



Schweizerische Eidgenossenschaft  
Confédération suisse  
Confederazione Svizzera  
Confederaziun svizra

Département fédéral des finances DFF  
Administration fédérale des finances AFF

# Théorie monétaire moderne (TMM)

Pierre-Alain Bruchez et Frank Schmidbauer  
Analyse et conseil économiques

11 juin 2019



- «We may all be modern monetary theorists soon» ([Steven Englander](#))
- «Modern monetary theory, or MMT, is neither modern, nor mostly about money, nor a theory» ([James Mackintosh](#))
- «To the extent modern monetary theory is true, it is unoriginal; to the extent it is original, it is false» ([Martin Wolf](#))



# Contexte

Depuis la crise financière, le courant dominant de la politique économique a commencé à vaciller, et notamment les principes suivants:

(1) Trop de monnaie en circulation conduit inévitablement à l'inflation

(2) Le financement des dépenses publiques par la banque centrale suscite des convoitises financières sans fin et entraîne, à long terme, une perte de valeur de la monnaie et l'hyperinflation

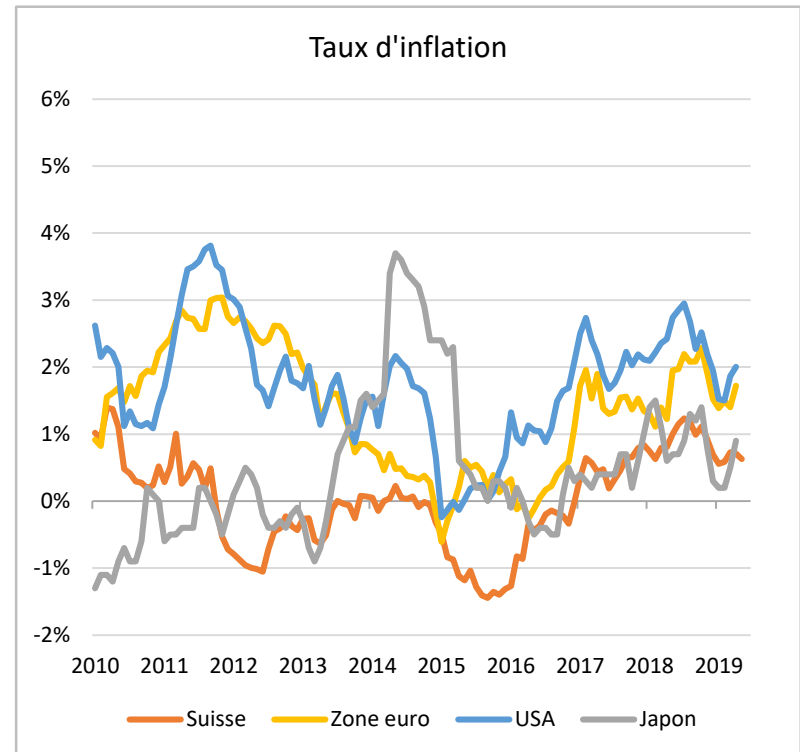
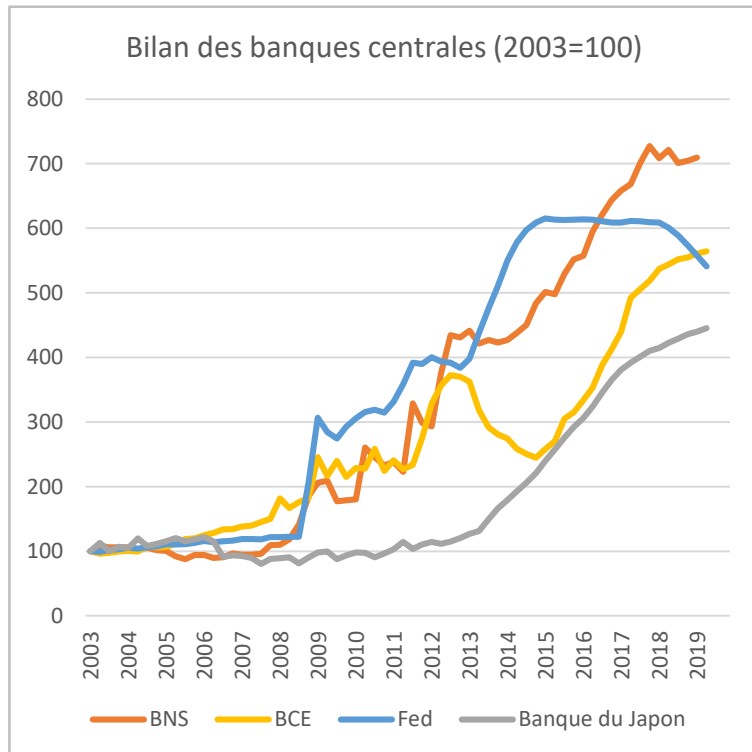
⇒ Séparation institutionnelle stricte entre politique monétaire et politique budgétaire

