

## **Comment financer un grand emprunt sans alourdir le déficit public ni la dette des générations futures ?**

**Gabriel Galand et Alain Grandjean, 13 novembre 2009**

Source : <http://www.chomage-et-monnaie.org/?p=555#more-555>

Cette question peut sembler absurde, et n'appeler qu'une réponse évidemment négative. Il n'en est pourtant rien comme nous allons le montrer. Il suffit pour s'en convaincre de se souvenir qu'il y a dans le périmètre public des banques possédées par l'Etat. La Banque de France, qui est une banque centrale à part entière, même si, en raison du traité de Maastricht, elle est une succursale opérationnelle de la BCE, est aussi une banque du secteur public français.

De ce fait, on peut soutenir, et c'est ce que nous développons plus loin, que l'achat d'un titre de dette de l'Etat par la banque centrale ou une banque publique équivaut à un prêt d'argent par le secteur public à lui-même. Si cet argent est créé ex nihilo, comme les banques en ont le pouvoir, alors le secteur public est capable de créer de l'argent pour se le prêter à lui-même.

Bien entendu, ce procédé s'apparente à l'utilisation de la planche à billets et soulève plusieurs objections, auxquelles nous répondrons aussi. Disons d'entrée que l'argument le plus fort en faveur de son usage est simplement que toutes les grandes banques centrales le pratiquent, et même à grande échelle depuis le début de la crise actuelle. Seule exception : la BCE et ses succursales. Mais passons maintenant à quelques explications.

### **Que se passe-t-il lorsque la Banque Centrale achète un titre de dette de l'Etat ?**

Lorsque l'Etat emprunte, il émet un titre de dette, habituellement une obligation, portant intérêt, qu'il remet au prêteur. Supposons que, quel que soit ce prêteur, la Banque Centrale lui rachète l'obligation qu'il a reçue. Dans sa comptabilité, elle inscrit ce titre à son actif, et à son passif, elle crédite le compte courant de l'organisme bancaire de l'agent vendeur du titre. Comme tout organisme bancaire, la Banque Centrale, en agissant ainsi, « monétise » l'actif et génère donc la monnaie nécessaire à son paiement. Ce mécanisme n'est que le mécanisme habituel de génération de la monnaie scripturale par le crédit bancaire.

Considérons alors cet état final. La Banque Centrale, c'est-à-dire un organisme bancaire public, se trouve créancier de l'Etat. Tant qu'elle garde cette obligation à son actif, elle en touche les intérêts, qui accroissent son résultat courant. Par conséquent, le déficit public est diminué d'autant, ce qui compense la même dépense d'intérêt par l'Etat. Ce qui sort d'une poche rentre par une autre. Le problème principal que pose la dette publique, à savoir la croissance des charges d'intérêt qu'elle génère, est résolu.

Considérons maintenant le remboursement de la dette. La Banque centrale peut garder cette obligation jusqu'à son terme et s'engager, lorsque le terme échoit, à racheter illico un autre titre de même montant. Elle peut également acheter chaque année plus de titres qu'elle n'en rembourse. L'excédent correspond à la génération monétaire nette de l'année par le secteur public à son propre bénéfice.

Ce mécanisme de rachat de la dette de l'Etat n'a rien de théorique. Il est pratiqué de tous temps par la plupart des banques centrales, et particulièrement par la FED. Celle-ci augmente chaque année son actif de dizaines de milliards de dollars de titres d'Etat en année normale, et de plusieurs centaines de milliards depuis le début de la crise. Certes, la situation des Etats-Unis est particulière, puisqu'ils créent tous les dollars qui se répandent à travers le monde par le déficit commercial et du fait du rôle international de leur monnaie. Mais d'autres banques centrales (notamment les banques centrales anglaise et japonaise) ont également monétisé des sommes très importantes, particulièrement depuis le début de la crise.

Notons que si ces obligations étaient à durée infinie, c'est-à-dire si elles étaient non remboursables, le résultat serait exactement le même. On se rapprocherait ainsi des avances non remboursables que la Banque de France faisait au Trésor jusqu'en 1973.

