

Dialogue Théorie monétaire moderne / courant dominant

Ce dialogue (fictif) entre un partisan de la théorie monétaire moderne (TMM, en noir) et un économiste du courant dominant (Mainstream, en bleu) a pour objectif de présenter brièvement la TMM et ses enjeux.

- A cause du réchauffement climatique, il faut construire un nouveau système énergétique, promouvoir l'innovation. Et chacun devrait avoir droit à un travail fourni par l'État (payé au salaire minimum). Et ...
- Ça coûterait combien ?
- L'argent, on le trouve.
- Où ?
- On l'imprime.
- Quoi ?!
- Un pays qui dispose de sa propre monnaie a toujours assez de monnaie, puisqu'il n'a qu'à l'imprimer. En fait, il n'a même pas besoin d'imprimer. Aujourd'hui, c'est de la monnaie électronique : un clic de souris suffit. S'il y a quelqu'un au Département fédéral des finances qui a un doigt, alors il y aura toujours assez de monnaie.
- La création monétaire débridée, ça conduit à l'inflation, voire à l'hyperinflation.
- Et la création monétaire par les banques commerciales pour financer le privé ? Tu n'as pas l'air de t'en plaindre. Pourtant, selon ta logique, elle devrait aussi créer de l'inflation.
- Bien sûr. Mais les banques commerciales ne sont pas débridées. Elles restent prudentes, car quand elles prêtent (et donc quand elles créent de la monnaie), elles prennent le risque de ne pas être remboursées. De plus, pour stabiliser les prix et l'économie, la banque centrale est typiquement conduite à contrecarrer les fluctuations de la création monétaire des banques commerciales.
- Les nombreuses crises financières jettent un sérieux doute sur la prudence des banques commerciales. De plus, comme tu vas bientôt le comprendre, ce n'est pas le rôle de la banque centrale de stabiliser les prix et l'économie. Cela relève de la politique budgétaire. Mais pour en revenir au prétendu impact inflationniste de la création monétaire : les banques centrales ont créé énormément de monnaie sans provoquer d'inflation.
- C'est tout à fait spécial. Premièrement, il y aurait eu de la déflation sans l'intervention des banques centrales. Surtout, les banques centrales ont actuellement de la difficulté à injecter durablement de la monnaie sur le marché des biens et services, parce que cette monnaie a tendance à retourner immédiatement vers elles sous forme de réserves des banques commerciales ou finit sur les marchés financiers. Mais en temps normal, les prix augmentent quand il y a davantage d'argent pour acheter une quantité donnée de biens et services.
- L'inflation est rarement un phénomène monétaire. C'est quand la demande est trop forte par rapport à l'offre que les prix augmentent. Et la monnaie ne finit pas sur les marchés financiers : c'est là qu'elle est injectée dès le départ quand la banque centrale achète des titres. Il est donc logique que cela augmente les prix des titres plutôt que celui des biens et services. Mais quelle qu'en soit la raison, les faits montrent qu'une basse inflation est compatible avec l'impressionnante création monétaire qui a été effectuée. On pourrait donc actuellement financer des dépenses publiques par la création monétaire sans engendrer d'inflation.
- L'inflation n'est peut-être que retardée jusqu'au moment où cette monnaie refluera sur le marché des biens et services. Quand on se sent plus riche parce que les titres que l'on détient ont pris de la valeur, on dépense aussi davantage en biens et services. Et toi tu veux injecter la monnaie via les dépenses publiques, ce qui créera

directement de l'inflation. De toute façon, ce ne serait pas durable. Regarde le Zimbabwe. Son énorme création monétaire a engendré de l'hyperinflation.

