

Réponse aux critiques de Henri Sterdyniak sur le Livre La Monnaie Ecologique

Nicolas Dufrêne, Alain Grandjean, Gaël Giraud (Nov. 2020)

M. Henri Sterdyniak (ci-après HS) vient de publier une analyse critique¹ de notre ouvrage « Une monnaie écologique » publié en mars dernier aux éditions Odile Jacob². Il met au passage plusieurs personnes en accusation de ne pas « comprendre » les questions monétaires et de développer des théories « fausses », dont Gaël Giraud, avec lequel notre forte et amicale convergence de vues nous conduit à cosigner cette réponse.

Contrairement à notre contradicteur, dont la méthode est pour le moins discourtoise et vise à discréditer les personnes qui sont en désaccord avec lui, nous allons ici nous consacrer à l'essentiel, à savoir la discussion du fond et pouvons remercier HS pour cette opportunité de débattre. D'autant qu'il reconnaît que nous avons raison sur plusieurs points, notamment sur la question du financement de la transition, de la nécessité d'investir et de couper la dépendance des banques centrales aux marchés financiers. Ce qui n'empêche pas de sérieux désaccords. Notons en introduction que nous partageons ces désaccords avec une partie des économistes atterrés, ceux qui ont écrit et signé le livre³ « La monnaie, un enjeu politique », et avec de nombreux autres économistes, alors qu'en revanche HS semble partager la doxa dominante sur de nombreux points. Nous le retrouvons donc dans le camp de celles et ceux qui, refusant l'usage de l'arme monétaire, sont acteurs ou complices des politiques d'austérité qui enfonce l'Europe et la France dans une crise sociale et économique sans fin.

Nous avons pris le parti, pour faciliter la lecture et le débat, de regrouper les principaux points de désaccord de manière thématique. Cinq sujets principaux nous semblent pouvoir être recensés sur lesquels nous pouvons présenter les positions qui nous opposent, afin que le lecteur puisse se faire une première opinion avant d'aller vérifier par lui-même ce que nous écrivons dans le livre :

- **le premier point concerne la réalité de la création monétaire et son fonctionnement** sur lequel HS laisse planer un doute, voire une défiance certaine, au mépris de certaines réalités de base ;
- **le second point est le principal sujet de discorde : il s'agit de la possibilité ou non qu'il puisse exister une création monétaire libre** (sous-entendu libre de dettes). C'est un point essentiel sur lequel les critiques de HS nous semblent infondées et à courte vue. Keynes l'avait envisagé bien avant nous et des exemples historiques existent ;
- **le troisième point concerne le financement des dépenses publiques et l'évolution de la masse monétaire.** Il nous apparaît que HS tient sur ce sujet

¹ <https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/071120/la-monnaie-magique-encore-une-lecture-de-l-ouvrage-une-monnaie-ecologique>

² https://www.odilejacob.fr/catalogue/sciences/sciences-de-la-terre/une-monnaie-ecologique_9782738152220.php

³ Voir <http://atterres.org/livre/la-monnaie-un-enjeu-politique>

de curieux raisonnements, qui font abstraction complète du rôle du crédit et qui sont marqués par une vue statique de l'économie, ce qui peut le conduire à une pensée du rationnement contre-productive ;

- le quatrième point est tout à fait mineur dans notre ouvrage et dans notre pensée puisqu'il s'agit de **la question de la MMT (Modern Monetary Theory) avec laquelle nous partageons certes nombre de constats et d'intuitions mais aussi quelques désaccords** comme sur l'existence ou l'intérêt d'une fiction d'un compte consolidé Etat-Banque centrale, que HS reprend pourtant à son compte. En aucun cas, nous ne nous en revendiquons mais HS fait dire à la MMT ce qu'elle ne dit pas, tout en oubliant ses propositions les plus intéressantes. Il est donc utile de clarifier quelques points ;
- enfin, **le dernier point est relatif à l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE** : ce point n'est qu'une des propositions de notre ouvrage, et pas la principale. La question a par ailleurs déjà fait l'objet de nombreux débats publics grâce notamment à des tribunes dans la presse⁴ que nous avons coécrites. Mais il n'est pas inutile d'y revenir ici au sens où cela participe du même mouvement d'analyse que celui de la création monétaire libre.

Nous espérons qu'après ce bref tour d'horizon, le lecteur aura envie d'aller voir par lui-même et de lire cet ouvrage, ainsi que d'autres qui partagent des positions très souvent similaires comme *Illusion financière* de Gaël Giraud (Ed. de l'Atelier, 2013), car ils nous semblent contenir, au-delà des débats intellectuels, des propositions tout à fait concrètes qui méritent selon nous d'être discutées dans l'espace public et qui intéressent, au-delà des économistes, l'ensemble du corps social.

1. La création monétaire : reconnaître certains mécanismes fondamentaux

Nous commencerons par ce sujet, puisque cela constitue la base de la discussion. Il est clair à nos yeux qu'HS ne comprend pas les mécanismes de base de la « création monétaire », ce qui explique l'essentiel de ses positions concernant la monnaie. Il n'est pas le seul, comme nous l'avons écrit par ailleurs, alors que nous sommes ici dans un domaine de l'économie où peuvent se constater des réalités empiriques. Il est vrai qu'il faut se pencher sur les mécanismes comptables de base et avoir bien en tête que le plan comptable bancaire fait exception : quand une banque reçoit de la monnaie elle peut l'inscrire à son passif, dans un compte de dépôts bancaires, alors que pour tout autre acteur non bancaire (et même s'il s'agit d'une institution financière,) il doit l'inscrire à son actif, sur un compte... bancaire. Mais de la même manière, une banque peut inscrire sur ce compte de dépôt un montant, contrepartie d'un prêt à l'actif ou du paiement d'une charge, comme un salaire. C'est cette spécificité qui est à l'origine de la création monétaire, par les banques.

⁴ https://www.lemonde.fr/idees/article/2020/05/26/l-annulation-de-la-dette-publique-detenee-par-la-bce-libererait-les-acteurs-economiques-de-la-crainte-d-une-future-augmentation-d-impots_6040748_3232.html

Dès lors cette création monétaire a un sens précis, ce que nie HS en écrivant : « *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* ».

