

---

# **Manifeste des économistes déterrés**

**avec John-Maynard Keynes, Milton Friedman, Henry Simons,  
Irving Fisher, Maurice Allais, Hyman Minsky, Joseph Schumpeter...**

**Pour une sortie de crise sans violence,  
équitable et progressive**

**d'après les travaux de Lord Adair Turner,  
Steve Keen et Michael Kumhof**

Gérard Foucher

Gérard Foucher - Juin 2013  
Licence Creative Commons CC-BY

Du même auteur :  
Les secrets de la monnaie - Changer la monnaie pour changer le monde  
<http://libertybooks.eu>

Contact :  
gerardfoucher@gmail.com  
Tél : 06 08 94 00 22

**N**ous sommes face à une crise qui dure à ce jour (juin 2013) depuis plus de cinq années. Cette crise porte désormais un nom : La Grande Récession.

Depuis 2008, les conséquences ont été dramatiques non seulement d'un point de vue économique et financier, mais aussi au niveau humain. La Grande Récession a fini par atteindre les entreprises, les États, les ménages, les personnes. Le monde entier souffre.

L'Histoire retiendra probablement ces quelques années comme une période de crise majeure, mais selon ce que nous en ferons, il est aussi possible que l'Histoire s'en souvienne comme d'une période d'évolution profonde.

Pauvreté, inégalités grandissantes, chômage, montée des extrémismes, défiance généralisée, conflits, corruption... les symptômes sont partout, visibles comme le nez au milieu de la figure.

Mais avons-nous vraiment identifié la nature de la maladie ? Avons-nous fait un diagnostic précis, exact ? Les remèdes que nous utilisons sont-ils bien adaptés, efficaces ? Est-il possible d'avancer un pronostic, de proposer des traitements inédits ?

Telles sont les questions auxquelles nous allons essayer de répondre ici.

## Résumé

Cet article se propose de démontrer que la quantité de monnaie en circulation, particulièrement la quantité de monnaie bancaire issue des attributions de crédit par les banques ordinaires, constitue un élément essentiel de l'apparition des périodes cycliques d'euphorie et de dépression qui semblent caractériser les économies monétaires.

S'appuyant sur les travaux aussi bien passés que contemporains d'une série d'économistes reconnus, cet article propose un certain nombre de réformes pouvant constituer, si elles sont appliquées avec le sérieux et les précautions nécessaires, des stratégies efficaces de sortie de crise et de retour à un nouvel équilibre économique de long terme.

Dans les années trente, c'est-à-dire au plus fort de la précédente crise globale majeure, un certain nombre d'analystes avaient étudié et proposé des réformes similaires, entre autres la séparation définitive de l'activité de crédit (qui ne devait reposer que sur la transmission d'épargne existante et non sur une création de crédit *ex nihilo*) et de l'activité de sauvegarde des dépôts (qui devaient être garantis à 100%).

Ces « Grands Anciens » énonçaient les effets attendus de la réforme proposée :

1. Aplatissement des cycles d'euphorie et de dépression.
2. Élimination des risques de panique bancaire.
3. Réduction ou disparition totale de l'endettement public.
4. Réduction de la dette privée.
5. Transformation de toute monnaie temporaire issue de la dette par de la monnaie permanente libre de dette.

Cet article démontre ces résultats et prolonge ces analyses. Il insiste sur la nécessité à la fois éthique, économique et pragmatique de mettre à l'étude une nouvelle forme de distribution monétaire respectueuse des libertés individuelles et de l'équité des individus face à la monnaie. Il introduit à cet effet le concept de "Quantitative Easing for the People", (en français "Assouplissement quantitatif pour la population"), ou QE4People<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> prononcer : Q E for people

# Notions préliminaires

## Le rôle central de la monnaie

La monnaie, en tant que moyen d'échange et réserve de valeur créés par les mécanismes du crédit bancaire, n'est pas un élément neutre dans le fonctionnement de l'économie.

Bien au contraire, la monnaie de crédit et la dette qui l'accompagne sont deux éléments essentiels de l'évolution de l'économie, de l'activité et de la courbe du chômage. Il existe une relation essentielle entre la croissance de l'endettement, la monnaie, l'investissement et l'activité.

L'évolution de la demande agrégée, et donc le niveau de l'activité, dépendent de l'évolution du niveau d'endettement, qui n'est rien d'autre que la contrepartie de la quantité de monnaie en circulation. Par conséquent, le jeu de va-et-vient entre investissement et création monétaire endogène par création de pouvoir d'achat nouveau est un facteur majeur d'instabilité. L'accélération de la dette pendant les montées et la décélération pendant les descentes est un aspect essentiel de la formation du cycle.