⇒ Indépendance de la banque centrale garantie par la loi

⇒ Interdiction de financer l'État par la création monétaire



# Pléthore de monnaie injectée par les banques centrales, pratiquement pas d'inflation

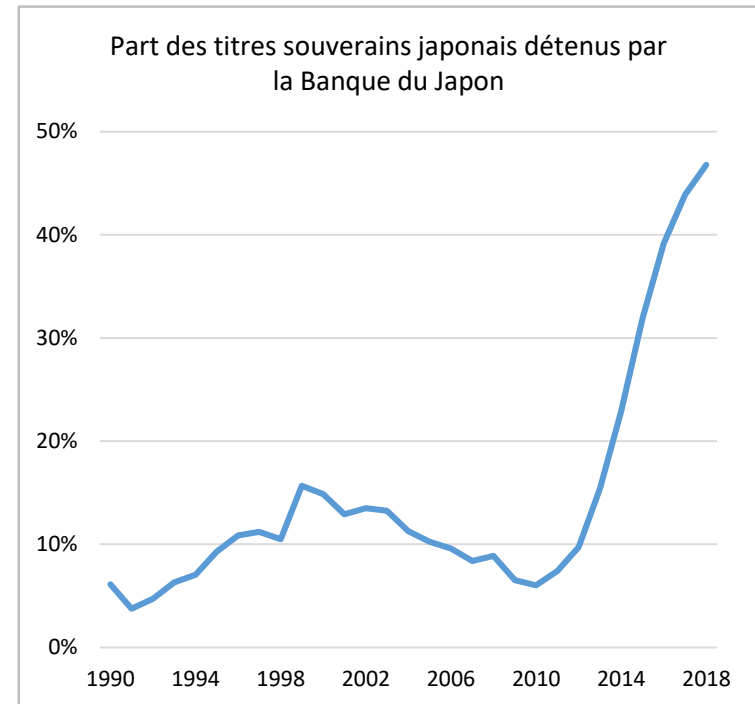
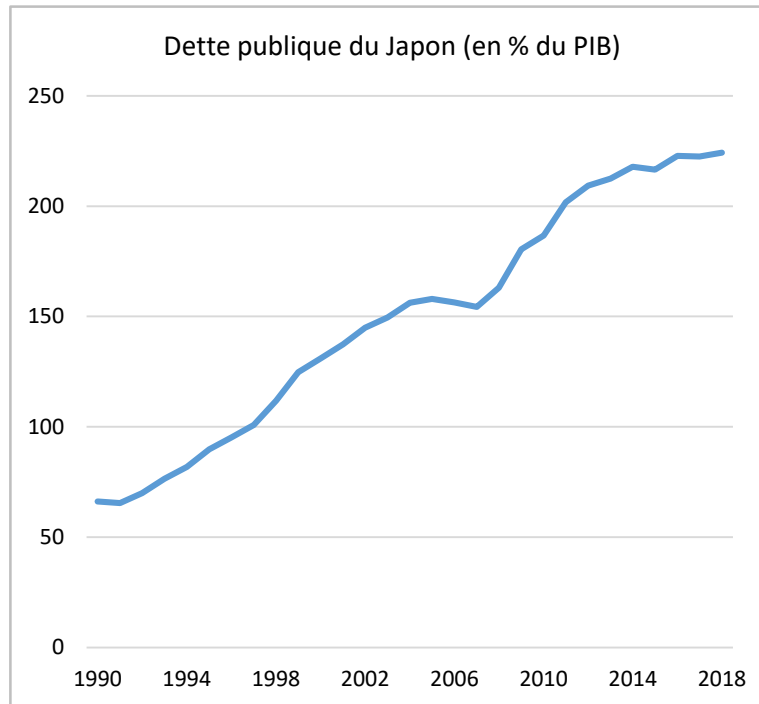