Il y a création monétaire quand une institution financière monétaire (IFM) accorde un crédit ou achète un actif à un agent non bancaire. Nous l'expliquons dans le livre : « *celle-ci est créée à chaque fois qu'une banque commerciale accorde un crédit ou achète un actif à un agent non bancaire (ménages ou entreprises) ou à un État (mais dans ce cas l'opération de création monétaire est indirecte). Par conséquent, créer de la monnaie c'est généralement « monétiser un actif ». Cette expression signifie que la monnaie est un passif bancaire créé au moment de l'acquisition par la banque d'un actif. Cet actif peut être un immeuble, un titre, des devises étrangères, ou, dans le cas le plus courant, une créance. La magie monétaire est ainsi avant tout une magie comptable, associée au pouvoir extraordinaire obtenu légalement par les banques commerciales d'accorder des crédits sans disposer au préalable des dépôts correspondants. Dans ce système, ce sont les crédits qui créent les dépôts, et non l'inverse, ce qui peut apparaître contre-intuitif* »⁵. C'est ce qu'on appelle la création monétaire *ex nihilo*, à partir de rien.

Notons que les banques centrales admettent parfaitement ce fait : « *Dans la pratique, la création monétaire ne se passe pas comme le décrivent certaines idées fausses répandues : les banques n'agissent pas comme de simples intermédiaires qui acceptent des dépôts placés chez elles par des épargnants, et elles ne multiplient pas non plus la monnaie de la Banque Centrale pour créer de nouveaux prêts ou de nouveaux dépôts* »⁶. La banque de France va dans le même sens : « *La monnaie scripturale est créée par les banques commerciales, lorsque des agents économiques (ménages, entreprises, etc.) empruntent pour financer leurs activités. Ainsi, quand une banque commerciale accorde un crédit à un particulier ou à une entreprise, le montant de ce crédit est inscrit sur le compte en banque du client : de la monnaie est ainsi créée. C'est pourquoi on dit que « les crédits font les dépôts ». Le client peut ensuite convertir cette monnaie en monnaie fiduciaire, par retrait d'espèces (pièces et billets), ou l'utiliser de manière scripturale : chèques, cartes de paiement ou virements, par exemple. Par la suite, la monnaie ainsi créée par les banques commerciales continue à circuler entre les agents économiques. [...] C'est le besoin de financement des agents économiques qui est à la source de la création monétaire ; cette dernière accompagne ainsi l'activité économique. Les crédits des banques commerciales sont donc la source directe des dépôts, et non le contraire.* »⁷.

Ce sont aussi ces définitions que l'on retrouve chez Mishkin, Tobin (notamment l'excellent article « *Commercial banks as creators of "money"* », 1963), Adair Turner et bien d'autres.

Il y a également création monétaire quand la banque centrale achète des titres ou avance de l'argent à une institution bancaire mais cette monnaie centrale demeure prisonnière d'un circuit fermé (encore que cette monnaie puisse conduire à accélérer les

⁵ P.28 de notre livre.

⁶ "**Money Creation in the Modern Economy**", par Michael McLeay, Amar Radia et Ryland Thomas, Banque d'Angleterre, *Quarterly Bulletin* vol. 54, n° 1, 2014 Q1

⁷ <https://abc-economie.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/qui-cree-monnaie.pdf>

échanges au sein de cette sphère fermée, c'est-à-dire entre IFM, ce qui exerce bien un effet réel, quoique indirect, sur les prix et les revenus). On pourrait d'ailleurs demander à HS si ses propres collègues économistes atterrés se trompent en ayant intitulé leur ouvrage : « La monnaie, un enjeu politique » avec pour ambition affichée, que nous partageons également, d'expliquer « les mécanismes de la création monétaire »⁸ ?

Quant au financement monétaire du déficit public, il s'agit là encore d'une opération bien précise par laquelle la Banque centrale fournirait sans contrepartie de la monnaie à l'État. Aujourd'hui il n'existe donc pas de financement monétaire du déficit public en zone euro. Il n'existe que des opérations d'assouplissement quantitatif qui consistent à racheter des titres de dette publique sur le marché secondaire auprès des banques commerciales, et viennent faciliter le financement du déficit public en exerçant une action sur les taux et sur les volumes. Les banques privées sont davantage enclines à acheter de la dette sur le marché primaire puisqu'elles savent qu'elles ne courent aucun risque : leur titre sera aussitôt racheté par la BCE. Mais ce n'est pas *stricto sensu* du financement monétaire des dépenses publiques puisque, même facilitées, les sommes empruntées par l'État devront être remboursées.

Une précision néanmoins sur ces questions de création monétaire. Il va de soi que, lorsque nous parlons de monnaie, nous parlons bien, à l'instar des banques centrales, des moyens de paiement qui servent à dénouer une transaction et à éteindre une dette. Certains voudraient réduire la monnaie à la seule monnaie « banque centrale », c'est-à-dire à M_0 . Mais cela n'aurait pas de sens dans une économie monétaire de production où la monnaie banque centrale ne circule pas entre les agents économiques et ne sert pas aux transactions (même lorsqu'il s'agit de pièces ou de billets puisque ceux-ci ne peuvent initialement être obtenus qu'en échange d'un retrait sur un compte bancaire). C'est pourquoi, sans rentrer dans le complexe débat sur l'étendue et la pertinence des différents agrégats monétaires (de M_0 à M_3 , voire jusqu'à M_4 pour la BoE et bien au-delà pour certains économistes), il nous semble clair que réduire la monnaie à M_0 n'a pas de sens. La monnaie est un *continuum* fait d'actifs plus ou moins liquides.

L'incompréhension des mécanismes de base de la création monétaire dont fait preuve HS se double d'une attaque violente et infondée, concernant la « filiation » supposée de nos idées. Nous nous inscrivons ainsi dans une ligne « complotiste ». HS écrit ainsi : « *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* ».