## Crédit et endogénéité de la monnaie

*« Dans le monde réel, les banques émettent du crédit, créant de ce fait des dépôts, et cherchent les réserves après... les réserves que le système bancaire est tenu de conserver sont prédéterminées par le niveau de dépôts qui existait deux semaines plus tôt. »<sup>2</sup> (Holmes 1969)*

L'expérience confirme depuis longtemps que la création simultanée de crédit et de monnaie de dépôt est endogène et que cette création est antérieure à la création des réserves.

*« La différence  $M2 - M1$  précède le cycle d'environ 3 trimestres... Le fait que  $M1$  soit temporellement corrélé au cycle alors que  $M2$  le précède suggère que les contrats de crédit pourraient jouer un rôle significatif au sein d'une future théorie du cycle économique. » (Kydland 1990)*

Mais ces réalités ne suffisent pas. Il faut également prouver qu'il existe un lien réel entre les variables monétaires et l'évolution de l'économie réelle.

C'est Schumpeter qui, le premier, a eu l'intuition que ce lien existait et que les dépôts provenaient, non pas d'une épargne préalable mais d'une création *ex nihilo* de nouveau pouvoir d'achat, devenant ainsi une source majeure de fonds nouveaux pour les investissements des entreprises. Il avait identifié ce processus de création simultanée d'un dépôt et d'une dette qui permet d'enrichir un emprunteur sans diminuer les capacités de dépense d'un épargnant. (Schumpeter 1934)

Cet argument théorique est confirmé par les études empiriques. On observe en particulier une corrélation de 0,79 entre l'endettement agrégé et l'investissement agrégé des entreprises. (Fama 1999a)

On peut en conclure que le secteur bancaire est un créateur essentiel de financement par expansion endogène de la masse monétaire, notamment par le biais des investissements des entreprises, et qu'à ce titre il est un élément vital de la croissance d'une économie.

---

<sup>2</sup> Le décalage est aujourd'hui d'environ 30 jours.

## **Dette et grands agrégats**

Au niveau mondial, dans une économie monétaire, les comptes sont nécessairement équilibrés. Chaque montant vient de quelque part et va quelque part. En conséquence, si l'on agrège par exemple pour un pays donné : le secteur privé, le secteur public et le secteur extérieur (le reste du monde), l'équilibre est nécessairement à zéro.

Le solde (surplus ou déficit) du secteur public est nécessairement égal au solde du secteur privé + le solde de la balance commerciale.

Donc, par définition, on peut en déduire que, si l'on veut par exemple :

1. que le secteur privé fasse un surplus ou soit équilibré (ce qui est a priori pour lui une condition indispensable de survie)

et

2. que le secteur public soit équilibré ou tout au moins que son déficit soit inférieur à 3% du PIB (ce qui serait le souhait actuel des autorités européennes),

alors il faudra obligatoirement que la balance commerciale soit positive d'au moins 3%, c'est-à-dire que les exportations soient supérieures aux importations d'au moins 3%.

De même, si le secteur privé est en surplus et que la balance extérieure est négative - ce qui est le cas pour la plupart des pays européens à part l'Allemagne - alors il est par définition nécessaire que le secteur public soit en déficit.<sup>3</sup>

Inversement, si, en présence d'une balance commerciale régulièrement négative, on prend des mesures pour limiter ou interdire le déficit public, alors le secteur privé sera obligé de se mettre en déficit, ce qui constitue un indice certain d'une récession à venir, car pour le secteur privé, « se mettre en déficit » signifie s'endetter au-delà de son cash flow, c'est-à-dire perdre de l'argent de jour en jour. Et il est impossible que les entreprises et les ménages puissent dépenser plus qu'ils ne gagnent pendant bien longtemps.

Il conviendra donc de considérer que l'indicateur le plus pertinent d'une crise à venir ou déjà entamée, est l'évolution du ratio de l'endettement privé par rapport au PIB.

Nous concluons avec Steve Keen de la façon suivante :

« La variation de l'endettement fait varier la demande agrégée. » (Keen 2013)

Autrement dit, si la dette augmente, la demande augmente, et si la dette diminue, la demande diminue.

La demande agrégée ne varie pas seulement en fonction des revenus agrégés, mais aussi en fonction de la variation de l'endettement, qui peut alors venir financer non seulement l'investissement et la dépense, mais aussi la spéculation sur les actifs réels et les actifs financiers.

NB : S'il est vrai que, dans une économie non monétaire, la demande globale est nécessairement égale à l'offre globale, ce n'est pas le cas dans une économie où le secteur bancaire peut créer de la monnaie endogène (qui est aussi le passif du secteur bancaire envers les secteurs privé et public).

### **La demande agrégée est égale au revenu + la variation de l'endettement.**

Si la croissance de l'endettement ralentit, celle-ci se manifeste aussitôt par un déclin de la demande. C'est ce qui s'est produit fin 2008.

