensions structurelles qui minent la cohésion de la zone. Il s'agit d'un plan de 750 milliards d'euros étalé sur 4 ans, alors même que la chute de l'investissement prévue pour 2020-2021 est supérieure. Le rejet de la construction européenne par une partie des européens pourrait venir des urnes avec une montée forte des populismes.
- **À plus long terme**, l'Europe comme le reste du monde doit répondre au risque écologique. Les règles de fonctionnement actuelles entravent néanmoins une réponse à la hauteur de l'enjeu.

A situation de gravité exceptionnelle dans de multiples dimensions, doit répondre une proposition elle-même exceptionnelle.

#### Modalités de mise en œuvre de la proposition

L'idée n'est pas d'annuler d'un seul coup toutes les dettes publiques détenues par la BCE. Il pourrait s'agir de **proportionner les remises de dettes selon l'ampleur des récessions subies par les pays**. Cela aurait l'avantage de doter la zone euro d'un mécanisme de lutte contre les chocs asymétriques entre les pays membres dont nous ne disposons pas.

La BCE est parfaitement outillée pour évaluer le bon montant de dettes à annuler. Certains pays bénéficieraient plus que d'autres des remises de dettes mais dans la mesure où cela servirait à financer des biens publics mondiaux, tout le monde en bénéficierait.

#### QE perpétuel versus annulation de dettes publiques

Si la banque centrale s'engageait à maintenir les taux d'intérêt à zéro et à renouveler perpétuellement la quantité de titres souverains qu'elle détient à son actif, cela pourrait être équivalent à une annulation de dettes publiques. Si la remarque est audible, il convient toutefois de la discuter. Quelle serait la crédibilité d'un tel engagement de la BCE ? C'est une question d'autant plus importante dans un contexte de fragilité juridique liée à l'imprécision des traités. Un arrêt récent de la cour constitutionnelle allemande témoigne de cette fragilité. Il n'est pas garanti que la BCE puisse continuer ad vitam aeternam son programme de rachats d'actifs et si celui-ci devait s'interrompre, on assisterait probablement à une remontée des taux sur la dette publique de certains États. En d'autres termes, **aucun contrat ne peut garantir aux États que la BCE tiendrait une promesse de renouvellement perpétuel de la dette qu'elle détient**. Pour être crédible, la seule possibilité consiste à se lier les mains, à mettre en place un mécanisme qui empêche de faire volte-face. Le mécanisme ne peut passer que

par une annulation de dette, que les auteurs de la note proposent, conditionnelle au financement de la transition écologique.

### Trois critiques principales adressées à la proposition

- **L'annulation des dettes engendrerait des pertes à l'actif des banques centrales que les États devraient compenser.**

**C'est un faux problème.** Le passif d'une banque centrale est constitué presque exclusivement de monnaie centrale créée ex-nihilo sans limite préétablie. La monnaie centrale qu'elle émet à son passif n'est donc pas un contrat de dette. Les engagements monétaires de la banque centrale (billets et comptes de dépôts des banques de second rang) constituent la liquidité ultime de la communauté de paiement pour laquelle elle a le monopole d'émission. Un rapport de la BRI publié en 2013 indique spécifiquement que les banques centrales ne peuvent pas être déclarées en faillite. Une banque centrale n'est pas une banque commerciale : elle n'a pas pour objectif de faire des bénéfices et peut fonctionner avec des fonds propres négatifs.

- **La crainte de l'inflation**

**Tout d'abord, précisons qu'une annulation de dette ne crée pas davantage de monnaie.** Il s'agit simplement d'empêcher que la monnaie déjà créée lors du rachat des titres souverains par la BCE ne soit détruite au moment du remboursement des titres arrivés à échéance.

Il se peut que l'augmentation de la demande publique engendre un peu d'inflation. Toutefois, dans la mesure où les investissements effectués parallèlement permettront d'augmenter l'offre, l'inflation resterait modérée. Par ailleurs, dans le contexte récessif actuel, lutter contre les pressions déflationnistes est plutôt une vertu qu'un vice et ce, y compris du point de vue de l'objectif de la BCE qui ne parvient pas à atteindre sa cible d'inflation depuis 2013. Le risque de déflation est beaucoup plus dangereux économiquement, surtout quand les bilans privés et publics sont plombés par des excès de dette.