Notons au passage que des personnes comme Tovy et André Grjebine comprennent bien plus sûrement les mécanismes monétaires qu'HS, qui écrit encore : « *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)* ». Une lecture

⁸ <http://atterres.org/livre/la-monnaie-un-enjeu-politique>

attente de nos écrits convaincra le lecteur de la véracité de ces propos. Nous écrivons ainsi :

« Il n'en reste pas moins que le pouvoir monétaire est donc aujourd'hui essentiellement « privatisé » puisqu'il repose sur les banques commerciales. Mais ne cherchons ici nul complot : cet état de fait repose sur une longue évolution historique qui a conduit la monnaie à devenir de moins en moins matérielle et de plus en plus autonome. [...] En effet, sous le double effet de la progression de l'État de droit et des techniques bancaires, le lien entre étalon physique sous forme de métaux précieux et masse monétaire s'est progressivement distendu pour laisser plus de place à des mécanismes d'avances monétaires, de créances et de crédits. Ce phénomène a enclenché un long processus de dématérialisation de la monnaie qui se terminera par une rupture totale entre les métaux précieux et la monnaie, en 1971, date à laquelle les États-Unis suspendent la convertibilité du dollar en or. Mais ce processus commence bien avant. »⁹

Ou encore, concernant la fameuse loi de 1973, repère infaillible de certains complotistes : *« Le financement direct de l'État par la banque centrale était possible quoique déjà limité. Ainsi, avant l'entrée en vigueur du traité de Maastricht (et non avant la loi portant réforme de la Banque de France en 1973 comme on peut le lire parfois), l'État pouvait se financer en partie grâce aux avances de la Banque centrale. Celles-ci lui permettaient d'obtenir de la monnaie à taux zéro, pour une période déterminée et pour un montant plafonné à l'avance (aux alentours de 10 milliards de francs dans les années 1960). Grâce aux avances de la banque centrale, l'État pouvait ainsi disposer, dans des montants qui n'étaient bien évidemment pas sans limites, d'une masse d'argent sur laquelle il ne payait pas d'intérêt et qui ne transitait pas par les banques. »¹⁰* Au vu de ces éléments, il semble que nous soyons mal partis pour obtenir un diplôme de complotisme avancé. Nous pouvons néanmoins peut-être espérer nous rattraper sur la question de la création monétaire libre, qui est la principale « pomme de discorde » entre HS et nous.

2. La création monétaire libre

Le principal reproche qui nous est adressé par HS est de défendre l'idée d'une création monétaire libre, c'est-à-dire libre de dettes, et ciblée, c'est-à-dire utilisée à des investissements bien ciblés, notamment en faveur de la transition écologique mais qui pourraient aussi s'étendre à d'autres domaines. HS écrit ainsi : *« 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. »* On ne voit pas en quoi créer de la monnaie libre empêche de réorienter les investissements publics et le crédit comme nous le proposons par ailleurs, notamment en recommandant de différencier, grâce à un système de bonus-malus, les actifs admis comme collatéraux au refinancement. Notons d'ailleurs que HS ne croit même pas à cette dernière solution toute simple dont Christine Lagarde elle-même vient d'admettre le bien-fondé¹¹ puisqu'il écrit : *« Elle nécessite certes une réorientation de la politique du crédit, mais celle-ci doit se*

⁹ P.35 du livre

¹⁰ P.107 du livre

¹¹ <https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/quotidien/20200721/christine-lagarde-prepare-doucement-virage-vert-302911>

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 ». Notons que c'est absurde puisqu'il n'y a aucune chance, et surtout pas dans la période actuelle, que le besoin de refinancement des banques se réduise.

Revenons toutefois à notre proposition de création monétaire libre et ciblée. C'est le point central de désaccord et bien d'autres questions s'y ramènent, directement ou indirectement, tant cette proposition suppose en elle-même une « vision » de la monnaie, de son pouvoir et de ses possibilités d'être placée au service de l'intérêt général. En effet, nous avons plaidé, à côté de bien d'autres choses (discrimination des actifs admis au refinancement en fonction de leur impact sur l'environnement, utilisation de la politique budgétaire, abandon du dogme de la « neutralité de marché », financement de longue durée des banques publiques d'investissement par la BCE, etc...) pour que la BCE puisse utiliser son pouvoir de création monétaire ultime, qui résulte de la confiance qui lui est accordée par la société (car tout système monétaire repose *in fine* sur la confiance ainsi que les travaux d'André Orléan et de Michel Aglietta¹² l'ont bien démontré), sous le contrôle du parlement et du pouvoir politique, afin de financer la politique ambitieuse de reconstruction écologique que nous appelons de nos vœux.

Notons bien que cette proposition n'est pas exclusive : elle doit intervenir aux côtés d'autres dispositifs, fiscaux (taxe carbone), budgétaires ou commerciaux (qui ne sont toutefois pas l'objet de notre livre, à l'exception des aspects budgétaires dont nous traitons aussi longuement). Qu'HS ne soit pas d'accord avec cette proposition, c'est son droit le plus strict. Qu'il considère qu'elle est « fautive » prouve manifestement qu'il n'a pas compris ou lu le livre sérieusement. Car comment considérer comme « faux » quelque chose qui a déjà existé ou qui fait encore l'objet de propositions tout à fait sérieuses ?

En effet, l'idée d'une création monétaire libre, qui ne passe pas par le crédit, a déjà été mise en œuvre à plusieurs reprises dans l'histoire et a été imaginée par les plus grands économistes comme Keynes ou Irving Fisher (mais sous une forme particulière intitulée « monnaie pleine » à laquelle nous n'adhérons pas : nous expliquerons plus loin pourquoi). Pour faire plaisir à HS, commençons par cette citation de Keynes issue de la théorie générale, remplie d'humour, et que nous citons dans le livre: « *Si la Trésorerie était disposée à emplir de billets de banque des vieilles bouteilles, à les enfouir dans des mines désaffectées qui seraient ensuite comblées avec des débris urbains et à autoriser l'entreprise privée à extraire de nouveau les billets suivant les principes éprouvés du laisser-faire (le droit d'exploiter les terrains billettifères étant, bien entendu, concédé par adjudication), le chômage pourrait disparaître et, compte tenu des répercussions, il est probable que le revenu réel de la communauté de même que sa richesse en capital seraient sensiblement plus élevés qu'ils ne le sont réellement. À vrai dire, il serait plus sensé de construire des maisons ou autre chose d'utile ; mais, si des difficultés politiques et pratiques s'y opposent, le moyen précédent vaut encore mieux que rien.* »¹³. Ainsi enfouir des billets créés *ex nihilo* et les ressortir quelques années plus tard comme par magie constituerait

¹² Michel Aglietta, André Orléan, *La Monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, 2002.

