

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 avril 2016 – N° 428

On peut consolider les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat : des conséquences importantes pour l'analyse des politiques monétaires

Les Banques Centrales reversent aux Etats leurs profits et sont recapitalisées par les Etats en cas de pertes : ceci implique qu'on peut considérer la Banque Centrale et l'Etat comme le même agent économique, donc qu'on peut raisonner en consolidant les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat. Ceci a des conséquences importantes pour l'analyse des politiques monétaires :

- *l'achat de dette publique par la Banque Centrale dans le cadre du Quantitative Easing est équivalent à l'annulation de cette dette publique ; il s'agit donc d'une véritable monétisation ;*
- *si la Banque Centrale achète des titres publics émis par l'Etat pour financer des dépenses de transferts publics, il s'agit « d'helicopter money » : la création monétaire finance ces transferts publics, ce qui équivaut à la distribution directe de monnaie par la Banque Centrale aux bénéficiaires de ces transferts publics.*

Rédacteur :
Patrick ARTUS

On peut consolider les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat

Dans la presque totalité des pays, la **Banque Centrale réserve à l'Etat ses profits, et est recapitalisée par l'Etat en cas de pertes**. Ceci veut dire que la Banque Centrale et l'Etat sont en réalité le même agent économique, que la répartition des actifs financiers entre la Banque Centrale et l'Etat n'a pas d'importance, donc **qu'on peut consolider les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat (schéma 1)**.

Schéma 1
Consolidation des bilans de la Banque Centrale et de l'Etat

Banque Centrale		Etat	
Dette publique détenue	Monnaie (de Banque Centrale)	Déficit public cumulé	Dette publique

La Banque Centrale crée de la monnaie en échange de la dette publique qu'elle achète ; l'Etat émet de la dette publique pour financer ses déficits publics.

Bilan consolidé
Banque Centrale + Etat

Déficit public cumulé	Dette publique non détenue par la Banque Centrale
	Monnaie de Banque Centrale

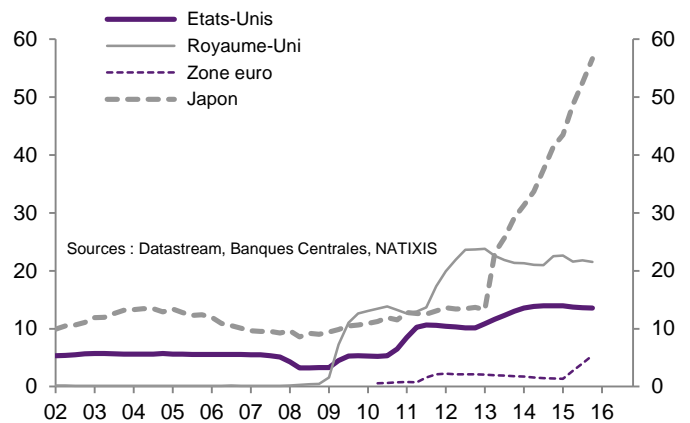
L'ensemble consolidé Banque Centrale + Etat finance les déficits publics en partie par la création monétaire, en partie par l'émission de dette publique.

Conséquences de ce qu'on peut consolider les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat

1. Quantitative Easing et véritable monétisation

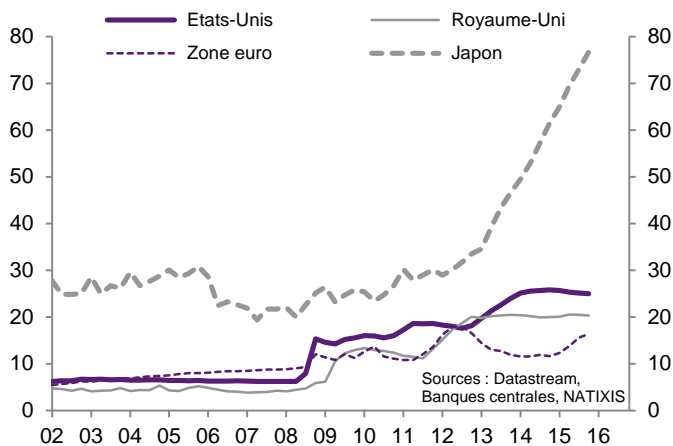
Avec le Quantitative Easing, les Banques Centrales achètent des dettes publiques (graphique 1) et paient en créant de la monnaie. L'Etat verse donc à la Banque Centrale les intérêts dus sur la dette publique détenue par la Banque Centrale, mais la Banque Centrale réserve à l'Etat ces intérêts puisqu'elle reverse à l'Etat ses profits : le coût pour l'Etat de la dette publique détenue par la Banque Centrale devient nul, tout se passe donc comme si cette dette publique avait été annulée.