Une inflation modérée permettrait même de réduire sans douleur le poids de la dette et devrait en ce sens être recherchée. Il pourrait être pertinent de revisiter la proposition d'Olivier Blanchard, de relever la cible d'inflation à 4-5% pour mieux contrer les chutes brutales d'activité. Avec une inflation plus élevée, on peut avoir des taux d'intérêt réels qui demeurent faibles voire négatifs, ce qui permet de lutter contre la contraction de l'économie. Cela est impossible quand l'inflation est proche de zéro et a fortiori négative.

L'inflation n'est pas un mal en soi, elle ne le devient que si elle est incontrôlée, que si elle génère des effets pervers sur la répartition des revenus, ce qui est loin d'être le cas. Si de tels effets existent, ils tiennent bien davantage au contexte de stagnation séculaire et d'hyper-financiarisation qui prévaut depuis plusieurs années.

- **La perte de légitimité de la BCE**

Considérer que les annulations de dettes publiques par la BCE vont anéantir la crédibilité et la confiance dans l'euro est une croyance infondée. Cela témoigne d'une méconnaissance de ce qui fait la confiance dans une monnaie fiduciaire à savoir, une monnaie sans valeur intrinsèque, adossée sur aucun métal précieux. La confiance dans une monnaie fiduciaire repose sur la confiance collective dans la solidité des interrelations sociales et dans la perpétuation de la communauté de paiement.

Loin de décrédibiliser la BCE, la proposition d'annulation de dettes, de nature à éloigner le spectre de l'éclatement de la zone euro et à armer l'Europe face au défi climatique, viendrait au contraire, asseoir sa crédibilité. Par ailleurs, il ne faut pas ignorer la puissance de la parole des banquiers centraux. En ce

sens, cette proposition doit s'accompagner d'une communication de la BCE à destination, non pas seulement des marchés, mais des citoyens européens pour que ceux-ci ne tournent pas le dos au projet européen.

### Les obstacles juridiques à la proposition

Les remises de dette par la BCE ne sont pas des crédits aux États membres, ni des achats de titres de dettes publiques sur les marchés primaires. A priori, ce n'est donc pas censé entraver l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) qui interdit cela. C'est néanmoins une proposition qui contrevient à la philosophie générale d'interdiction du financement monétaire des États par la banque centrale.

Les possibilités de blocage d'une telle décision sont plus faibles au sein de la BCE qu'au sein de l'Eurogroupe. Cela aurait pu ainsi permettre de faire passer plus facilement ce type de proposition. Il semble toutefois que la mesure soit suffisamment exceptionnelle pour solliciter un accord politique de haut niveau et donc un amendement des traités. Cela peut se justifier si l'article 123 du TFUE est interprété selon une méthode téléologique i.e. en fonction du problème auquel il est censé répondre. Au moment de sa rédaction, l'interdiction du financement des États par la BCE était vue comme une nécessité pour se prémunir contre le risque inflationniste. Aujourd'hui, ce n'est plus l'inflation que l'on redoute, mais bien la déflation. Si on a une interprétation téléologique de l'article 123, dès lors que les motifs cessent, il faut que l'article cesse pour répondre au nouveau contexte.

La proposition est conçue comme un **axe de refondation du projet européen**. La crise est suffisamment profonde et dans sa dimension écologique et en termes de survie de la zone euro, pour nécessiter des mesures excessivement fortes de cette nature.

### Discussion

La discussion qui a suivi a permis de souligner les points suivants :