¹³ John M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936.

un moyen, même pour Keynes, de réduire le chômage et de stimuler la croissance. Cela semble logique tant le lien entre PIB et masse monétaire est étroit ainsi que nous l'expliquons dans le livre. C'est d'ailleurs une des idées importantes du livre, que nous partageons avec Adair Turner¹⁴ notamment : la masse monétaire compte. La quantité et la destination de la masse monétaire doivent être pensées simultanément ainsi que nous l'expliquons dans le livre.

En outre, l'idée de la monnaie libre a déjà été mise en pratique avec un certain succès. Que l'on pense par exemple à l'Allemagne et au procédé mis en place par Hjalmar Schacht dans les années 1930 qui permettait à l'Etat d'émettre des bons pour passer des commandes tandis que les destinataires de ces bons pouvaient ensuite se faire refinancer auprès de la banque centrale (nous en parlons longuement dans le chapitre 4 de notre livre). Que l'on songe aussi aux avances non remboursables que la banque de France pouvait autrefois concéder à l'État et dont elle a usé à plusieurs reprises après la seconde guerre mondiale. L'idée est toute simple : créer de la monnaie pour stimuler la création de valeur, sans pour autant y attacher une dette qui pourrait réduire cet effet (car le remboursement de dettes est une destruction monétaire).

L'idée de « monnaie-pleine » ou de « 100 % monnaie » est une variante dans le sens où la monnaie serait effectivement créée sans dette. Mais nous n'y adhérons pas. En effet, si l'intention est tout à fait louable, elle reviendrait à donner à la banque centrale, et uniquement à elle, le pouvoir de faire évoluer à la hausse ou à la baisse toute la masse monétaire, alors que celle-ci ne peut pas disposer du même maillage territorial que les banques commerciales.

Seulement, ce principe de création monétaire par les crédits accordés par des institutions bancaires a aussi des effets pervers que nous dénonçons dans le livre : au-delà du fait que l'on ne « prête qu'aux riches » comme le dit avec sagesse l'adage populaire (encore que cela soit moins vrai avec le développement de la finance moderne qui conduit à faire « manger du crédit » aux plus pauvres, comme dans le cas des *subprimes*), le principe du crédit suppose que toute création monétaire a pour contrepartie une dette (ou un achat d'actif). Rien d'étonnant donc si la dette, privée comme publique, progresse toujours davantage car l'activité économique a besoin de monnaie et la monnaie suppose l'endettement. En outre, comme nous l'expliquons longuement dans le livre, la progression de l'endettement (comparé au PIB malgré toutes les limites inhérentes à cette comparaison d'un flux et d'un stock) est désormais d'autant plus rapide que la majeure partie de la masse monétaire vient financer des actifs déjà existants (immobilier ou marchés financiers) au lieu de financer des investissements productifs, ce qui rend la croissance toujours plus « gourmande » en crédits. Notons d'ailleurs que ce point a déjà été magistralement illustré dans l'ouvrage d'Adair Turner¹⁵, dont l'édition française est préfacée par Gaël Giraud.

¹⁴ Lord Adair Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2016.

¹⁵ Lord Adair Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 2016.

Comment sortir de ce cercle vicieux ? L'un des moyens les plus simples serait certainement l'introduction d'une dose de monnaie libre, dans des volumes bien définis et décidés collectivement et à des fins bien ciblées d'investissements, notamment en faveur de la reconstruction écologique. En d'autres termes, nous voulons préserver le principe de la monnaie endogène et y rajouter une possibilité de monnaie libre fixée de manière exogène. C'est pourquoi nous plaçons pour une création monétaire libre et ciblée sous contrôle démocratique. Quand Michel Aglietta ou Etienne Espagne proposent un actif carbone qui serait obtenu grâce à des réductions d'émissions de gaz à effet de serre puis échangé contre de la monnaie à la banque centrale, le dispositif n'est pas fondamentalement différent¹⁶. Dans les deux cas, il y a une création monétaire libre, au sens où cette dernière ne passe pas par un endettement supplémentaire des acteurs économiques qui en bénéficient. HS pense-t-il également que la proposition de M. Aglietta est « fondamentalement fautive » ?

Que dire alors de la note qui vient d'être publiée par ses propres collègues de l'OFCE¹⁷ qui écrivent : « *Ces propositions de monétisation s'apparentent à un financement monétaire des dépenses publiques. Leur avantage tient au fait qu'elles soutiennent directement les dépenses et qu'elles n'ont pas pour contrepartie une dette exigible. La monétisation permet de mener une politique budgétaire expansionniste sans accroître la dette exigible. [...] L'option de monétiser les dépenses publiques ne doit pas être un tabou et peut être envisagée dans le cadre d'une coopération entre la banque centrale et le gouvernement. Cette coopération doit fixer clairement les objectifs de la politique économique* ». Si même les collègues d'HS se laissent tenter par cette proposition, au sein de son propre laboratoire de recherche, on comprend mieux son désarroi...