L'accélération/ralentissement de la dette, que Keen appelle « Credit Accelerator » (Keen 2012) agit de manière déterminante non seulement sur la vélocité de la monnaie, mais aussi sur son volume, ce qui influence en conséquence le niveau de la production, et donc le niveau de l'emploi.

---

<sup>3</sup> « Les banques ne créent pas assez de monnaie » par conséquent, « Nous devons le faire à leur place. Les bilans privés se contractent, et donc c'est le secteur public (État + BC) qui doit porter le fardeau. » Mervin King, discours de Cardiff, 23 octobre 2012

La corrélation entre cet indicateur, la courbe de l'emploi et celle du prix des actifs est frappante et démontre qu'une accélération de l'endettement privé est un indicateur très fiable de l'approche d'une crise financière. (Keen 2013)

Pour le cas présent, on peut déduire de ceci que la récession ne cessera pas tant que les ratios d'endettement ne seront pas revenus à des niveaux moins insoutenables qu'aujourd'hui, ce qui, compte tenu des niveaux actuels qui ont mis plus de 20 ans à se constituer, suppose une période de désendettement et donc de stagnation et de sous-emploi s'étalant sur un nombre d'années équivalent. Il serait donc intéressant de se pencher sur des solutions à terme plus court.

### **Surendettement et récession : la chaîne de causalité**

Selon l'analyse de Irving Fisher (Fisher 1936), un état de surendettement aura pour effet une incitation à la liquidation, déclenchée par l'inquiétude soit des débiteurs, soit des emprunteurs, soit des deux à la fois. Dès lors, se mettent en place la chaîne de causalité suivante en 9 points :

1. La liquidation des dettes entraîne des ventes en urgence et
  2. une contraction de la monnaie de dépôt quand les prêts sont remboursés, et une réduction de la vélocité de circulation, qui causent
  3. une chute du niveau général des prix, autrement dit un gonflement de la valeur de la monnaie, qui entraîne
  4. une chute de la valeur nette des entreprises, qui entraîne des faillites et
  5. une chute des profits qui pousse les agents, désormais non-rentables, à
  6. déposer leur bilan ou réduire leur production, leur activité et leur force de travail. Ces faillites, ces pertes et cette augmentation du chômage mènent à
  7. la perte de confiance et au pessimisme, ce qui incite les agents à
  8. augmenter leur épargne et à réduire leur consommation, ce qui ralentit encore la quantité et la vélocité de la monnaie en circulation.
- Corollairement, les 8 changements ci-dessus causent
9. des variations complexes du niveau des taux, en particulier une chute des taux nominaux (en termes de monnaie) et une hausse des taux réels (en terme de valeur d'actifs).

La dette et la déflation expliquent donc très efficacement un grand nombre de phénomènes d'une manière très simple et logique. (Fisher 1933)

L'enchaînement causal décrit ci-dessus par Fisher comporte certainement bien d'autres effets interconnectés. L'un d'entre eux doit être souligné : la baisse de la quantité de monnaie en circulation (par aspiration des dépôts) et la baisse concomitante de la vélocité de circulation font directement chuter l'activité.

Fisher précise que l'une des meilleures preuves de cette relation est le fait que dès qu'une monnaie locale est injectée sans endettement simultané dans une économie locale, aussitôt l'activité et le commerce reprennent, sans la moindre augmentation des prix.

### **Surendettement et désendettement : le « paradoxe de Fisher »**

Lors d'un désendettement général entraînant une contraction de la masse monétaire et donc de l'activité, la liquidation des dettes n'arrive pas à compenser la diminution des revenus causée par la diminution de l'activité.

En conséquence le rapport dette/revenus ne diminue pas, au contraire, il a même tendance à augmenter. En se désendettant, les agents se retrouvent dans une situation encore moins enviable qu'auparavant. La liquidation est donc en quelque sorte un suicide à petit feu. Le nombre d'unités monétaires à rembourser diminue effectivement, mais la valeur relative de la dette augmente car la chute des revenus est supérieure à la baisse de la dette.

Irving Fisher résume brillamment ce tragique paradoxe : « Plus les emprunteurs remboursent, plus ils s'endettent. » (Fisher 1936)

Si personne ne met en oeuvre un effet de frein à ce naufrage de l'économie, la dépression ne peut que s'aggraver et s'éterniser. À la fin, après de nombreuses années et après que la plupart des entreprises et des ménages se soient retrouvés en banqueroute, l'endettement finit peu à peu par être compensé ou annulé. C'est alors une lente et prudente reprise qui ne pourra que mener à la crise suivante. Ceci est la sortie « par le bas » de la dépression, qui entraîne inévitablement beaucoup de misère, de malheur et de morts.