- La proposition d'annulation de dettes conditionnelle au financement de la transition écologique constituerait une véritable refondation de la doctrine des banques centrales et de leurs pratiques. Elle répond à la question de la montée des dettes, du financement de la transition écologique et s'attaque au déficit d'investissement public.
- L'identification des investissements verts n'est pas évidente et nécessite d'établir une taxonomie. C'est un sujet qui a été abordé par la Commission européenne. De manière générale, il s'agirait d'investissements au service du financement de la transition écologique, qui contribueraient également à faciliter l'échouage des actifs.
- En zone euro, les besoins en matière d'investissements pour la transition écologique diffèrent d'un pays à l'autre. Ce ne serait donc pas à la BCE de décider des orientations à suivre. Pour cela, on pourrait imaginer une sous-assemblée des pays de la zone euro au sein du Parlement européen.
- La BCE ne parvient pas à atteindre sa cible d'inflation de 2% et ce malgré une politique d'injection massive de liquidités. En zone euro, le taux d'inflation n'est pas unifié et certains pays ont déjà connu des périodes de déflation. Il faut absolument éviter la déflation, surtout dans un contexte de très fort endettement public et privé.
- Il n'y a pas de lien mécanique entre la création monétaire et la hausse des prix.
- Il n'y a pas forcément de déficit de financements sur le terrain, mais des obstacles en matière d'ingénierie sur le montage de ces financements, d'où la nécessité de produire de nouvelles analyses de risques et de rentabilité.
- L'annulation des dettes publiques détenues par la BCE est une nécessité pour libérer une capacité d'investissement et empêcher la dégradation des ratios de dette publique. En ce sens, c'est une façon de se soustraire au chantage à l'austérité dont cette dégradation fait très

souvent l'objet. Les critiques qui sont opposées à ce type de proposition relèvent bien davantage de la rhétorique de l'inaction, de la défense du statu quo, que de l'argumentation économique.

## 2. Jézabel Couppey-Soubeyran, maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Jézabel Couppey-Soubeyran, ["La « monnaie hélicoptère » contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire"](#), *Note de l'Institut Veblen*, 17 avril 2020.

Dans le même esprit que l'annulation des dettes publiques, la proposition de monnaie hélicoptère élargie constituerait une véritable alternative de financement pour la dette publique. Plus précisément, il s'agit d'une proposition de **monétisation des dépenses publiques par un transfert direct et sans contrepartie de monnaie centrale au Trésor**. Cette proposition développée dans une note de l'Institut Veblen en avril dernier, adaptée au contexte de la crise sanitaire, une proposition développée avec E. Carré, T. Lebrun et T. Renault en janvier, dans une note du même institut, intitulée : [Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous](#). Cette note proposait de s'affranchir des canaux de transmission défaillants de la politique monétaire, en transférant directement de la monnaie centrale aux ménages à partir de comptes de monnaie centrale numériques.

Avec la crise sanitaire, il est apparu nécessaire de repenser, d'élargir cette proposition de monnaie hélicoptère, en recourant, le temps de la gestion de la crise, à un transfert direct de monnaie centrale en deux phases :

- **dans la phase de sauvetage**, une monétisation de la dépense publique, c'est-à-dire un transfert direct de monnaie centrale au Trésor. Ce serait de la monnaie hélicoptère pour les États. Il s'agirait ici d'écarter le risque d'insoutenabilité de la dette.
- **dans la phase de réamorçage de l'économie, la monnaie centrale pourrait également être transférée directement aux ménages et aux entreprises pour augmenter sans délai et sans défaut de transmission la dépense privée et ce, tout en continuant d'augmenter la dépense publique.** Cet instrument serait beaucoup plus efficace que le quantitative easing (QE) pour transmettre les effets de la politique monétaire à l'économie réelle. De plus, dans la mesure où la crise sanitaire a débouché sur une double crise, à la fois d'offre et de demande, il est essentiel de leur apporter un soutien conjoint en phase de relance. C'est aussi une manière de mieux **maîtriser la trajectoire de remontée de l'inflation** qui peut être associée à cette proposition.

### [La monnaie hélicoptère n'est pas une nouvelle forme de monnaie centrale](#)

Pour gérer la crise, les banques centrales émettent des quantités astronomiques de monnaie centrale. Si tout cela a un côté magique, c'est parce que la monnaie centrale est créée ex nihilo par la banque centrale. La monnaie hélicoptère ne change rien à cela : **ce n'est pas une nouvelle forme de monnaie centrale, c'est simplement une autre façon de la distribuer, de l'acheminer vers l'économie réelle.** C'est une façon d'affranchir la politique monétaire des canaux de transmission bancaire et financier qui dysfonctionnent. Ils n'acheminent pas ou pas suffisamment la monnaie centrale vers l'économie réelle. S'en affranchir permettrait d'assurer que la monnaie centrale créée constitue presque intégralement et presque aussitôt une capacité de dépense dans l'économie réelle.