- Au Zimbabwe, il y a eu une baisse de l'offre suite à la réorganisation de la propriété des terres agricoles, ce qui a conduit à une pénurie. Ce déséquilibre a encore été renforcé parce que le gouvernement a cherché à dépenser davantage que ce que son économie pouvait produire. Il est clair que cela crée de l'inflation.
- Tu proposes donc de financer les dépenses publiques par la création monétaire uniquement tant que l'on n'est pas en plein emploi.
- Les dépenses publiques sont toujours financées par la création monétaire. Mais quand il y a plein emploi, la création monétaire engendre de l'inflation. Pour l'éviter, il faut retirer de la monnaie aux acteurs économiques.
- La banque centrale devrait donc mener de sa main droite une politique restrictive pour compenser la politique expansionniste qu'elle mène de sa main gauche en finançant les dépenses publiques par la création monétaire ?
- La banque centrale fixe le taux d'intérêt qui, à mon avis, a peu d'impact sur l'économie. Elle peut bien sûr recourir à des instruments quasi-fiscaux pour modifier la masse monétaire, mais il est alors préférable que l'État s'en charge. L'État peut retirer de la masse monétaire par l'impôt ou en émettant des obligations.
- Donc on est d'accord : en cas de plein emploi, l'État doit financer ses dépenses par l'impôt et l'emprunt.
- Pas du tout. Le financement se fait toujours par la création monétaire. Il se fait actuellement déjà par la création monétaire dans tous les pays. L'impôt et l'émission d'obligations servent à retirer de la monnaie en circulation. Ils peuvent viser encore d'autres buts. Ainsi, les impôts peuvent être utilisés pour réduire les inégalités ou, comme la taxe sur le CO₂, pour décourager des comportements jugés mauvais. L'émission d'obligations doit stabiliser les taux d'intérêt. Mais ce ne sont pas des instruments de financement des dépenses publiques.
- Voilà une façon bien biscornue d'expliquer les choses. Mais quel que soit le discours qu'on met autour, on est d'accord qu'en situation de plein emploi le montant total des impôts et des emprunts de l'État doit être égal à ses dépenses.
- Oui. Mais nous divergeons peut-être sur la part à financer par l'impôt ou par l'émission d'obligations publiques. Tu me diras probablement que l'État ne doit pas faire de déficits quand l'économie va bien, voire qu'il doit dégager des surplus pour compenser les dettes générées en période de crise. Mais la hauteur des émissions d'obligations publiques (ou de l'impôt) en situation de plein emploi doit être fixée pour assurer l'équilibre macroéconomique. Le solde budgétaire public est la contrepartie du solde privé : si le privé veut avoir un surplus financier, alors l'État doit avoir un déficit puisque le solde est globalement nul.
- On pourrait tout aussi bien prétendre que les privés doivent dégager un surplus parce que l'État est déficitaire. Cette identité comptable ne dit rien sur la causalité.
- Si le privé demande des titres que l'État ne fournit pas, alors cela conduira à une augmentation du prix des obligations et à une baisse des taux d'intérêt. Les émissions d'obligations publiques servent à stabiliser les prix sur le marché financier ou, ce qui revient au même, à stabiliser les taux d'intérêt (et bien sûr il y a un plancher d'obligations publiques en-dessous duquel il ne faut pas descendre, car les marchés financiers ont besoin d'actifs sûrs), alors que le montant total résultant de la somme des émissions d'obligations publiques et des taxes doit être égal à celui des dépenses publiques en cas de plein emploi pour éviter l'inflation. Il faut bien comprendre que l'émission d'obligations ne sert pas à financer les dépenses publiques, mais à atteindre d'autres buts. Cela implique par exemple qu'il peut parfois être souhaitable d'émettre des obligations même en situation de surplus budgétaire pour stabiliser les taux d'intérêt.
- Stabiliser les taux d'intérêt est le job de la banque centrale. De plus, cette identité comptable n'est correcte qu'en économie fermée.

- Dans le passé, le Trésor américain a parfois beaucoup aidé la banque centrale à stabiliser les taux d'intérêt.¹ En économie ouverte, c'est effectivement un peu plus compliqué. Mais prends les États-Unis. Le reste du monde leur prête de l'argent. Si les privés aux États-Unis veulent un surplus, cela implique que l'État doit être déficitaire.
- Eh bien, nous ne sommes pas exactement sur la même longueur d'onde pour le cas du plein emploi, et j'ai l'impression que ce sera encore pire pour le cas du chômage.
- En présence de chômage, les dépenses publiques (même financées par la création monétaire) ne provoquent pas d'inflation. On pourrait donc financer les dépenses publiques par la création monétaire (sans retirer ensuite cette monnaie par l'impôt ou l'émission d'obligations) jusqu'au point où cela engendre le plein emploi.
- Tu parles comme s'il n'y avait que deux régimes : plein emploi ou pas. En réalité on passe graduellement de l'un à l'autre. Comme dans la courbe de Phillips.
- OK. On peut imaginer un passage graduel au plein emploi où certains secteurs atteignent le plein emploi avant d'autres.
- Dans ce cas, la création monétaire engendre de l'inflation avant que le plein emploi soit atteint partout.
- Oui, sauf dans la mesure où l'État achète des biens et services provenant de secteurs où il n'y a pas le plein emploi. On peut aussi comprendre cela d'un point de vue réel : dans la mesure où les dépenses publiques remettent en activité des facteurs de production non utilisés (par exemple des chômeurs), cela augmente la production. L'utilisation supplémentaire de biens et services par l'État ne se fait alors pas au détriment du privé. Il n'y a pas de « crowding out » réel.
- Mais cela n'est possible que dans la mesure où la demande est trop faible pour utiliser toutes les capacités de production existantes. Cela se produit durant les crises de la demande. Et alors, les recommandations de la TMM ne sont rien d'autre qu'une politique keynésienne habituelle.
- Effectivement, mais nous allons voir que c'est la situation habituelle. J'aimerais toutefois d'abord préciser une chose. S'il y a du chômage, ou plus exactement si l'économie est suffisamment éloignée du plein emploi, alors on pourrait financer les dépenses publiques par la création monétaire sans créer d'inflation. Mais il peut parfois quand même être utile que l'État s'endette (même en période de crise où il n'y a pas de risque d'inflation) pour répondre à la demande de titres de la part du privé. L'émission de titres sert alors un objectif monétaire : stabiliser le taux d'intérêt.
- Admettons. Mais comment retirer la monnaie excédentaire après la crise.
- Il n'est en général pas nécessaire que l'État (banque centrale comprise) retire davantage de monnaie qu'il n'en crée. Il suffit le plus souvent de ne plus trop augmenter la masse monétaire.
- Cela supposerait de réduire après la crise les dépenses publiques financées par la création monétaire. Connaissant les politiciens, ce n'est pas si facile.
- Il n'y a rien de surprenant à ce qu'un programme de relance cesse après la crise. Et avec le programme « Job Guarantee » que nous proposons, les dépenses publiques visant à fournir à tous ceux qui le demandent un travail à l'État payé au salaire