# Financement de l'État par la banque centrale

Exemple du Japon

- Dette publique croissante, détenue de plus en plus par la Banque du Japon (programme de rachat d'emprunts)
- Aucune trace d'inflation ou d'intérêts croissants





# Que faire en cas de ralentissement économique?

- Doutes croissants quant à l'efficacité de la politique monétaire
  - Les mesures expansionnistes prises ces dernières années ont été moins efficaces qu'attendu
  - La marge de manœuvre pour d'autres réductions des intérêts est limitée et l'effet stimulant sur les investissements et la consommation n'est pas certain
  - Il y a des risques d'effets secondaires indésirables (stabilité financière)
- Politique fiscale sous la pression en faveur de la consolidation

Quelles solutions pour sortir de ce dilemme?

- Politique fiscale expansionniste, financée par la politique monétaire -> TMM



# Positions TMM (principales)

- **Situation de sous-emploi**  
En situation de sous-emploi, augmenter les dépenses publiques par pure création monétaire (sans augmenter les impôts ou l'endettement) n'engendre pas d'inflation. Il n'y a pas de crowding-out réel. Dans beaucoup de pays, le sous-emploi est la situation habituelle.
- **Situation de plein emploi**  
En situation de plein emploi, augmenter les dépenses publiques par pure création monétaire (sans augmenter les impôts ou l'endettement) engendre de l'inflation. Pour éviter cette inflation, il faut réduire la masse monétaire en prélevant de la monnaie par l'impôt ou l'emprunt.
- **Politique mixte (politique budgétaire / politique monétaire)**  
*Stabiliser l'économie* (éviter le chômage; les taux d'intérêt ont peu d'impact sur l'épargne et l'investissement), mais aussi *stabiliser les prix* relèvent de la politique budgétaire (l'inflation est rarement un phénomène monétaire).  
La politique monétaire vise à *stabiliser le taux d'intérêt*. Le Trésor public joue un rôle important dans la politique monétaire en émettant et en achetant ses obligations.



# Positions TMM (autres)

- **Peu d'inflation importée**  
La création monétaire agit peu sur le taux de change, qui agit encore moins sur le prix des importations.
- **Déficits publics comme contrepartie des surplus privés**  
En économie fermée, l'État doit faire des déficits si le privé veut faire des surplus. En économie ouverte, l'État doit faire des déficits si le privé veut faire des surplus et que le reste du monde a un investissement net dans le pays (comme aux USA).
- **Job Guarantee**  
Ce programme garantit à tous ceux qui le désirent un travail payé au salaire minimum. Il permet d'assurer que le salaire minimum est respecté. C'est un important stabilisateur automatique.
- **Discipline des politiciens**  
Hypothèse implicite: les politiciens peuvent être assez disciplinés pour compenser la création monétaire par l'impôt et l'emprunt lorsque l'économie s'approche du plein emploi.