Graphique 1
Encours de dette publique détenue par la Banque centrale (en % du PIB valeur)

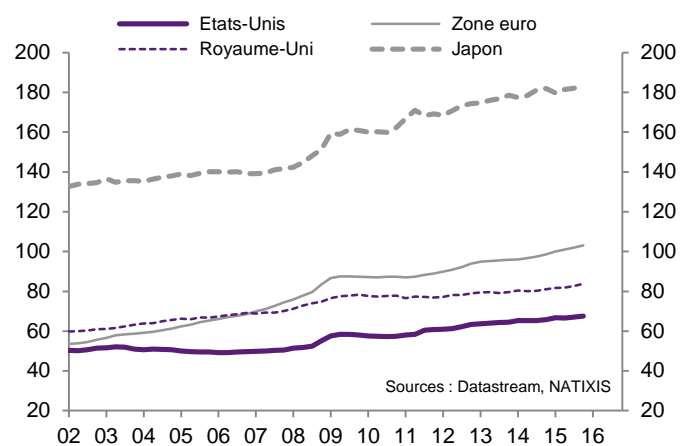


Effectivement, quand on regarde le bilan consolidé de la Banque Centrale et de l'Etat (schéma 1 plus haut), on voit que le Quantitative Easing conduit à ce que, au passif du bilan de cet agent économique consolidé, il y ait moins de dette publique et plus de monnaie. Si la dette publique est achetée aux banques, il s'agit seulement d'une hausse de la quantité de monnaie de Banque Centrale (graphique 2). Si la dette publique est achetée à un agent économique non bancaire, il y a hausse à la fois de la quantité de monnaie de Banque Centrale et de la masse monétaire (graphique 3 ; la banque achète l'obligation à l'agent économique et crédite son compte de dépôt, puis la revend à la Banque Centrale qui crédite le compte de réserve de la banque dans le bilan de la Banque Centrale, graphique 4).

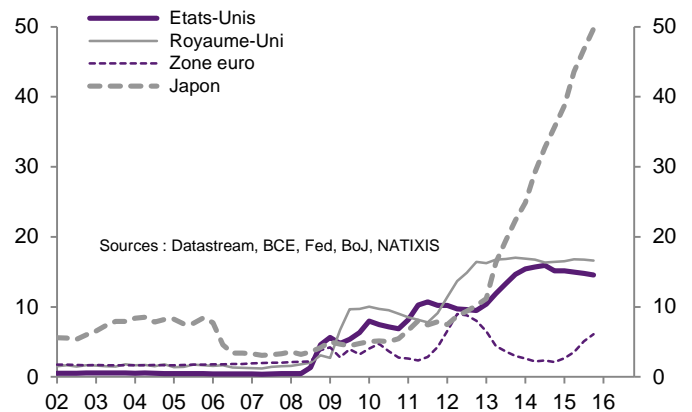
Graphique 2
Base monétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 3
Masse monétaire (M2, en % du PIB valeur)



Graphique 4
Réserves des banques auprès des Banques Centrales (en % PIB valeur)



Il y a donc équivalence entre le Quantitative Easing et la monétisation de la dette publique (substitution de la monnaie à la dette publique), ce qu'on voit bien en consolidant les bilans de la Banque Centrale et de l'Etat.