### **Macroéconomie, instabilité et « Finance Ponzi »**

Hyman Minsky nous permet d'étudier l'économie monétaire d'un point de vue encore plus profond. Les principes qu'il décrit sont les suivants :

1. Nous devons envisager la possibilité qu'une économie capitaliste puisse passer par des états instables.
2. L'un de ces états peut être un désir d'accélération des investissements, et par conséquent un besoin croissant de financement.
3. Un autre de ces états peut être une chute de la croissance des financements causant une déflation monétaire qui peut mener à de graves dépressions. (Minsky 1969 et 1982)

Minsky décrit par ailleurs la possibilité de l'émergence d'un phénomène curieux qu'il nomme « Finance Ponzi ».

La possibilité de se financer auprès du secteur bancaire *ex nihilo*, et d'utiliser ainsi la fonction de transformation de maturité de celui-ci pour « se faire créer » du pouvoir d'achat nouveau incite à la prise de risque.

Au début d'un cycle, les investissements sont soigneusement sélectionnés sur des critères de rentabilité et de sécurité. La plupart des projets financés sont donc des projets réussis, et l'économie croît. Les entrepreneurs comme les banquiers découvrent que les dettes sont remboursées facilement. En conséquence, leur aversion au risque diminue : on peut "prêter" plus, pour plus de projets. En conséquence, les investissements deviennent plus faciles et se multiplient : on peut financer des projets plus importants, faire des offres d'achat plus hautes. Le prix des actifs commence à monter. C'est l'euphorie.

Peu à peu, les ratios de liquidité diminuent, ce qui génère une diminution globale de la liquidité des firmes et les rend plus fragiles en cas de montée des taux, ce qui se produit inévitablement, même sans intervention des Banques Centrales, car les titres de dette à faible rendement, donc plus liquides, perdent de la valeur face à l'émission de contrats à plus haut risque. Cette hausse du coût du crédit ne ralentit pas l'euphorie, car les espoirs de gain augmentent eux aussi plus rapidement.

C'est là qu'apparaît la Finance Ponzi, que Minsky définit ainsi : « Un contrat spéculatif de financement pour lequel les revenus sont inférieurs au coût de la dette. Il est donc indispensable, pour assurer les engagements de paiement, soit d'emprunter à nouveau, soit de vendre des actifs. »

Le service de la dette est donc supérieur aux recettes, mais heureusement le capital financé « prend de la valeur », et permet soit d'emprunter pour assurer le paiement des intérêts à

court-terme, soit de tenir en attendant de tout rembourser. Le système ne prospère que tant que tout le monde espère que les prix des actifs vont continuer à augmenter.

L'augmentation des taux et du ratio dette/revenu fragilise l'équilibre financier des emprunteurs. Les projets réputés sûrs deviennent spéculatifs et les projets spéculatifs deviennent Ponzi. Certains agents sont contraints de vendre leurs actifs pour sortir du cercle vicieux. Ce sont ces premières ventes qui font éclater la bulle.

Soudain les prix cessent d'augmenter et commencent à chuter. Rapidement, les ventes suivantes ne peuvent plus couvrir les besoins immédiats de liquidités. Les banques se rendent compte que le risque de défaut sur les emprunts en cours augmente, et augmentent en conséquence leur taux sur les nouveaux emprunts. Le crédit devient une denrée plus rare et plus chère. Les débiteurs, mis face à leur besoin encore accru de liquidité, sont contraints de vendre de plus belle. Le marché est saturé. L'euphorie se transforme en panique.

Le problème de fond est l'insuffisance du flux de revenu qui ne compense pas le coût de l'endettement, et le fait que ce désendettement forcé et non-compensé soit en réalité une immense destruction de monnaie qui vient diminuer la masse monétaire elle-même.

Les agents qui se retrouvent dans cette situation n'ont plus guère de choix. Ils peuvent soit tenter d'augmenter leurs recettes (en diminuant leurs marges aux dépens de leurs concurrents), soit décider de déposer leur bilan, soit encore liquider leurs actifs. Dans les trois cas, l'effet est de faire chuter les prix et de creuser encore la dépression. Le problème de la destruction de la masse monétaire n'est pas résolu.

Dans les pays disposant d'un système de sécurité sociale développé, les autorités publiques se retrouvent obligées de financer un déficit plus important, ce qui dans un premier temps compense la destruction de la masse monétaire et amortit un peu la chute. Mais ce n'est pas suffisant. La destruction de valeur touche l'économie réelle elle-même, et sa contrepartie monétaire...

