

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 janvier 2012 – N°12

Attention à bien comprendre ce qu'est vraiment la monétisation

La monétisation de la dette publique, définie précisément, est une opération par laquelle la dette publique est remplacée par la monnaie : l'Etat (ou la Banque Centrale liée à l'Etat) crée de la monnaie, rachète la dette publique détenue par les agents économiques et la détruit (de manière équivalente), la conserve dans le bilan consolidé de l'agent économique (Etat + Banque Centrale, qui n'est qu'un seul agent économique, l'Etat "souverain"). La solvabilité de l'Etat est alors améliorée puisque le niveau de dette publique est réduit.

Ceci ne correspond pas du tout à ce qui a été fait par la BCE avec les achats de dette publique (SMP) : la dette publique est rachetée aux investisseurs par la BCE contre création monétaire, mais est conservée dans le bilan de la BCE qui est un agent économique séparé des Etats. Les Etats doivent continuer à assurer le service de leur dette publique, y compris celle détenue par la BCE : la solvabilité des Etats n'est donc pas améliorée, même si les achats de la BCE peuvent éviter une crise de liquidité (la dette publique émise est achetée par la BCE). Le risque de défaut pour la dette publique détenue par les investisseurs autres que la BCE est même accru, puisque la BCE ne veut pas participer aux programmes de réduction de la dette publique qui peut s'appliquer aux autres investisseurs (haircut, PSI), ce qui concentre le risque de perte sur ces autres investisseurs.

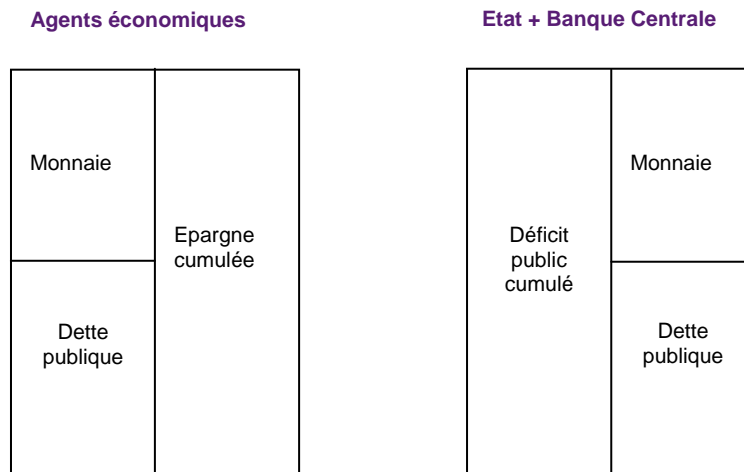
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

La "vraie" monétisation de la dette publique

La monétisation de la dette publique, définie correctement, est une opération par laquelle l'Etat (de fait l'ensemble Etat + Banque Centrale) remplace une partie de sa dette publique par de la monnaie.

L'Etat (souverain) émet de la monnaie, rachète de la dette publique avec cette monnaie, et détruit cette dette publique. **Les bilans des agents économiques privés et de l'ensemble Etat + Banque Centrale** sont simplement ceux du schéma 1 ci-dessous.

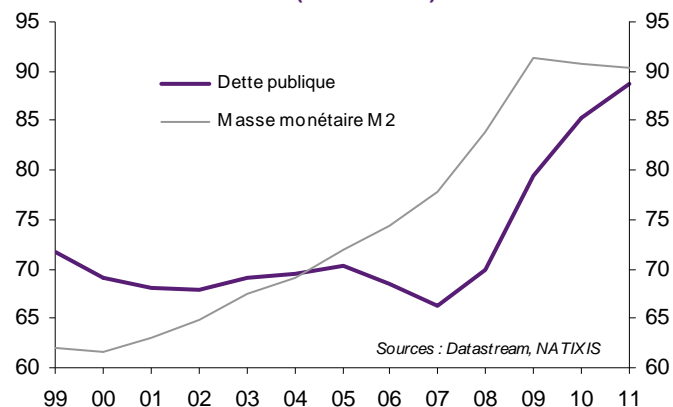
Schéma 1
"Vraie" monétisation



La monétisation accroît la monnaie et réduit la dette publique à l'actif des agents économiques et au passif de l'ensemble Etat + Banque Centrale.

S'il y avait "vraie monétisation" dans la zone euro, il y aurait donc baisse de la dette publique et hausse de la quantité de monnaie (**graphique 1**), ce qui n'est pas le cas.

Graphique 1
Zone euro : dette publique et masse monétaire M2 (en % du PIB)

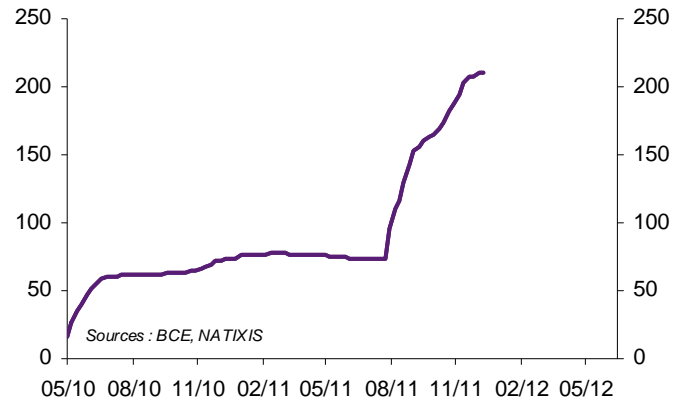


Cette vraie monétisation améliorerait la solvabilité de l'Etat (il aurait moins de dette, le service de la dette serait réduit) **et réduirait le risque de défaut sur la dette publique.**