¹ «Overall, the Treasury helped drain up to \$610 billion of reserves in October and November 2008 via the TT&L [Treasury tax and loan accounts: accounts of the Treasury at private banks] transfers and the SFP bills [Supplementary Financing Program: The program consists of a series of Treasury bill auctions, separate from Treasury's current borrowing program, with the proceeds from these auctions maintained in an account at the Federal Reserve Bank of New York. Funds in this account serve to drain reserves from the banking system].» Tymoigne E. (2014), *Modern Money Theory, and Interrelations between the Treasury and Central Bank: The Case of the United States*, Journal of Economic Issues, Vol. XLVIII No. 3.

minimal diminueront automatiquement avec la fin de la crise. Ce programme est un stabilisateur automatique qui augmente les déficits publics en période de crise et les réduit en période de boom. Par ailleurs, les taxes montent automatiquement en période de boom (c'est généralement la source principale des changements du déficit public).

- [Et s'il faut quand même retirer de la monnaie excédentaire ?](#)
- Il suffit d'emprunter ou de taxer pour retirer de la monnaie qu'on détruira. Notons qu'il peut aussi y avoir destruction de monnaie par les privés lorsqu'ils remboursent leurs dettes. Mais de toute façon, il ne faut pas penser qu'aux crises limitées dans le temps. De nombreux pays sont constamment en situation de sous-emploi.
- [La crise de la demande qui cause ce sous-emploi, c'est quand les gens veulent de la monnaie plutôt que des biens et services. Une fois que suffisamment de monnaie a été mise en circulation, la crise de la demande disparaît.](#)
- Dans certaines circonstances, la demande de monnaie semble insatiable (voir l'injection massive de monnaie durant le «quantitative easing»). Et tu sais bien que même des économistes du courant dominant envisagent la possibilité d'une crise durable de la demande («secular stagnation»).
- [Il se peut en effet que le taux d'intérêt réel qui égaliserait l'épargne et l'investissement soit tellement négatif qu'il n'est pas possible de l'atteindre, compte tenu du «effective lower bound» du taux d'intérêt nominal.](#)
- Le problème est plus profond. Si ton explication était correcte, il suffirait de pouvoir générer des anticipations inflationnistes suffisamment fortes pour sortir de la crise. En réalité, cela ne suffirait pas.
- [Bien sûr que cela suffirait, car c'est le taux d'intérêt réel qui importe. Or il est égal au taux nominal moins l'anticipation du taux d'inflation. Donc même avec un plancher infranchissable pour le taux nominal, il est possible d'obtenir un taux réel aussi négatif que l'on veut en générant des anticipations d'inflation suffisamment élevées. La difficulté actuellement dans des pays comme le Japon, c'est de générer ces anticipations inflationnistes.](#)
- Imagine qu'une banque centrale parvienne à convaincre qu'elle va augmenter l'inflation. Les acteurs anticiperont donc une augmentation du taux d'intérêt nominal qui impliquera une perte de valeur des titres, ce qui les incitera à détenir de la monnaie plutôt que des titres. Ils préféreront renoncer aux intérêts pour éviter cette perte en capital. On n'échappe pas ainsi à une demande insuffisante.
- [C'est vrai : il ne suffit pas de générer des anticipations inflationnistes, il faut encore convaincre que les taux d'intérêts nominaux ne monteront pas. Il suffit pour cela que la banque centrale mène une politique monétaire suffisamment expansionniste.](#)
- Elle doit convaincre non seulement que les taux d'intérêt à court terme ne monteront pas (ou pas trop), mais que ce sera aussi le cas pour les taux à long terme. Ce qui suppose que la banque centrale achète et vende aussi des obligations à longue maturité. Et d'ailleurs au Japon cela ne fonctionne pas. Pas étonnant, car la faiblesse de la demande y est due à une population vieillissante et décroissante, pas au taux d'intérêt. L'erreur est de croire que c'est l'ajustement du taux d'intérêt qui permet d'égaliser l'épargne et l'investissement.
- [Dans une économie fermée, l'épargne est nécessairement égale à l'investissement.](#)
- Oui, mais cela se produit par l'ajustement du PIB, pas du taux d'intérêt. En effet, l'épargne et l'investissement dépendent peu du taux d'intérêt, mais beaucoup de la situation économique. Le PIB qui égalise l'épargne et l'investissement, et égalise donc l'offre et la demande de biens et services, peut être inférieur au PIB de plein emploi. Ce chômage n'est pas nécessairement une situation extraordinaire, mais peut au contraire être une situation durable tant que l'État n'intervient pas. Tout porte à penser que nous nous trouvons face à une crise de la demande qui dure et qui est peut-être la nouvelle situation normale. Quelle que soit la raison d'une faiblesse durable de la demande, les recommandations de Keynes pour combattre les crises