### **L'économie peut-elle proposer une vision pour l'avenir ?**

*« Il est certain qu'il existe une forte pression morale contre l'émission de monnaie papier [ou immatérielle] ; mais cela ne fait qu'inciter à utiliser cet expédient inélégant qui consiste à payer les banques pour faire la même chose. » (Simons 1936)*

Pour assurer une pression morale inverse à celle que décrit Henry Simons dans la citation ci-dessus, on peut imaginer que la science économique parvienne un jour à faire une analyse précise des problèmes récurrents auxquels les sociétés monétaires sont régulièrement confrontées.

Il sera alors possible de comprendre que l'émergence de crises à répétition ne provient pas de faux coupables comme le capitalisme ou le néo-libéralisme, mais plus simplement d'une profonde méconnaissance des mécanismes de la création et de la distribution monétaires, et en particulier de la confusion entre monnaie moyen d'échange neutre entre citoyens et monnaie-crédit, dette privée mise en circulation par un secteur privilégié de l'économie. Une fois réalisée la compréhension de ces phénomènes, il sera possible de rétablir la fonction première de la monnaie, à savoir une comptabilité mutuelle acentree et symétrique librement acceptée entre individus.

De nouvelles règles de création et de distribution pourront alors être proposées, des règles simples, bien définies, conformes à l'éthique, et capables de se refléter dans une volonté populaire forte et raisonnable.



Ces nouvelles règles devront permettre l'égalité de tous les citoyens devant la monnaie, quel que soit leur âge et leur condition, dans le respect de la liberté de chacun. Elles pourront même si c'est possible, avoir tendance à réduire les inégalités plutôt qu'à les augmenter.

À ce titre, une recherche destinée à découvrir et à étudier les règles futures fixant l'émission et la distribution monétaire mérite à coup sûr toute notre considération.

# 1ère partie

## Analyse

*"La crise économique est une crise de la pensée économique."*

*Dominique Plihon – États Généraux de l'Enseignement de l'Économie (6 avril 2013)*

### Présentation

À l'époque des premiers chocs qui allaient entraîner la Grande Récession, c'est-à-dire en 2007 - 2008, aucun économiste ou presque n'a su prévoir, ni même imaginer, à quel point l'ensemble de l'économie et de l'activité humaine allait être bouleversé.

Les analyses les plus brillantes et les plus officielles, fussent-elles en provenance du FMI, de la Banque Mondiale, des instances gouvernementales ou de l'OCDE, annonçaient une reprise imminente et vigoureuse pour les mois à venir.

L'élément essentiel qui a été occulté dans toutes ces analyses est l'influence essentielle de l'évolution de la masse monétaire et de l'endettement des agents économiques sur le niveau d'activité.

Ce point aveugle démontre qu'il existe bien une déficience cognitive persistante dans la pensée économique au niveau du lien entre conditions macroéconomiques, monnaie et stabilité.

Dans l'état actuel des choses, l'économie européenne est en retard d'environ 10% sur les niveaux qu'elle aurait pu atteindre si la croissance qui régnait en 2007 avait continué sur sa lancée. Par ailleurs, une reprise même modeste mettrait entre 5 et 10 années à nous remettre au niveau de prospérité de 2007. On peut parler d'une dizaine d'années de rétablissement, au mieux.

Il est donc vital d'essayer de comprendre ce qui s'est passé, d'analyser les erreurs commises, et de tenter de reconstruire notre système monétaire et financier sur des bases plus logiques, plus saines, et plus constructives.

Le moment est très opportun d'envisager des solutions créatives, peut-être même audacieuses. Nous souhaiterions éviter de confirmer la phrase d'Albert Einstein :

*"Insanity is doing the same thing over and over again and expecting different results."*

En français : "La folie, c'est refaire toujours la même chose en espérant des résultats différents."

### Monnaie-Dette : bug ou fonctionnalité ?

La masse monétaire évolue en fonction directe de la différence entre la masse de crédit produite et la masse de crédit remboursée. Dans une économie où la monnaie en circulation est de la monnaie privée émise par le crédit bancaire, et dans un système fermé tel que l'économie mondiale, la quantité de crédit en cours est égale à la masse monétaire.

C'est un cas tout à fait particulier de fonctionnement qui a des conséquences majeures sur l'ensemble de l'économie et son fonctionnement. Un tel système possède sans aucun doute des avantages importants pour la petite partie de la population qui en édicte les règles et qui en

contrôle l'application. En revanche, il entraîne des conséquences particulièrement négatives pour une large majorité de la population.

Il est donc de notre devoir, en tant que citoyens et chercheurs, de proposer des alternatives à ce système intrinsèquement déséquilibré.

Avant le début de la crise, tout le monde était à peu près d'accord pour reconnaître la nécessité d'une indépendance totale des Banques Centrales au niveau de l'application des décisions concernant la politique monétaire.