Notons enfin que des pratiques de ce type ont déjà cours, parfois de manière discrète. Dans une note inédite qui sera publiée au mois de décembre par l'Institut Rousseau, consacrée au système financier et monétaire chinois, l'auteur, Nathan Sperber, démontre que les créances pourries accumulées par les grandes banques chinoises après la crise asiatique de 1998 ont finalement été soldées, en 2003, par l'intervention de la Banque populaire de Chine, qui a créé Huijin, un véhicule financier nouveau sous son contrôle. Huijin s'est employé à acquérir des actions des « Big Four » (les quatre plus grandes banques publiques chinoises) pour les recapitaliser, jusqu'à en devenir le principal actionnaire. Le sauvetage de 2003 illustre donc la possibilité de recapitaliser les banques par création monétaire libre, même si cela s'est fait *via* un montage institutionnel à plusieurs étages et sur fond de rivalités bureaucratiques entre la banque centrale et le Ministère des Finances. Le Japon ne fait pas autre chose depuis quelques années en permettant à la BoJ d'acheter directement des ETF pour soutenir les cours boursiers. La Banque nationale suisse l'envisage aussi. Dommage que l'on n'y songe pas également pour la transition écologique...

HS ne nous a donc pas compris, et ne vérifie pas les faits, quand il écrit : « *ils reprochent alors à la Chine de ne pas avoir utilisé leur mythe « création monétaire libre, sans endettement en contrepartie* », sans penser que si la Chine ne l'a pas utilisé, c'est peut-

¹⁶https://www.strategie.gouv.fr/sites/strategie.gouv.fr/files/atoms/files/bat_notes_danalyse_n24_francais_12_mars_17h_45.pdf

¹⁷ <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2020/OFCEpbrief80.pdf>

être qu'elle est une illusion ». Non seulement la Chine l'utilise bien, parfois via des voies détournées, mais toutes les grandes publiques chinoises, dont la première banque du monde par sa capitalisation, la Banque industrielle et commerciale de Chine (ICBC, trois fois plus grande que la Société générale), reçoivent directement des ordres de la BPC, elle-même sous le contrôle du parti-Etat. Ce système présente bien des avantages (financement massif et facile de grands projets) et quelques inconvénients (financement d'« éléphants blancs », corruption, détournement par les provinces) que nous discutons dans le livre. Mais il joue un grand rôle dans la prospérité chinoise. Cela explique notamment comment la Chine a pu bâtir, en moins de dix ans, les premiers groupes éoliens et solaires au monde. Par conséquent, non seulement la Chine utilise la création monétaire libre quand elle en a besoin, mais la plupart du temps elle n'en a pas besoin puisque toute la politique monétaire est déjà contrôlée par l'Etat. Contrairement à l'Occident, la Chine utilise ainsi la finance comme un serviteur du politique, quand nous en sommes trop souvent les esclaves. Nous serions bien inspirés d'observer de près ce qu'il s'y passe et de nous affranchir des idées préconçues et fausses comme celles véhiculées par HS.

Nous demeurons donc convaincus, et l'assumons pleinement, que cette création monétaire libre est un des grands moyens de nous sortir de l'impasse déflationniste, de la crise économique et écologique, que nous subissons. C'est un débat citoyen qui va bien au-delà des querelles de chapelles d'économistes. De plus en plus de parlementaires, en France et en Europe, ou aux Etats-Unis, le comprennent et s'en saisissent. Il s'agit ni plus ni moins que de savoir si nous voulons, oui ou non, que la monnaie, et par voie de conséquence la création monétaire et les institutions dont elle dépend, à commencer par la banque centrale, reviennent dans le giron de la décision collective pour que la monnaie soit réellement un bien commun, gérée comme un bien commun.

En cas de financement monétaire des Etats, ou de la collectivité, HS pose en revanche une question nécessaire : *« 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 écrit par ailleurs que nous ne répondons pas à cette question, ce qui prouve à quel point il nous a mal (ou pas) lu.

Nous écrivons ainsi : *« Concrètement, nous pourrions imaginer un comité de politique monétaire, sur le modèle du Conseil national du crédit (CNC), mis en place en 1946 avec l'ambition de créer un « parlement du crédit et de la monnaie » : il devait s'agir d'un organe démocratique et délibératif, observateur de la monnaie sous toutes ces formes et capable de réfléchir aux enjeux de long terme, avec la participation de différents acteurs du corps social (syndicats, patronat, représentants de l'État, etc.). Il fut cependant rapidement placé sous la coupe de la Banque de France et du ministère des finances, et perdit cette vocation publique et délibérative. Il ne tient qu'à nous de réactiver une institution collective de ce type. »*¹⁸.

¹⁸ P.229 du livre

Puis plus loin : *« Car les phénomènes de « capture », c'est-à-dire de collusion entre grands intérêts privés et sphère publique, notamment dans le domaine monétaire et financier, sont courants. Il y aurait donc un intérêt à ce que le pouvoir de création monétaire libre soit exercé de manière plus transparente et plus collégiale. Il s'agirait ainsi de ne pas retomber dans les erreurs qui ont parfois pu miner, par exemple, l'indépendance des banques centrales ou le pilotage du programme d'investissement d'avenir (PIA) en France (avec des comités technocratiques décidant de manière opaque de l'argent alloué, sans contrôle effectif du parlement). De plus, ce « Conseil national de la création monétaire » que nous visons pourrait aussi se décliner localement afin que les décisions puissent être cohérentes avec les spécificités de chaque territoire. Il agirait ainsi, parallèlement à la banque centrale, pour décider du niveau et des secteurs devant bénéficier de la création monétaire, les opérations techniques ainsi que le reste de la politique monétaire restant du ressort de la banque centrale ».*

Certes, les auteurs de ces lignes connaissent bien les institutions et savent qu'il faut une réflexion approfondie dans ce domaine que ces lignes n'épuisent pas. Mais qu'il ne nous soit pas fait le reproche d'ignorer une question que nous avons déjà pris en compte et pour laquelle nous avons déjà proposé une réponse. Notre but, ainsi qu'il est écrit tout au long du livre, est de remettre le pouvoir monétaire de la banque centrale au service de l'intérêt général. Il ne s'agit évidemment pas de dire qu'il revient à une banque centrale indépendante du pouvoir politique (mais pas des marchés financiers) de décider elle-même de manière discrétionnaire la manière de mettre en œuvre les puissants outils que nous proposons de développer. Nous avons d'ailleurs proposé une rédaction nouvelle de l'article 130 TFUE qui régit l'indépendance de la BCE. HS ne l'évoque même pas.