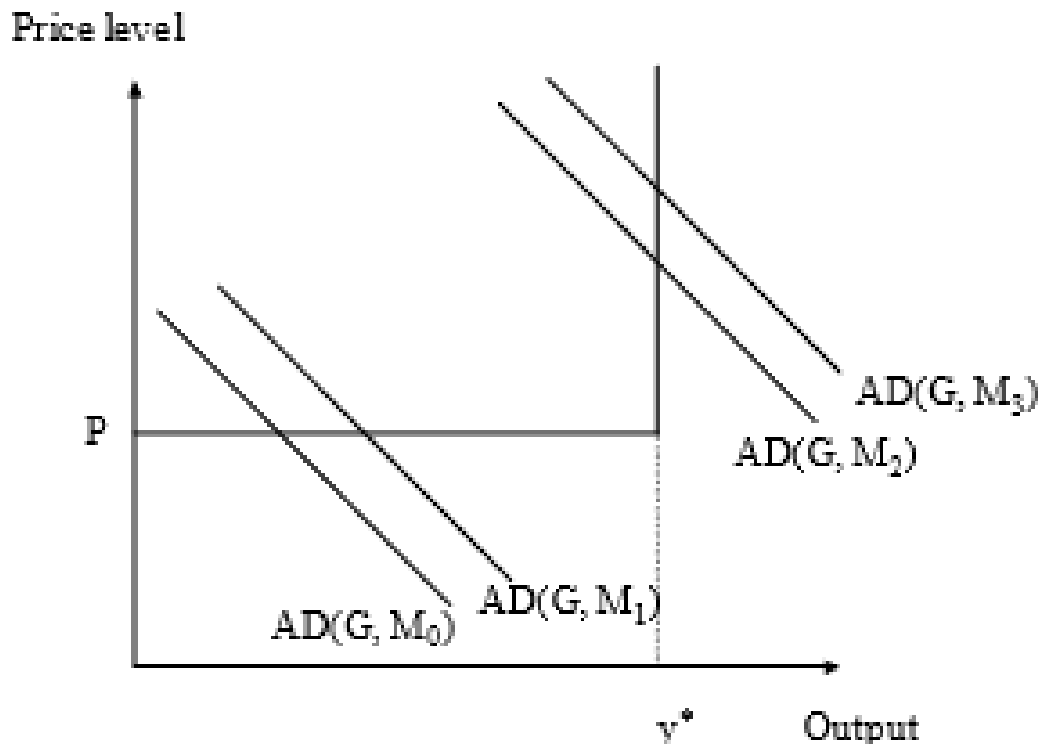


# TMM: création monétaire en situation de plein emploi => inflation

Selon la TMM, la création monétaire engendre ou pas de l'inflation selon qu'on est ou pas en situation de plein emploi.

Figure 3. The implicit MMT model of price level and output determination ( $M_0 < M_1 < M_2 < M_3$ ).

Source: [T. Palley](#)



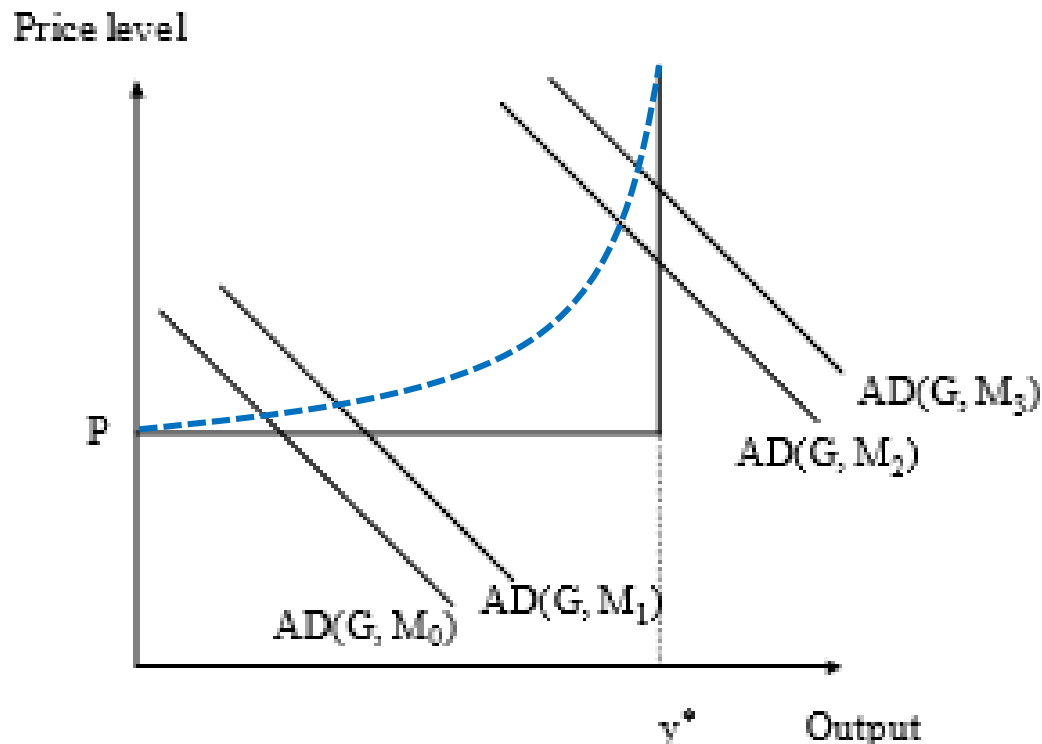
Taxes et emprunts publics ne servent pas à financer les dépenses publiques, mais à éviter l'inflation en situation de plein emploi



# TMM: création monétaire en situation de plein emploi => inflation

Selon la TMM, la création monétaire engendre ou pas de l'inflation selon qu'on est ou pas en situation de plein emploi.