Les Banques Centrales possédaient en conséquence tout pouvoir pour décider des objectifs fondamentaux de la politique monétaire, et avaient orienté toute leur politique sur le contrôle de l'inflation, et rien d'autre. Un consensus fort, qui privilégiait mécaniquement les fourmis aux dépens des cigales, c'est-à-dire les accumulateurs de richesse au détriment du reste de la population, régnait.

Aujourd'hui, face aux incertitudes et aux souffrances, tout a changé. Le débat est lancé entre les tenants d'un objectif d'inflation moins strict, d'un objectif de niveau des prix, de croissance, d'activité, et même de lutte contre le chômage.

C'est un débat fondamental.

### **Outils et objectifs, le tabou de la création monétaire**

La question des objectifs, toute importante qu'elle soit, ne doit cependant pas prendre le pas sur la question des outils à utiliser pour les atteindre. On peut très bien se fixer des objectifs de croissance ou de niveau d'emploi, et les atteindre par des politiques destructrices ou dangereuses.

Il convient donc d'étudier soigneusement les outils disponibles pour stimuler la demande monétaire globale et éventuellement tenter une sortie de crise « par le haut » au lieu d'attendre une résorption naturelle longue et douloureuse. Il existe plusieurs catégories d'outils : des outils monétaires, des outils prudentiels, des outils fiscaux, les taux d'intérêts, le QE, la relance du crédit. Et en dernière extrémité, la création monétaire elle-même.

Notre argument sera que la possibilité même de recourir à la planche à billet, ou plutôt au « clavier à monnaie » doit être aujourd'hui envisagée avec tout le sérieux possible. En effet, il nous semble capital pour la clarté du débat et pour la logique intellectuelle qui le sous-tend que les arguments pour ou contre toute politique économique puissent être présentés et défendus, quand bien même ceux-ci seraient contraires ou défavorables à l'ordre précédemment établi.

Dans toute situation, *a fortiori* quand celle-ci menace d'engendrer des drames humains aux conséquences incalculables, il est important de savoir se dégager des idées préconçues, surtout quand celles-ci se sont révélées être, soit inefficaces, soit même à l'origine directe des problèmes constatés.

Il n'est pas exclu que des circonstances exceptionnelles nous obligent dans un futur plus ou moins proche à appliquer des solutions exceptionnelles.

La réflexion que nous proposons aujourd'hui, effectuée à froid et hors de la pression des événements, permettrait d'échapper aux conséquences néfastes et aux dangers qu'une mise en place dans l'urgence et la tourmente ne manquerait pas d'occasionner.

L'idée même d'utiliser l'outil de la création monétaire pure pour restaurer les flux de revenu et de dépense est depuis toujours soumise à un très fort ostracisme, parfois même à un

profond dénigrement. Il est tout à fait naturel de la part d'une pensée dominante de vouloir conserver en l'état un système avantageux pour elle.

D'autre part, on ne peut pas nier qu'il existe effectivement certains dangers à utiliser cet outil, et même des dangers certains.

En effet, quand la monnaie devient ce qu'elle est devenue depuis l'abandon de l'étalon-or, à savoir un simple jeu d'écritures comptables sur des écrans d'ordinateurs, la seule valeur qui puisse en garantir l'existence est la puissance de taxation et de monopole de l'État qui s'en porte le garant.<sup>4</sup>

Or, comme des événements récents nous en ont apporté la preuve (Chypre 16/03/2013), la seule garantie de ce type de monnaie ne peut être que l'existence même des citoyens qui l'utilisent, c'est-à-dire l'existence du travail qu'ils ont été, sont ou seront capables de fournir, ou de s'engager à fournir, au profit de la société ou au service de l'État, c'est-à-dire *in fine* leur propre capacité de production passée, présente ou future.

La conclusion de cette observation est la suivante : le fait de confier la décision de produire de la monnaie à une organisation particulière ou à un secteur privilégié, fût-il le plus puissant financièrement (le secteur bancaire) ou institutionnellement (l'État), crée inévitablement une inégalité de fait entre émetteurs et usagers.

La monnaie, en toute logique, ne peut donc être que la création des êtres humains qui l'utilisent. C'est en tous cas la conclusion que nous nous proposons de soutenir dans le présent texte.