3. Le financement des dépenses publiques et la dynamique monétaire

Au-delà de ce désaccord de fond, important selon nous pour faire avancer la réflexion économique et politique autour de ces sujets, HS énonce ensuite plusieurs affirmations qui nous paraissent nocives ou erronées concernant le financement des dépenses publiques. Il écrit par exemple : *« 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. ».*

Qu'il nous soit permis d'être en complet désaccord avec cette analyse. Commençons par le plus simple : sommes-nous en situation de plein emploi ou de saturation des capacités de production ? À l'évidence non, et cela fait plus d'un demi-siècle. Par ailleurs, financer des investissements revient justement à accroître les capacités de production, par exemple de batteries électriques ou d'éoliennes. Vient ensuite quelque chose de plus dérangeant : selon HS, un programme d'investissement massif semblerait nécessiter la baisse de la consommation ou d'autres investissements.

Mais pourquoi donc ? Sans doute parce qu'HS croit, selon une idée fautive, même si elle est parfois encore enseignée, que tout investissement ne peut être financé que par une épargne constituée préalablement. Or l'investissement peut évidemment être financé par le crédit. En dépit de son keynésianisme affiché, HS adhère par conséquent à la conception néo-classique erronée qui veut que ce soit l'épargne qui crée la monnaie. Le non-sens d'une telle affirmation saute immédiatement aux yeux : comment, si c'était vrai, la masse monétaire pourrait-elle augmenter puisque nous ne ferions jamais que recycler éternellement de la monnaie déjà existante ? Quand un Etat emprunte pour investir, il ne baisse pas nécessairement d'autres dépenses, et les ménages ne s'arrêtent pas de consommer. M. Sterdyniak semble raisonner comme si l'économie fonctionnait en circuit fermé avec une masse monétaire constante. Ou, pour prendre une image plus commode, comme s'il existait un gâteau monétaire qu'on ne peut que partager autrement mais dont la taille ne varie jamais. Cette pensée, qui se retrouve plusieurs fois dans le raisonnement de HS, est fondamentalement contradictoire avec la croissance de la masse monétaire en circulation que l'on observe de manière continue depuis de nombreuses décennies (quel que soit l'agrégat choisi pour mesurer la masse monétaire).

Vient ensuite quelque chose d'incompréhensible. HS écrit : « *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 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* ». Rappelons d'abord que la Banque centrale ne s'endette pas auprès des banques commerciales. Jamais. On n'a jamais vu une banque centrale demander à une banque commerciale de lui prêter de la monnaie, qui plus est de la monnaie centrale dont elle est la seule émettrice. La rémunération des dépôts n'est pas un taux d'intérêt versé en remboursement d'une dette de la BC. De même, s'endetter et créer des liquidités pour acheter des actifs sont deux actions bien différentes. Les mots ont un sens et il convient d'être précis lorsque l'on parle de mécanismes concrets. En outre, quel rapport concret y a-t-il entre la marge de manœuvre dont pourrait disposer un État et le fait que les contreparties des crédits fait par la banque centrale soient détenues sous une forme ou sous une autre ? Le mystère est complet.

On est d'ailleurs étonnés de lire que, pour HS, un financement de l'Etat à taux nul n'est pas tolérable : cela serait contraire à l'autonomie de la banque centrale car cela réduit son profit. Il faudrait donc le rationner. HS écrit ainsi : « *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* ». Peut-on demander à HS comment il se fait, par conséquent, que la politique monétaire non-conventionnelle ait pu réduire les taux à zéro et même en dessous sans pourtant que cela ne pose aucun problème d'indépendance ou de rentabilité à la BCE ?

Ajoutons que les intérêts perçus par la Banque centrale et la rémunération des réserves bancaires suivent deux circuits distincts, et que l'une et l'autre dimensions n'ont

aucune vocation à évoluer de manière similaire, de sorte que dire que ce sont les bénéficiaires de la Banque centrale sur les emprunts publics qui servent à rémunérer les réserves n'a aucun sens. D'autant plus que, comme le rappelle HS lui-même les bénéficiaires des BC sont reversés à l'État. Si toutefois l'hypothèse de HS était exacte, les banquiers centraux seraient bien ennuyés : cela priverait la Banque centrale de la liberté d'utiliser le taux d'intérêt pour sa politique monétaire puisque celui-ci serait en fait subordonné à sa rentabilité. Tout ce raisonnement est incohérent.

Enfin HS en arrive à des conceptions vraiment étranges, surtout pour un économiste « atterré » : « *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.* » Faut-il en conclure que distribuer du pouvoir d'achat par la voie des dépenses publiques (par exemple une hausse du RSA) doit nécessairement s'accompagner d'une hausse d'impôts ou d'une baisse de dépenses (réduire le financement de l'école par exemple) ? Donc il faudrait nécessairement pratiquer une forme d'austérité pour distribuer du pouvoir d'achat ? Et l'emprunt dans tout ça ? Et la croissance et les revenus ? HS néglige complètement la dimension monétaire dans le financement de l'État et plus globalement dans le fonctionnement même d'une économie monétaire. Ajoutons que les faits, et c'est peut-être là le plus grave, démentent ce postulat, et depuis longtemps. Que HS soit conduit à la conclusion que l'austérité budgétaire est notre destinée ne doit pas surprendre puisqu'il raisonne avec un schéma économique néo-classique, erroné, dont c'est effectivement la conclusion.

Mais HS assume néanmoins : « *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.* ». Nous partageons évidemment l'optique de faire contribuer les plus riches et nous avons même proposé un ISF écologique, partant du constat que les catégories les plus aisées sont aussi celles qui polluent le plus. Nous avons en outre longuement détaillé dans le livre comment la politique monétaire conduite actuellement augmente et favorise les inégalités, en proposant là encore des mesures concrètes et opérationnelles pour y remédier. Mais laisser entendre que l'impôt ou la réduction d'un poste de dépenses sont une condition *sine qua non* pour augmenter une dépense publique, c'est tout simplement faux. Faux et dangereux, car cela peut justifier l'austérité.