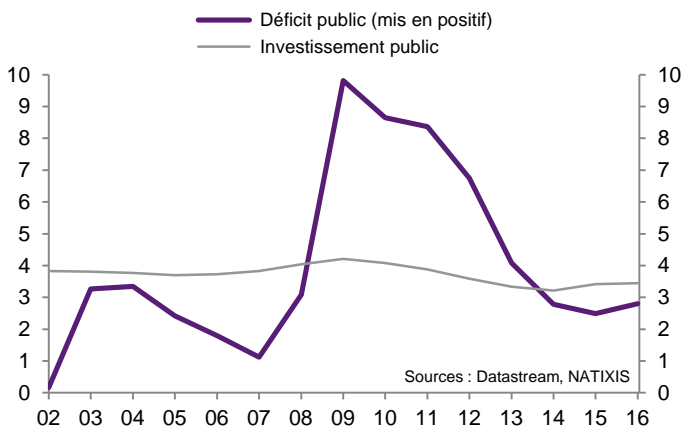
2. Quantitative Easing et « Helicopter Money »

On oppose parfois le Quantitative Easing (achat de dette publique par la Banque Centrale et création monétaire) et l'helicopter money (distribution directe de monnaie par la Banque Centrale aux agents économiques). Cette opposition n'a pas de sens : l'essentiel du Quantitative Easing est de l'helicopter money.

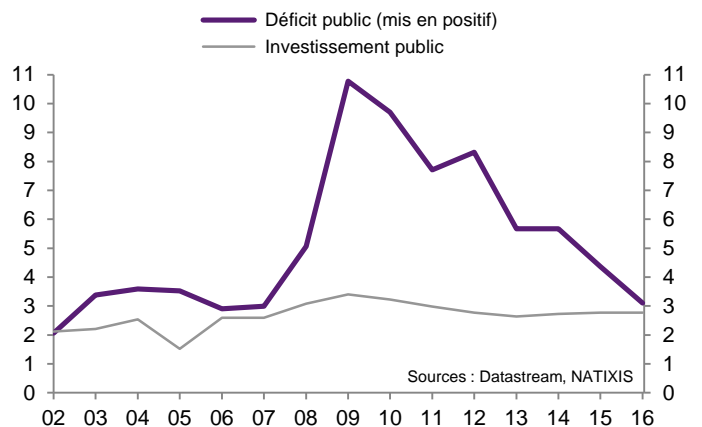
En effet, qu'observe-t-on aujourd'hui ?

- les Etats font des déficits publics qui ne financent pas des hausses des investissements publics mais qui financent des dépenses publiques de transfert (graphiques 5a/b/c/d) ;
- ces déficits publics sont financés par l'émission de dette publique (graphique 6a/6b) ;
- cette dette publique émise est achetée par la Banque Centrale dans le cadre du Quantitative Easing (graphique 1 plus haut), contre création monétaire.

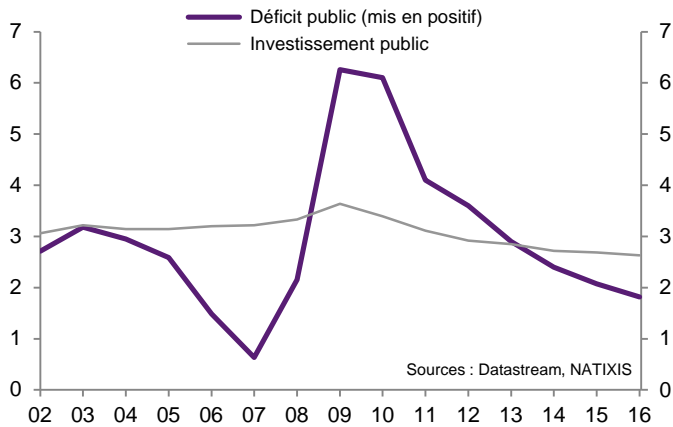
Graphique 5a
Etats-Unis : déficit et investissement publics (en % du PIB valeur)