## Références : les « Grands Anciens » et les contemporains

Nous nous appuyerons pour cette étude sur les travaux de plusieurs économistes dont la compétence a été abondamment validée par la profession, entre autres :

Henry Simons<sup>5</sup> et Irving Fisher<sup>6</sup>, qui affirmaient dès les années trente que les gouvernements étaient tout à fait fondés à prendre des décisions monétaires concernant les injections et les retraits de monnaie et à les appliquer au moyen de leurs politiques fiscales ;

Ben Bernanke, qui en 2003, proposait clairement, à propos du Japon, de financer des réductions d'impôt par de la création monétaire pure ;<sup>7</sup>

Milton Friedman, qui, en 1948<sup>8</sup>, envisageait que les dépenses du gouvernement puissent être entièrement financées par de la création monétaire pure, c'est-à-dire par une émission de Bons du Trésor non porteurs d'intérêt, transformés immédiatement en monnaie permanente par la Banque Centrale. (C'est le même Milton Friedman qui, dans un autre ouvrage<sup>9</sup> avait inventé l'expression « Helicopter Drop of Money », reprise récemment par plusieurs économistes et commentateurs<sup>10</sup> sous le nom de « Helicopter Money » pour désigner l'approche consistant à distribuer la monnaie directement dans le flux des revenus, c'est-à-dire dans les poches des citoyens) ;

---

4 Nous ne remettons pas ici en question la légitimité du monopole de la contrainte détenu par l'État. L'urgence de la situation économique nous oblige à proposer des solutions qui peuvent s'insérer immédiatement dans le cadre existant.

5 Simons, Henry - Rules Versus Authorities in Monetary Policy, *The Journal of Political Economy*, Vol 44, No1, p 1-30, Feb. 1936.

6 Fisher, Irving - The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1933, 1 (4) Pg 337-357.

7 Bernanke, Ben - Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, Tokyo, May 2003

8 Friedman, Milton - A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability - *The American Economic Review*, Vol. 38, No. 3. (Jun., 1948), pp. 245-264

9 Friedman, Milton - *The Optimum quantity of Money* – 1949

10 Entre autres Anatoly Kaletsky, Steve Keen, Martin Wolf, Patrick Artus, Adair Turner...

John Maynard Keynes<sup>11</sup>, qui préconise la même approche, avec toutefois une différence de taille. Il invente le concept de « Buried Money », qui consisterait à remplir de vieilles bouteilles avec de la monnaie nouvelle et à enfouir celles-ci dans des mines de charbon désaffectées, afin que par le jeu de la libre entreprise, les citoyens les découvrent, les exhument, et profitent ainsi de ce nouveau revenu pour relancer l'économie et résorber le chômage ;

Adair Turner<sup>12</sup>, ancien régulateur pourtant totalement élevé au sein du système existant, qui dans ses discours les plus récents, s'approche de plus en plus de ces propositions ;

Steve Keen<sup>13</sup>, qui les a théorisées sur les bases les plus scientifiques et les plus mathématiquement solides.

Michael Kumhof<sup>14</sup>, qui en a étudié la mise en œuvre pratique au sein du système existant à ce jour, sur la base des propositions des « Grands Anciens » précédemment cités.

Il existe chez tous ces économistes réputés un étonnant consensus qui tendrait à prouver que la réponse la plus efficace pour atteindre une meilleure stabilité économique serait un contrôle plus efficace de la masse monétaire en circulation, et donc de l'émission de crédit bancaire *ex nihilo*. Les moins audacieux affirment qu'il existe des circonstances où il serait nécessaire, et même fructueux, de créer de la monnaie pour l'injecter directement dans le flux des revenus. Une telle affirmation est certainement étonnante, peut-être même révolutionnaire, mais quand des économistes du niveau de Friedman, Keynes, Simons, Fisher, Bernanke, Turner, Keen et Kumhof arrivent tous à la conclusion qu'un certain type de solution doit, dans certaines circonstances, être envisagé, il est clair que la seule aventure risquée serait de NE PAS étudier leurs analyses.

## Plan

Nous allons dans un premier temps explorer les relations entre la monnaie, la dette, la masse monétaire et la stabilité économique. Relations dont la méconnaissance a été, nous le verrons, la cause majeure de l'endettement irresponsable qui a mené à l'explosion en 2008 de la bulle immobilière et financière en formation depuis plus de cinquante années, causant ainsi la Grande Récession dans laquelle nous sommes présentement englués.

Nous étudierons le rôle essentiel que jouent l'endettement et le désendettement des agents dans l'apparition des cycles d'euphorie et de dépression qui caractérisent le système actuel. Puis nous préciserons la racine monétaire de l'endettement exponentiel que nous constatons dans la réalité des faits.

Nous présenterons ensuite les différents outils non-conventionnels qu'évoquent les spécialistes cités, et nous en étudierons en profondeur les effets prévisibles aussi bien positifs que négatifs.

Nous terminerons par une proposition précise de mise en œuvre d'une nouvelle forme de distribution monétaire à court et à long-terme, dénommée "Quantitative Easing for the People" (en français "Assouplissement quantitatif pour la population") ou QE4People (prononcer : « Q E for people »).