4. Sur la modern monetary theory (MMT)

Une autre attaque de HS à notre égard concerne la MMT. Il s'agit d'un point mineur dans notre livre puisque nous ne nous revendiquons pas davantage de la MMT que d'un autre courant, comme par exemple, le post-keynésianisme, même si nous partageons nombre de constats et d'intuitions avec la MMT et avec les post-keynésiens. Cependant HS nous accuse d'accepter la MMT sans aucun regard critique : « *L'ouvrage se réfère sans esprit critique à la MMT* » qui plus est en nous attribuant une citation qui n'est pas de nous et en la coupant : « *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 ». En réalité, cette phrase, que nous citons dans le livre, est de Randall Wray et dans son intégralité, elle dit ceci : « *Un gouvernement souverain dépense en émettant sa propre devise et, étant l'unique émetteur de cette devise, il n'a aucune contrainte quant à sa capacité à dépenser. Il n'a pas besoin d'impôts ou d'émissions d'obligations ; il peut dépenser en créditant les comptes des banques ; c'est un simple jeu d'écritures. En revanche, les pays qui abandonnent leur souveraineté monétaire, soit en ancrant leur monnaie à l'or ou à une autre devise, soit en adoptant complètement une devise étrangère (par exemple via la dollarisation) sont contraints dans leur capacité à financer leurs dépenses en émettant de la monnaie* »¹⁹.

Dans cette phrase, il faut entendre le « gouvernement souverain » comme étant constitué de l'État et de la banque centrale. En ce sens, en zone euro, il n'existe plus de gouvernement souverain. Entendu de la sorte, et si la banque centrale n'est pas indépendante, cette citation est rigoureusement exacte sur le plan technique et comptable. En revanche, le principal reproche que l'on pourrait adresser à la MMT, en tous cas à des auteurs comme Randall Wray et quelques autres, c'est leur tendance à considérer le couple Etat-Banque centrale comme uni indéfectiblement. Or l'on voit bien que les choses ne fonctionnent plus en pratique de cette manière car l'indépendance des banques centrales a largement coupé ce cordon, ce qui était d'ailleurs le but recherché par les monétaristes. Elle n'autorise plus d'instructions de l'Etat à la BC, plus d'avances monétaires, encore moins d'avances non remboursables, et pas davantage, sauf peut-être en période de crise aiguë comme celle que nous traversons, de coordination entre le Trésor et la Banque centrale. Si bien que le *policy-mix* est devenu un vieux rêve. C'est notre principal désaccord avec la MMT qui néglige fondamentalement la dimension institutionnelle et la séparation comptable entre l'Etat et la banque centrale. Sauf qu'HS se réfère précisément à ce couple consolidé Etat-Banque centrale, comme les auteurs de la MMT qu'il critique, et cela sans même voir sa propre contradiction : « *Le compte consolidé de l'État agrège le bilan de l'autorité budgétaire et le bilan de la banque centrale* ». Rappelons d'abord une évidence : ce compte est une « fiction » car il n'existe pas en réalité. Mais est-ce au moins une fiction utile ? Non, pas davantage, pour les raisons évoquées ci-dessus.

HS écrit en outre, toujours à ce propos : « *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 banques.* ». C'est tout à fait erroné. Premièrement, les gouvernements, et la France en est un bon exemple, ont dépensé bien plus, depuis presque 50 ans, que leurs recettes fiscales (notamment pour avoir réduit les impôts des plus riches) et l'inflation n'a pas cessé de se réduire, alors que la dette et le déficit augmentaient. La dépense nette n'est donc pas *ipso facto* inflationniste comme le croient les monétaristes et HS avec eux. Deuxièmement, le déficit extérieur répond à d'autres logiques que celle-ci et on ne voit pas très bien ce qu'il vient faire ici. A moins qu'HS pense, comme les économistes néo-classiques, que toute augmentation des dépenses publiques

¹⁹ Y. S. Nersisyan, L. R. Wray, « Un excès de dette publique handicape-t-il réellement la croissance ? », *Revue de l'OFCE* 2011/1, n° 116, p. 173-190.

se traduira nécessairement par un déficit de la balance commerciale ? C'est pour le moins obscur. Troisièmement, la masse monétaire, notamment les dépôts détenus par les ménages, n'ont pas cessé de progresser malgré la baisse des taux. Ce supposé arbitrage ne correspond pas à une réalité tangible et semble devoir coller avec une présupposée égalité entre l'épargne et l'investissement réglée par le taux d'intérêt, comme dans les vieux manuels d'économie néo-classique. Nous nous permettons de renvoyer HS aux excellents travaux de Steve Keen à ce sujet (notamment dans son livre *L'imposture économique*). Enfin, rappelons-le encore une fois, la Banque centrale ne s'endette pas auprès des banques : elle peut, dans certaines circonstances, créer des réserves en échange de l'acquisition de titres ou lors des opérations de refinancement, ce qui est tout à fait différent. Bref, ces raisonnements sont faux et souvent contradictoires.

En outre, nous n'avons pas attendu HS pour être prudents dans certaines affirmations, notamment relatives à la MMT. Nous écrivons : « *Le seul risque serait qu'il crée trop de monnaie et qu'il ne contrôle pas ou mal son allocation, créant ainsi des pressions inflationnistes. Mais, si l'on fait le pari de la sagesse collective dans un cadre démocratique, dans un tel système, le financement de l'État et le rôle de l'impôt changent du tout au tout. Le premier n'est plus limité par sa capacité à lever l'impôt, et l'impôt ne sert plus principalement à financer l'État, mais d'abord à orienter l'économie et à ralentir la progression de la masse monétaire.* »²⁰

Surtout, nous invitons à faire preuve de prudence, anticipant peut-être par là une lecture trop rapide des travaux de la MMT, dont HS semble victime : « *Cependant, il faut faire très attention à ne pas faire dire aux partisans de la MMT ce qu'ils ne disent pas. D'abord, ils reconnaissent pleinement que si l'endettement d'un État est libellé dans une monnaie étrangère, son excès peut évidemment poser de réels problèmes car il y a découplage entre l'institut d'émission de la monnaie et l'État qui s'est endetté dans cette monnaie. Par ailleurs, les partisans de la MMT ne disent pas que c'est parce qu'un État est maître de sa monnaie, et qu'il peut donc s'endetter sans contraintes, qu'il le doit.* »