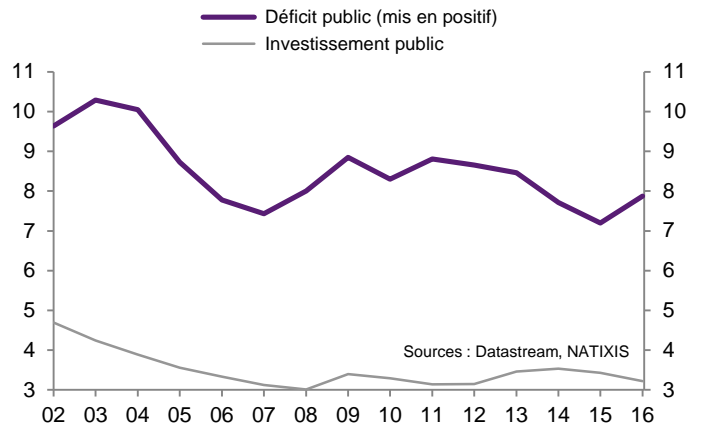
Graphique 5b
Royaume-Uni : déficit et investissement publics (en % du PIB valeur)



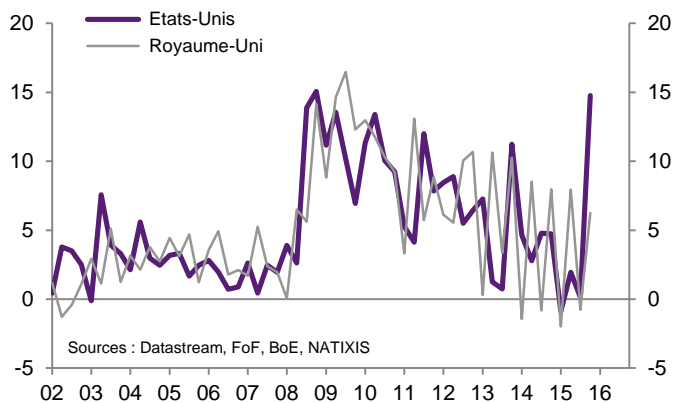
Graphique 5c
Zone euro : déficit et investissement publics
(en % du PIB valeur)



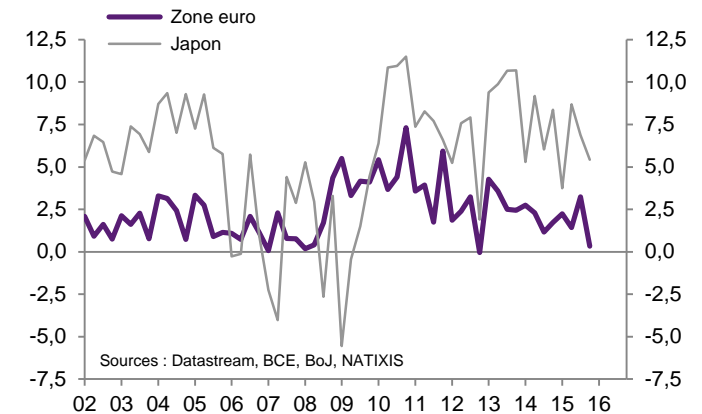
Graphique 5d
Japon : déficit et investissement publics
(en % du PIB valeur)



Graphique 6a
Emissions nettes d'obligations publiques
(en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Emissions nettes d'obligations publiques
(en % du PIB valeur)



Quand on regarde alors le bilan consolidé de la Banque Centrale et de l'Etat (schéma 1 plus haut) on voit qu'il y a :

- hausse du déficit public cumulé ;
- hausse de la quantité de monnaie au passif de l'ensemble Banque Centrale + Etat.

L'émission d'obligations achetées par la Banque Centrale n'apparaît pas dans le bilan consolidé. **Le Quantitative Easing associé à des déficits publics venant des dépenses publiques de transfert est donc bien de l'helicopteur money : il y a création monétaire donnée aux agents économiques bénéficiaires des transferts publics.**

Synthèse : en réalité, le Quantitative Easing n'est pas une « pratique sérieuse »

On pourrait croire que le Quantitative Easing est une « pratique sérieuse » : la Banque Centrale achète des obligations peu risquées des Etats qu'elle met sur son bilan. Mais en réalité, c'est une pratique très « non conventionnelle ». Puisque, on l'a vu, on peut consolider le bilan de la Banque Centrale et le bilan de l'Etat :

- le Quantitative Easing est une vraie monétisation, la dette publique achetée par la Banque Centrale est en réalité annulée ;
- le Quantitative Easing est équivalent à l'helicopteur money, à une distribution directe de monnaie par la Banque Centrale aux agents économiques.