Figure 3. The implicit MMT model of price level and output determination ( $M_0 < M_1 < M_2 < M_3$ ).



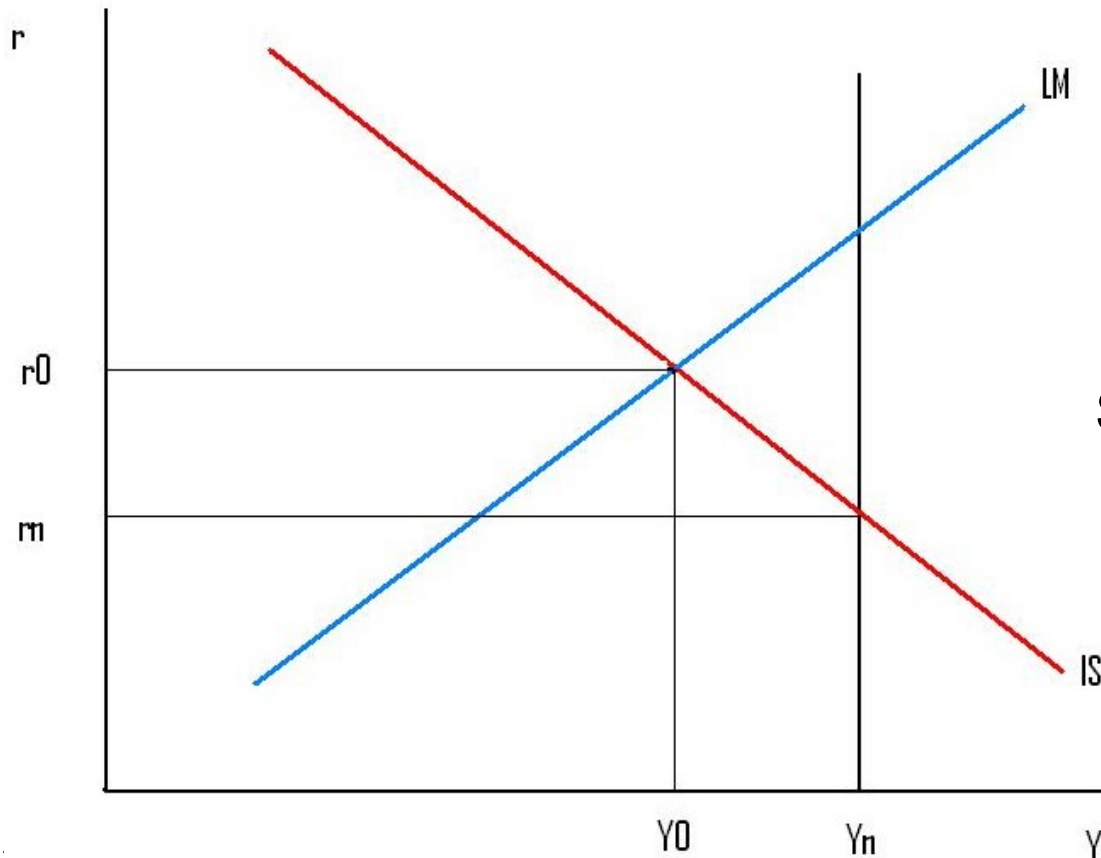
Taxes et emprunts publics ne servent pas à financer les dépenses publiques, mais à éviter l'inflation en situation de plein emploi



# L'inefficacité de la politique monétaire pour agir sur l'économie

Les partisans de la TMM recommandent de ne pas utiliser le taux d'intérêt pour agir sur le PIB, car ils jugent le lien entre le taux d'intérêt et la demande faible ou inconsistant.