5. La question de l'annulation de la dette publique détenue par la banque centrale

Le dernier point a été largement débattu publiquement : l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE. Mais ce qu'écrit HS à ce sujet est complètement faux. Il faut donc y revenir. Il écrit : « *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*

²⁰ P.90 du livre

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. »

Tout est faux dans ces affirmations. Prenons les choses dans l'ordre. D'une part le couple Banque centrale-Etat n'existe pas. Nous l'avons déjà expliqué. Quand la banque centrale achète un titre public sur le marché secondaire, l'Etat est tenu par la suite de rembourser la banque centrale : soit en faisant rouler sa dette, soit par des recettes fiscales. S'il veut réduire sa dette, il y a de fortes chances que cela conduise à de l'austérité budgétaire. Au moment du remboursement de l'Etat à la banque centrale, il y a de toute façon destruction monétaire. Si la banque centrale décide en revanche d'annuler sa créance, ce qui n'a rien d'exceptionnel en soi puisque les abandons de créance se pratiquent tous les jours dans les banques privées, la créance disparaît complètement et il n'y a plus de remboursement à opérer pour l'Etat. La monnaie émise initialement devient donc permanente : elle est « libre » car elle échappe à la contrainte du remboursement, et donc de la destruction. Par conséquent, dire comme HS que les dettes publiques ne seraient pas annulées mais dissimulées dans les comptes de la BCE n'a strictement aucun sens et ne renvoie à aucune réalité. Enfin, HS nous dit que cela ne servirait à rien pour réinvestir et que la dette globale du secteur public resterait la même mais une fois de plus, cela n'a aucun sens. L'annulation en soi ferait baisser instantanément le ratio dette/PIB ce qui, au regard des critères absurdes mais bien réels de Maastricht, serait déjà un atout. Rappelons qu'avant la crise sanitaire, le gouvernement français prévoyait de réduire le déficit à 2 % du PIB dans le but assumé de réduire la dette. Rappelons aussi que les Etats européens se sont en moyenne désendettés entre 2010 et 2020 (pas la France), alors même qu'ils pouvaient emprunter à taux nuls ou négatifs. On peut regretter l'influence néfaste de ces critères sur la dépense publique, mais elle est bien réelle. L'annulation aurait déjà un avantage rien que pour cela.

HS pourrait au moins répondre comme Patrick Artus, à savoir que la dette détenue par la BCE est *de facto* annulée. Sauf que cela n'est vrai qu'à deux conditions : que la BCE s'engage à ne JAMAIS diminuer la taille de son bilan, et qu'elle s'engage à faire rouler cette dette à perpétuité au même taux. En gros : si elle n'est plus libre de mener la politique monétaire qu'elle veut et que l'inflation n'est plus au cœur de sa mission. A ce compte-là nous serions d'accord mais cette vision des choses se heurte à deux problèmes : la BCE est indépendante et personne ne peut donc la forcer à s'engager sur son bilan ; l'inflation constitue bien son cœur de mandat. Donc ces solutions ne sont pas pertinentes et l'option de l'annulation des dettes retrouve toute sa pertinence, sans compter qu'elle serait conditionnelle à des investissements en échange. En effet, nous plaidons pour une annulation conditionnelle à des réinvestissements : si la dette se réduit d'un coup de 480 milliards d'euros (c'est le montant de dette publique détenu par la Banque de France) en échange de réinvestissements immédiats de même volume, on imagine bien, comme Keynes, tout l'effet positif sur l'économie : dire que cela est illusoire est au mieux une mauvaise plaisanterie.

On peut en revanche penser que cela serait trop compliqué, pour des raisons politiques, ou non conforme à la pratique des banques centrales. En effet, cela conduirait à un déséquilibre du bilan de la Banque centrale car son passif deviendrait supérieur à son actif. Encore que si cela est le seul problème on peut bien imaginer un nouvel actif

fictif pour rééquilibrer le bilan du genre « relance écologique » (cela pourrait être l'actif carbone imaginé par Michel Aglietta par exemple). Mais surtout posons franchement la question : et alors ? La BRI a montré à de nombreuses reprises qu'une banque centrale pouvait parfaitement fonctionner avec des fonds propres négatifs. D'ailleurs le capital de la BCE n'est que de 10 milliards d'euros pour supporter un bilan qui va bientôt dépasser 6 000 milliards d'euros. Tout ceci n'est que fiction comptable et économique. Le comprendre, c'est sans libérer et ouvrir de nouvelles possibilités. Après tout pour la crise sanitaire, la BCE vient de créer d'un coup de baguette magique plus de 1 800 milliards de liquidités. Serait-ce si absurde d'envisager une création monétaire libre ou une annulation de dette pour que ce pouvoir de création monétaire soit dirigé non pas vers les marchés financiers et les banques (qui jouent le rôle de filtres) mais bien vers l'économie réelle ? Nous ne le pensons pas.

Conclusion

En conclusion, HS commet de nombreuses erreurs et contresens et ne nous a pas lus sérieusement. Nous ne pouvons qu'espérer que notre réponse donnera envie aux lecteurs d'aller vérifier par eux-mêmes en lisant notre livre et non des commentaires ni honnêtes, ni justes, ni fondés et d'engager éventuellement la discussion sur des bases sérieuses, notamment autour des propositions concrètes, directes et étayées que nous résumons à la fin de l'ouvrage. La macroéconomie ne peut plus être pensée en dehors des institutions dans lesquelles elle s'insère. Il est temps que la monnaie, qui est un bien commun, soit réellement gérée comme un bien commun. Et qu'elle puisse l'être avec un peu d'imagination pour mieux servir l'intérêt général. Car comme le dit le poète Borges, la monnaie n'est pas autre chose qu'un « répertoire de futures possibilités ».