## Écarter le risque d'insoutenabilité de la dette et d'un chantage à l'austérité

La monnaie hélicoptère entendue au sens large, comme un transfert direct et sans contrepartie de monnaie centrale, non pas seulement aux ménages, mais également aux États et aux entreprises, ne viendrait pas marcher sur les plates-bandes de la politique budgétaire. Au contraire, cela permettrait d'articuler complètement la politique monétaire et la politique budgétaire, de donner les plus grandes marges de manœuvre qui soient à la politique budgétaire. En finançant la dépense publique sans augmenter la dette, ou dit autrement, en monétisant la dépense publique de gestion de crise, la proposition de monnaie hélicoptère écarterait le **risque d'insoutenabilité de la dette**.

Elle écarterait ce faisant le **risque d'un nouveau chantage à l'austérité**, dans les années à venir, quand on constatera la dégradation des ratios de dette publique rapportée au PIB. Si techniquement, ce ratio ne semble avoir de limite, en pratique cela semble moins évident. En pratique, quand ce ratio se dégrade, il est instrumentalisé, il sert à orchestrer une austérité.

Par ailleurs, une dégradation des ratios de dette publique pourrait générer une **panique financière**. En effet, les marchés financiers sont cyclothymiques : aujourd'hui très demandeurs des nouveaux titres souverains émis, ils pourront très bien vouloir s'en séparer demain, quand ils constateront la dégradation des ratios de dette publique. Peut-être que la banque centrale sera là pour les leur racheter, mais encore faut-il qu'elle s'y engage sur un temps très long. Cet engagement ad vitam aeternam est très peu crédible et si tant est qu'il le soit, il pose d'autres problèmes relatifs aux objectifs de la banque centrale.

## Les problèmes de transmission de la politique monétaire

Ce qui a été mobilisé par les banques centrales pour gérer la crise sanitaire n'est rien d'autre qu'à plus grande échelle, que ce qu'elles ont déjà mobilisé pour gérer la crise financière de 2007-2008, à savoir :

- Le refinancement des banques à des conditions extrêmement accommodantes
- L'achat d'actifs, notamment des titres de dette publique sur les marchés secondaires comme le fait la BCE ou sur les marchés primaires comme peuvent le faire d'autres banques centrales.

Pour cela, les banques centrales émettent des quantités massives de monnaie centrale. Les banques commerciales se retrouvent alors avec d'importantes réserves sur leur compte à la banque centrale mais pour autant, les crédits à l'investissement des entreprises augmentent peu, la croissance et l'inflation repartent peu également. Depuis 2015, la politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE n'a pas permis de retrouver sa cible d'inflation, ni de pérenniser la croissance et ses déterminants. Il y a peu de chance pour que la même politique conduite à plus grande échelle pour gérer la crise sanitaire produise des effets différents.

Deux relations censées être au cœur de la politique monétaire dysfonctionnent totalement :

- **La relation, controversée en théorie, entre la base monétaire et la masse monétaire.** L'augmentation de la monnaie centrale ne fait plus augmenter plus que proportionnellement la monnaie des banques commerciales. Ce multiplicateur monétaire est devenu empiriquement inexistant. La monnaie hélicoptère permettrait que la monnaie centrale se déverse directement dans l'économie réelle.
- **La relation entre quantité de monnaie en circulation dans l'économie et l'inflation du prix des biens et services**, si tant est que cette relation ait pu un jour s'observer vraiment. C'est d'autant plus vrai dans les économies très financiarisées où la monnaie circule en boucle dans la sphère bancaire et financière. Cela fait alors monter le prix des actifs financiers mais pas

celui des biens et services. La monnaie hélicoptère quant à elle, ferait circuler la monnaie centrale dans la sphère réelle et permettrait de lutter contre les tensions déflationnistes. Le transfert de monnaie centrale, en soutenant aussi bien l'offre des entreprises que la demande des ménages, permettrait de maîtriser la trajectoire inflationniste. Cesser le transfert à partir du moment où la cible d'inflation est atteinte serait aussi une façon d'éviter un dérapage inflationniste.