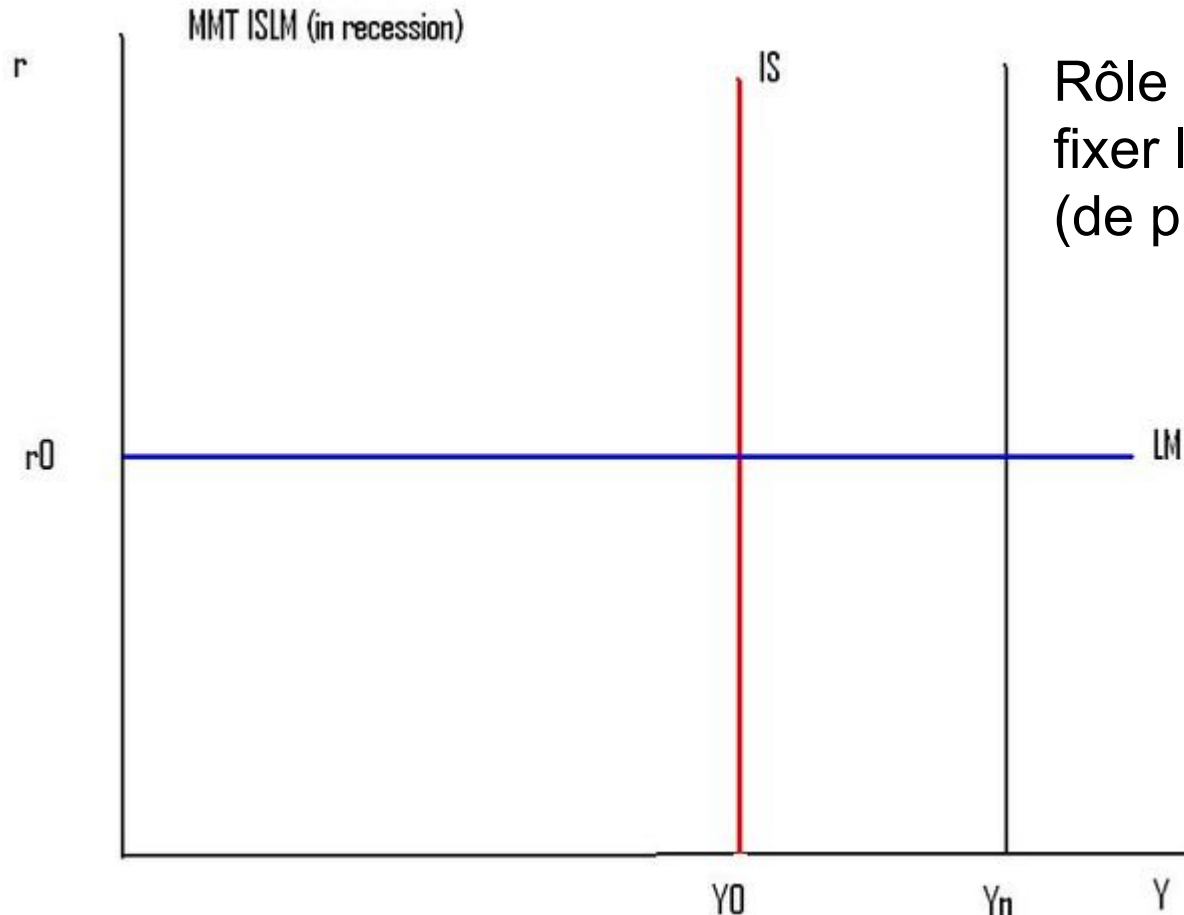
Textbook ISLM model (in recession)



Source: [N. Rowe](#)



# L'inefficacité de la politique monétaire pour agir sur l'économie (suite)



Rôle de la politique monétaire:  
fixer le taux d'intérêt  
(de préférence à un niveau nul)

Source: [N. Rowe](#)



# Conclusion

- **La TMM est moins différente du courant dominant qu'on pourrait le croire**  
La TMM est différente du courant dominant, mais pas autant que peuvent le laisser croire certains articles de journaux. Ainsi, la TMM reconnaît que financer les dépenses publiques par la création monétaire (sans taxes ou endettement auprès du public) en situation de plein emploi engendre de l'inflation.
- **La TMM n'est aujourd'hui pas pertinente pour la Suisse**  
Les recommandations de la TMM ne diffèrent pas de celles des économistes du courant dominant pour la Suisse quand cette dernière est en plein emploi ou quand elle souffre uniquement d'une faiblesse de la demande extérieure.
- **La TMM stimule la réflexion sur la politique mixte**  
La TMM stimule la réflexion sur la délimitation entre la politique monétaire et la politique budgétaire, ainsi que sur les rôles respectifs de l'État et de la banque centrale.