Enfin, observons que la BCE est la seule banque centrale qui n'achète pas au secteur public de titres d'Etat. Le traité de Maastricht le lui interdit. Mais elle sait faire des exceptions. En Décembre 2008 la BundesBank a acheté (au moins temporairement) pour 1,3 milliards d'Euros d'emprunts du gouvernement allemand qui ne trouvaient pas preneur.

### **Que se passe-t-il lorsqu'une banque publique achète un titre de dette à l'Etat?**

Dans ce cas de figure, les conséquences sont exactement les mêmes que dans le cas précédent, à une différence près. La banque centrale ne peut faire faillite et n'est donc astreinte à aucun règlement prudentiel ni à aucun mécanisme régulateur supérieur. Ce qui n'est pas le cas de la banque secondaire, même publique, qui doit respecter des ratios et dépend de la banque centrale. Traitons ces deux problèmes séparément.

1) La banque doit respecter certains ratios prudentiels, notamment entre ses actifs et son capital. La réglementation prudentielle est en pleine évolution et on ne sait pas encore si les actifs pris en considération seront pondérés par leur niveau de risque ou pas. Les obligations d'Etat étant des actifs parfaitement sûrs, en cas de pondération le ratio prudentiel ne posera pas de problème. Par contre, si le risque n'est pas pris en compte, il faudra renforcer le capital de la banque publique avec une partie de l'argent généré. Par exemple si le ratio prudentiel était de 10%, l'Etat devrait emprunter et faire racheter par la banque 100, puis consacrer 10 à renforcer le capital de la banque, et 90 à d'autres usages.

2) La banque dépend de la banque centrale pour ses mouvements avec les autres banques. Lorsqu'elle achètera les obligations à l'Etat, elle devra créditer le compte du Trésor à la banque centrale du montant correspondant. Ne possédant pas cette monnaie centrale, elle devra se refinancer auprès de la Banque Centrale en lui vendant les obligations ou en les mettant en pension auprès d'elle. Ce mécanisme de refinancement est de pratique quotidienne dans les mouvements financiers entre banques. Ceci est évidemment autorisé par le traité de Maastricht, qui précise même que dans le cadre du refinancement « normal », la BCE peut accepter des titres d'Etat. Les obligations se retrouvent donc à l'actif de la Banque Centrale comme dans le cas précédent.

On se rend compte que dans tous les cas on a besoin de la Banque Centrale. Il est hautement probable que dans notre cas elle s'apercevrait que le mécanisme du refinancement est utilisé pour contourner l'interdiction faite à la BCE de financer directement les Etats, et prendrait donc des mesures pour l'empêcher.

### **Quel mécanisme en France pour financer la relance ?**

Compte tenu des considérations précédentes, nous proposons la création d'une agence équivalente à celle créée pour gérer le plan Marshall, après la deuxième guerre mondiale, et qui a servi à la reconstruction européenne. Appelons là Agence de Financement de la Relance ou AFR. Si l'AFR doit disposer par exemple de 100 milliards d'Euros, les solutions sont dans l'ordre des préférences

1) Le plus simple est que la banque centrale (en fait la BCE) finance directement cette agence en lui ouvrant une ligne de crédit équivalente. Mais la BCE ne pourra vraisemblablement adopter cette solution, car pourquoi ouvrirait-elle une telle ligne pour une agence française et non pour un autre pays ?

2) La solution de rang immédiatement inférieur est que l'Etat français emprunte les 100 milliards et les confie à l'AFR, la Banque de France rachetant toutes les obligations correspondantes, ou que l'AFR émette elle-même ces titres d'emprunt, que la BCE rachèterait de la même manière. Cette solution fait sans doute un peu plus partie des choses possibles, surtout en temps de crise et après le précédent de la Bundesbank évoqué plus haut. Mais elle reste contraire à la lettre du traité de Maastricht. De plus, il serait nécessaire qu'elle bénéficie d'un support par un nombre de pays suffisants, ce qui ne paraît pas facile à obtenir.