### Les modalités de mise en œuvre de la proposition

Dans un premier temps, lors de la phase de sauvetage, les États bénéficieraient de transferts directs et sans contrepartie de monnaie centrale. Ils pourraient ensuite effectuer leurs dépenses et s'ils le souhaitent, cibler ces dépenses sur le domaine de la santé, de la transition écologique, etc. Cela pourrait se faire facilement en réactivant le compte du Trésor au bilan de chaque banque centrale nationale. Si l'article 123 du TFUE interdit à la BCE de le faire, certaines banques centrales fonctionnent différemment. La Banque d'Angleterre a récemment réactivé le compte du Trésor anglais pour lui transférer de la monnaie centrale non pas sous la forme d'un transfert sans contrepartie, mais sous la forme d'un prêt remboursable.

Dans un second temps, lors de la phase de relance de l'économie, la monnaie hélicoptère serait versée de manière **uniforme** aux ménages et aux entreprises. Plus précisément, les particuliers de plus de 15 ans d'une part et les entreprises d'autres part, recevraient chacun un transfert identique. Le caractère uniforme du transfert tient au fait que la BCE n'a pas à décider de ce que chacun peut recevoir. Elle ne pourrait éventuellement que le décider en étroite concertation avec les États, ce qui romprait totalement son indépendance. Cela constituerait une évolution encore plus radicale que de simplement considérer la monnaie hélicoptère comme un dispositif de gestion de crise, un instrument monétaire alternatif.

Il est possible que les sommes transférées ne soient pas intégralement dépensées par leurs bénéficiaires, notamment les ménages riches, mais de manière générale elles seraient quand même dépensées en grande partie. De plus, les études empiriques portant sur les transferts budgétaires révèlent des effets multiplicateurs allant de 2 à 5. Si l'on s'y réfère, en imaginant que les sommes versées ne soient dépensées qu'à moitié, un versement de 1000 de monnaie centrale entraînerait une dépense de 500. En considérant ensuite un effet multiplicateur de 2, assez faible au regard de l'éventail allant de 2 à 5, la dépense de 500 serait multipliée par 2, si bien que les 1000 de monnaie centrale versés donneraient 1000 de monnaie circulante dans l'économie réelle. Cela aurait un effet positif sur l'inflation, tout à fait désirable en situation de déflation et tout à fait maîtrisable.

### Discussion

La discussion qui a suivi a permis de souligner les points suivants :

#### Sur le caractère non pérenne et uniforme du dispositif de monnaie hélicoptère

- La monnaie hélicoptère à destination des ménages et des entreprises n'a pas vocation à être un dispositif pérenne. C'est un dispositif de gestion de crise, destiné à booster les effets de relance monétaire en s'affranchissant des canaux de transmission défaillants.
- La monétisation des dépenses publiques en revanche, pourrait parfaitement être redéployée dans le cadre du financement de la transition écologique. Il nous faut faire le lien entre la crise sanitaire d'aujourd'hui et la crise environnementale de demain.
- Les propositions d'annulation de dettes conditionnelles au financement de la transition écologiques et de monétisation des dépenses publiques sont des solutions qui pourraient tout à fait servir à prévenir et gérer la crise environnementale.



- Le transfert de monnaie centrale aux ménages et aux entreprises se doit d'être uniforme et non ciblé. C'est la condition pour éviter que la politique monétaire ne marche sur les plates-bandes de la politique budgétaire.
- La monétisation des dépenses publiques, cependant, laisserait la possibilité aux États de cibler les dépenses qu'ils effectuent et en particulier, d'orienter la dépense vers la transition écologique. La monétisation en ce sens, serait une façon de financer la transition écologique sans peser sur les finances publiques.
- Dans un schéma de monnaie hélicoptère, ce n'est pas la mise à disposition de monnaie centrale qui va déterminer le besoin. C'est bien l'identification d'un besoin et avant tout, la nécessité de s'affranchir de canaux de transmission défaillants qui amènent à verser directement la monnaie centrale. La monnaie hélicoptère n'est pas assise sur une conception particulière de monnaie exogène versus monnaie endogène.