Les achats de dette publique par la BCE ne sont pas une vraie monétisation

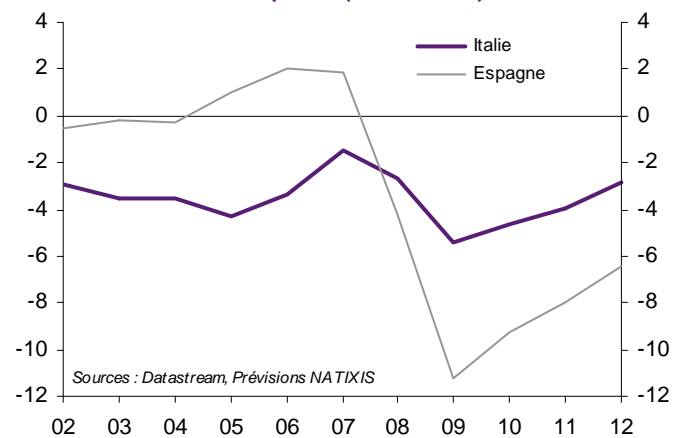
La BCE a acheté des dettes publiques des pays de la zone euro sur les marchés financiers en 2010 et à partir d'août 2011 (graphique 2).

Graphique 2
BCE : encours de dette publique en 2010-2012
(en Mds d'euros)



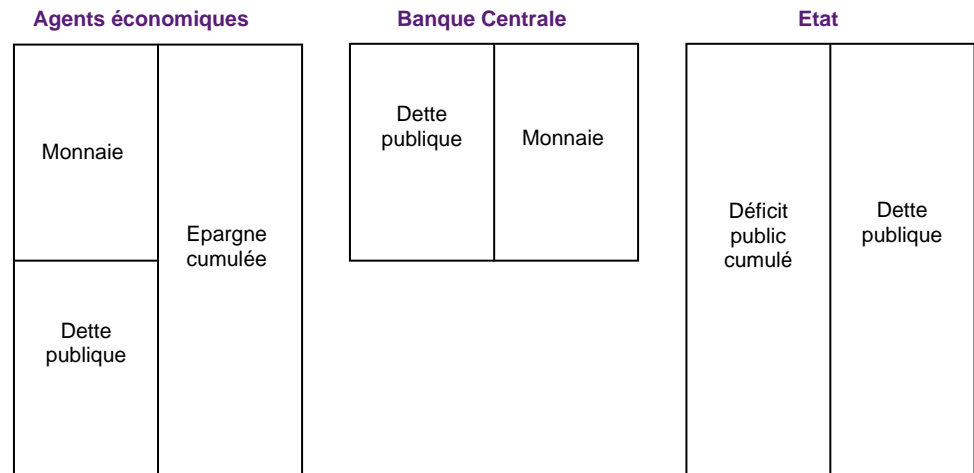
Les achats évitent les crises de liquidité sur les dettes publiques : ils permettent aux pays à déficit public élevé (en 2011, Italie et Espagne, graphique 3) de trouver un acheteur pour leurs émissions.

Graphique 3
Déficit public (en % du PIB)



Mais ces achats de dettes publiques par la BCE n'améliorent pas la solvabilité des pays concernés. En effet, la BCE est un agent économique séparé des Etats : lorsqu'elle achète des dettes publiques, elle les met sur son bilan mais ces dettes publiques sont toujours présentes et les Etats doivent continuer à assurer le service de ces dettes publiques (schéma 2).

Schéma 2
Achat de dette publique par une Banque Centrale distincte de l'Etat



Si la Banque Centrale achète de la dette publique contre création monétaire, la taille de son bilan s'accroît, les agents économiques détiennent davantage de monnaie et moins de dette publique, mais la dette publique au passif de l'Etat reste la même.

Le niveau de la dette publique restant le même, le risque de défaut de l'Etat reste le même, sa solvabilité n'est pas améliorée. La situation est même pire que cela : la participation du secteur privé (PSI) est envisagée (dans le cas de la Grèce en particulier) pour réduire l'encours de la dette publique d'un pays détenu par les investisseurs privés et les banques, mais pas par la BCE. Ceci implique que plus la BCE détient de dette d'un pays, plus le risque devient élevé pour les détenteurs privés de la dette du pays, puisque le haircut éventuel sera concentré sur la fraction de la dette qu'ils détiennent, la BCE en étant exemptée.

Synthèse : attention à ne pas faire de confusion

La monétisation de la dette publique par un Etat souverain (qui englobe l'Etat et la Banque Centrale) consiste à remplacer la dette publique par la monnaie. La partie de la dette publique qui est rachetée est annulée, et la solvabilité de l'Etat est donc améliorée (par le seignuriage).

Les achats de dettes publiques de la zone euro par la BCE indépendante n'annulent pas la dette publique achetée : les Etats concernés doivent encore en assurer le service. La solvabilité de ces Etats n'est donc pas améliorée, mais le risque de crise de liquidité (le risque que le pays ne puisse pas trouver d'acheteur pour sa dette) est réduit. Si un défaut partiel éventuel du pays ne touche que les porteurs privés de sa dette et pas la BCE, le risque de défaut est même accru pour les porteurs privés.