3) La solution la moins irréaliste consisterait donc plutôt à faire racheter les obligations (de l'Etat ou de l'AFR) par la Caisse des Dépôts, qui se refinancerait éventuellement auprès de la Banque de France, selon les modalités expliquées plus haut. Le traité de Maastricht ne serait là pas violé.

## Quels sont les objections et les risques ?

D'abord, le procédé contrevient en fait si ce n'est en droit à l'esprit du traité de Maastricht. Il est donc probable que la Banque de France et la BCE fassent tout pour empêcher cette opération. Il faudra alors une forte volonté politique pour leur faire accepter une opération qui pourtant n'a pour but que de contourner leur opposition à un procédé que les autres banques centrales pratiquent couramment.

Ensuite, chaque fois qu'on invoque une création monétaire à laquelle l'Etat est mêlé, le risque inflationniste est mis en avant. Une inflation se produirait automatiquement, qui obligerait les banques centrales à relever les taux d'intérêt et à tuer la croissance. Pourtant, on ne parle jamais de ce risque inflationniste lorsque le crédit facile permet aux agents économiques de créer autant de monnaie, voire plus, via les banques secondaires.

En réalité, l'inflation ne se produit que si la demande supplémentaire se porte sur une offre qui ne peut suivre cette demande. En période de crise et donc de capacités productives excédentaires, cette contrainte de l'offre ne peut se rencontrer dans l'économie « courante », mais elle peut se rencontrer dans les actifs réels et financiers. Une telle bulle est, là, tout à fait possible. Mais on dispose de moyens pour la juguler. Ces moyens peuvent être réglementaires, par taxation des gains, ou monétaires, en retirant des liquidités du marché sans augmenter les taux d'intérêt. La FED montre ces temps-ci comment faire. D'un côté elle garde ses taux d'intérêt à court terme très bas (proches de zéro), de l'autre elle retire une grande quantité de liquidités en pratiquant la « prise de pension inverse » (reverse repurchase agreement) sur le marché « tripartite » (1) qui consiste à vendre des titres avec promesse de rachat. Elle prévoit de retirer ainsi 500 milliards de dollars en 2010 (2). Notons qu'elle collecte ces liquidités auprès des investisseurs, ce qui vise directement la demande spécifiquement responsable de l'inflation d'actifs.

On peut aussi noter que l'effet inflationniste dépend fortement des agents économiques qui reçoivent les nouveaux moyens de paiement et des effets des investissements financés. Si par exemple l'emprunt finance un investissement qui élimine un goulot d'étranglement, l'effet est plutôt déflationniste qu'inflationniste.

Une autre objection est qu'une telle relance, en relançant la consommation, détériorerait la balance commerciale. On peut répondre qu'ici aussi tout dépend de ce que finance le plan. Cependant, il est clair que toute expansion, si le plan réussit, détériore dans un premier temps la balance commerciale. Mais on ne peut vouloir tout et son contraire. Si l'expansion conduit dans notre pays à une balance commerciale déficitaire, il faut traiter ce problème en soi, et non renoncer à l'expansion.

Enfin la dette de l'Etat n'est pas formellement diminuée par notre procédé. Toutefois, nous avons montré que la dette détenue dans le secteur public pouvant être rendue indolore. Il conviendrait donc de partager la dette en 2 parties, seule la dette sortie du secteur public étant réellement dommageable pour le budget de l'Etat et pour les générations futures.

Au total nous proposons le recours à un mécanisme simple et efficace, que seuls des dogmes obscurs empêchent d'employer, et qui serait un puissant accélérateur de sortie de crise.

---

(1) Le marché tripartite est plus large que celui des intermédiaires financiers agréés, car ceux-ci détiennent le titre en garantie mais l'acheteur est sur tout marché financier.

(2) Source :RGE Monitor (site de Nouriel Roubini)