### Sur l'évolution du central banking

- Le débat sur les modalités d'action des banques centrales est éminemment politique. Se référer à la théorie économique donne un couvert de scientificité, mais in fine, c'est toujours une position politique qui prévaut.
- Les propositions qui occupent l'espace public ne remettent pas suffisamment en cause les fondements du système qui sont problématiques. Rien ne nous garantit que nous n'affronterons pas la même situation dans les années à venir.
- Au fond, le débat porte sur la pertinence, pour une banque centrale, de se prétendre indépendante et neutre.
- La multiplicité d'instruments dont disposaient les banques centrales dans les années 1950-1960 s'est perdue au nom de théories économiques avec une approche techniciste de la monnaie, la même qui a prévalu à la création de l'euro et qui fragilise aujourd'hui l'union monétaire.
- Selon les régimes de central banking, le rapport de subordination entre l'État et la banque centrale est plus ou moins grand. Depuis les années 1980 et l'ère de la suprématie des marchés, ce lien a été rompu en apparence. Pour autant, dès lors qu'une crise survient, le souverain réapparaît à travers la monnaie. Il n'y a pas d'acte de souveraineté plus important que l'acte du prêteur en dernier ressort qui contrevient à la sanction du marché par un acte hors marché.

### Sur la nature de la critique opposée à ces propositions

- Cette critique est politique. Les arguments avancés sont économiquement mal fondés. Il en va de même pour l'argument constitutionnel qui joue sur l'interdiction de telles propositions par le traité. L'annulation de dette n'est pas explicitement interdite par l'article 123 du TFUE. Quant à la monétisation, d'une certaine manière le quantitative easing le contourne déjà.
- L'argument inflationniste ne tient pas concernant l'annulation de dettes. Une annulation de dettes ne crée pas de monnaie, cela empêche juste une destruction de monnaie. Cela peut éventuellement avoir un effet inflationniste si on en profite pour contracter de nouvelles dettes qui vont avoir un effet d'entraînement sur l'économie.
- Il y a un effet inflationniste plus fort structurellement associé à la monétisation puisque la monnaie centrale est directement déversée dans l'économie. Encore une fois, si on soutient conjointement l'offre et la demande, il n'y a pas de raison que cela dérape.
- Si la banque centrale veut remplir ses objectifs, il faudrait qu'elle parvienne à plus d'inflation. Les propositions avancées lui permettraient de mieux remplir ses objectifs de stabilité

monétaire, de stabilité économique et de stabilité financière. En perpétuant sa stratégie actuelle, elle n'y parviendra pas.

- Le quantitative easing ne permettra de soutenir la dette qu'à condition d'en faire ad vitam aeternam (voir argument de T. Philippon sur le sujet). Rien n'assure que cela soit possible et si cela l'était, la banque centrale pourrait certes écarter le risque d'insoutenabilité de la dette publique, mais elle ne remplirait plus ses objectifs de stabilité monétaire, économique et financière.
- Ainsi, soit elle écarte le risque d'insoutenabilité mais elle ne remplit pas ses objectifs et donc elle perdra en crédibilité à terme. Soit elle cherche à mieux remplir ses objectifs et alors elle doit changer d'instruments, de doctrine.
- L'argument selon lequel il faudrait considérer le bilan agrégé de l'État et de la banque centrale doit être déconstruit. Considérer l'actif net de l'État et de la banque centrale suppose une parfaite homogénéité entre les deux, ce n'est pas pertinent.
- Penser que la dette des États résulte d'une mauvaise gestion publique ne tient pas non plus dans le contexte actuel. Une partie de la dette est la conséquence de la socialisation des pertes du secteur privé lors de la crise financière de 2007-2008. La faute n'est pas budgétaire mais tient bien davantage à un manque de contrôle sur la finance, à un excès d'endettement privé. Difficile également de considérer la crise sanitaire comme la résultante d'une mauvaise gestion publique.

#### Sur l'excès d'endettement du secteur privé et l'efficacité de la politique monétaire

- L'efficacité du quantitative easing est limitée par la réaction du secteur privé. Les entreprises n'investissent pas ou peu lorsque leur bilan est détérioré. Cela étant, il profite davantage aux grandes entreprises qu'aux petites. Les grandes entreprises bénéficient d'un accès privilégié aux marchés et peuvent se financer à des taux très bas.
- Quand les bilans privés sont plombés par la dette, il y a une courroie de transmission qui ne fonctionne pas. En temps normal, ils mettent du temps à s'apurer mais s'apurent. Après la crise financière, nous n'avons pas assisté au deleveraging habituel du secteur privé. Ceci est lié à la gestion de la crise par les autorités. La réponse apportée a permis de sauver le système financier sans contrepartie en matière de réglementation financière.
- Nos économies n'ont donc pas été purgées des dysfonctionnements de la sphère financière qui ont provoqué la crise de 2007-2008. La politique monétaire n'en est pas directement responsable. En revanche, elle accentue et entretient cette situation. Les rachats d'actifs profitent essentiellement au secteur bancaire et financier. Ce n'est pas en poursuivant ainsi qu'il sera possible de créer les conditions d'un assainissement des bilans du secteur privé.