de la demande s'appliquent alors au long terme. Il s'agit de soutenir constamment la demande par les dépenses publiques.

- Je ne crois pas que nous soyons dans une stagnation séculaire. Mais c'est vrai que si tel était le cas, une politique keynésienne durable pourrait se justifier. Sauf que nous avons raisonné ici en économie fermée. Dans une économie ouverte, de nouveaux éléments doivent être pris en compte. Ainsi, si cette économie souffre d'une faiblesse de la demande étrangère, la possibilité pour l'État de combler cette défaillance est limitée dans la mesure où ceux qui produisent pour les marchés étrangers ne peuvent pas toujours produire des biens et services que l'État pourrait demander.
- Effectivement. Un autre problème qui apparaît lorsque l'on tient compte de l'existence d'autres pays, c'est qu'un pays qui s'est endetté dans une monnaie étrangère (qu'il ne peut pas créer) peut faire faillite.
- De plus, il faut prendre en compte l'impact de la création monétaire sur le taux de change. Une dépréciation aurait notamment un impact inflationniste par l'augmentation des prix des importations.
- Il ne faut pas confondre augmentation des prix et inflation. Un épisode de dépréciation n'implique pas en soi une augmentation continue des prix. De plus, je ne suis pas convaincu qu'une augmentation de la masse monétaire conduite à une forte dépréciation de la monnaie et encore moins que cela se traduise par une forte augmentation du prix des importations. Les importateurs n'ajustent en effet pas nécessairement le prix des produits importés qu'ils vendent aux consommateurs finaux en fonction des variations du taux de change, du moins pas dans la même ampleur («pass-through» incomplet).
- Une augmentation continue de la masse monétaire conduira à terme à une dépréciation continue qui se traduira par une augmentation continue des prix des importations et contribuera donc à l'inflation même si, à court terme, l'impact sur le taux de change peut être masqué par d'autres sources de volatilité et si les importateurs n'adaptent pas immédiatement leurs prix.
- Au cas où la création monétaire engendre de l'inflation par les importations, il faudra simplement en tenir compte.
- Nous avons des divergences, mais nous ne sommes peut-être pas si éloignés l'un de l'autre qu'on pourrait l'imaginer a priori.
- Nous divergeons surtout sur la question de savoir si les conditions sont actuellement réunies pour que des dépenses publiques financées par pure création monétaire ne produisent ni inflation, ni effet d'éviction réel.
- Et nous évaluons différemment le risque que les politiciens ne soient pas assez disciplinés pour cesser de créer de la monnaie quand ces conditions ne sont plus réunies. Ceci a des implications sur la confiance qu'on peut leur accorder et l'importance de garantir l'indépendance de la banque centrale.

Pierre-Alain Bruchez

Remerciements à [Eric Tymoigne](#) (Associate Professor of Economics au Lewis and Clark College à Portland, Oregon, et Research Associate au Levy Economics Institute of Bard College) qui publie des articles sur la TMM et Frank Schmidbauer pour leurs commentaires sur une version antérieure de ce document.