#### Sur la nécessité de remettre la banque centrale au service de l'Etat

- La proposition de monétisation renvoie à la situation des années 1960-1970 en France, où le Trésor public pouvait bénéficier d'un financement direct de la banque centrale. Aujourd'hui, on redécouvre la nécessité de mettre la banque centrale au service des États quand ceux-ci ont à réaliser des investissements massifs. Dans le contexte de la crise sanitaire, il s'agit de dépenses massives de soutien à l'économie, mais également d'investissements pour accélérer la transition écologique.
- Quand la préoccupation principale est l'inflation, l'indépendance de la banque centrale est fondamentale. En effet, les préférences en matière d'inflation diffèrent considérablement entre l'État et la banque centrale. Quand l'urgence du moment consiste à sortir de la déflation et à basculer vers un modèle de croissance soutenable et inclusif, il y a tout lieu de repenser cette relation. La politique monétaire doit changer pour répondre à l'urgence du moment

## Sur les messages à destination des entreprises

- Considérer de nouvelles modalités d'intervention de la banque centrale permettrait d'extraire l'économie de l'atonie qu'elle connaît depuis la crise de 2007-2008 dans la mesure où elle faciliterait la politique budgétaire sans exposer les Etats à un risque d'insoutenabilité de leurs dettes.
- Les entreprises, notamment quand elles sont plombées par la dette, profiteraient d'une reprise de l'activité et d'une légère inflation : cela réduirait la valeur réelle de leur dette.
- Les marges de manœuvre qui seraient dégagées pour faire des investissements verts ou aider à l'échouage des actifs bruns bénéficieraient directement aux entreprises. Celles-ci sont parties prenantes de la reconversion structurelle du tissu industriel qui s'annonce pour mener à bien la transition écologique.
- La politique monétaire actuelle ne permettra pas de gérer la crise sanitaire. Elle permet certes de faciliter le financement des États mais elle n'écarte pas le risque d'insoutenabilité de la dette. Les États sont dans une situation de dépendance totale vis-à-vis des décisions de la banque centrale.
- La situation ne sera soutenable que si la banque centrale continue de mener sa politique extrêmement accommodante ad vitam aeternam, mais dans ce cas, elle ne remplira pas ses objectifs. C'est pourquoi il faut en changer et considérer des solutions alternatives possibles.
- Les critiques opposées à ce type de propositions sont très politiques. Elles visent à défendre le statu quo, les intérêts en place et en particulier les intérêts du secteur bancaire et financier.
- L'annulation de dettes ou encore le versement direct de monnaie centrale aux États, aux ménages et aux entreprises sont des solutions envisageables. Elles sont techniquement possibles et institutionnellement possibles dès lors que la collectivité arrive à se convaincre de leur nécessité. Il y a un travail d'animation du débat public à mener pour arriver à bien faire comprendre la nécessité de ces alternatives.
- Ces mesures s'inscrivent dans une réflexion sur la transformation structurelle de nos économies et du capitalisme. Ceci n'a de sens que dans une optique plus large de réduction de l'hyper-financiarisation, d'une finance plus régulée, davantage au service de la société et moins au service d'elle-même.

## Sur la probabilité de mise en œuvre de ces propositions

- La construction européenne fait des avancées quand elle se trouve au bord du gouffre. S'il est peu probable que ces propositions s'appliquent demain, le jour où il faudra s'y résoudre, le débat aura déjà été donné, les idées auront été déminées.
- On constate une progression des idées qui contestent l'orthodoxie des banques centrales.
- Il faut créer des communautés épistémiques, faire infuser ces propositions dans le monde des entreprises, des milieux intellectuels.