---

11 Keynes, John Maynard - The General Theory of Employment, Interest and Money, Chapter 10, Section 6 (1936)

12 Turner, Adair, 2012: Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from some old Economics Texts, South Africa Reserve Bank

13 Keen, Steve, S., 2011: A monetary Minsky model of the Great Moderation and the Great Recession., J. Econ. Behav. Organ. (201

14 Benes, Jaromir and Michael Kumhof: The Chicago Plan, Revisited, IMF Working Paper, WP/12/202, August 2012

## **Le cadre**

En amont de toute argumentation, précisons le cadre temporel de notre analyse, à savoir la situation actuelle, un moment du cycle économique où la demande globale reste largement insuffisante pour assurer le plein emploi, et où les capacités de production stagnent depuis plusieurs années entre 70 et 80%.

Nous choisirons comme prémisses au raisonnement les éléments suivants :

1. Face au danger de conflits sociaux, politiques et géopolitiques qu'entraîne la persistance du ralentissement de l'activité globale, la reprise de celle-ci est vivement souhaitable.
2. Ce présupposé ne signifie aucunement que la reprise de la croissance soit souhaitable ou souhaitée. Le but de notre raisonnement est de viser en premier lieu une reprise de l'activité nécessaire et suffisante pour retourner la tendance récessive de l'économie globale, afin d'atteindre un nouvel équilibre à long-terme qui pourra déboucher sur toute politique économique ultérieure, équilibre, croissance ou décroissance, selon les choix collectifs ou individuels qui pourront être effectués le moment venu.

## **Les outils**

Quels sont donc les outils d'action dont nous disposons à ce jour pour relancer l'activité globale et préparer ainsi une sortie de récession ?

1. Politique fiscale (déficit, équilibre ou surplus)
2. Politique monétaire (fixation des taux d'intérêts, assouplissements quantitatifs)
3. Règles prudentielles (ratios de liquidité et de solvabilité)

Ces outils ont, ou peuvent avoir, un effet sur la demande globale, et par conséquent sur l'évolution du niveau de l'activité, de l'emploi et/ou de la production.

Reste un quatrième outil, le financement monétaire direct, qui, selon les auteurs cités plus haut, pourrait être constitué d'une part d'un assouplissement de la politique de création monétaire, et d'autre part, de la distribution de cette création dans le flux des revenus.

## **Indépendance des outils et des effets : inflation ou pas inflation ?**

Il est capital de souligner que ces différentes politiques se manifestent par une relance de la demande qui elle-même peut se manifester à deux niveaux : au niveau des prix et au niveau de la production réelle.

Il convient également de souligner que, bien qu'ils agissent par des mécanismes plus ou moins directs, chacun de ces leviers est destiné à intervenir sur le niveau de monnaie présent dans la zone économique, et que c'est ce niveau de monnaie qui agit *in fine* sur le niveau global d'activité.

Dans tous les cas, que ce soit par la dépense, par la fiscalité, par les taux d'intérêt, par les règles prudentielles ou par une injection ou une reprise directe de monnaie, l'objectif est bien de modifier la quantité de monnaie en circulation dans la zone monétaire concernée et d'ajuster le niveau du crédit, c'est-à-dire de la masse monétaire, en fonction des objectifs macro-économiques visés. Dans tous les cas, c'est donc bien l'évolution de la masse monétaire qui détermine en cascade l'évolution de l'activité et donc de l'emploi.

Pour ce qui concerne les effets de ces ajustements, nous avons dit qu'ils peuvent se manifester sur la demande, et que la demande à son tour peut se manifester de deux façons : le niveau des prix mesuré par les indices habituels, et le niveau de l'activité mesuré par le niveau de la production réelle.

Or nous savons que la répartition des variations de la demande globale soit sur la production, soit sur les prix, se fait non pas en fonction des outils utilisés, mais en fonction d'autres critères, entre autres le niveau des capacités de production et l'élasticité des prix et des salaires. Les variations de la production ou des prix sont donc indépendants des moyens d'action utilisés en amont.

Il faut être très vigilant sur ces points essentiels. À défaut, nous risquons de raisonner de travers. En dehors des attentes des agents, qui pourraient effectivement entraîner des effets dit de "prophétie auto-réalisatrice", on peut affirmer que, d'un point de vue purement technique, tous les outils sont destinés à influencer la demande globale, et que la répartition entre l'effet sur les prix et l'effet sur la production est indépendant des outils utilisés.

## **Réduire l'instabilité – Le 100% Monnaie**

*« Le métier de banquier serait limité à la garde et au transfert de monnaie réelle. »*

*(Irving Fisher)*

Revenons donc à l'analyse des mécanismes qui, selon nous, permettraient de réduire l'instabilité chronique apparente de nos économies modernes.

La base du raisonnement est de mettre en place des systèmes d'adaptation automatique du flux des revenus, afin d'ajuster celui-ci en fonction des variations de la demande globale. Pour Milton Friedman, entre autres, le but était d'adapter le flux de création monétaire en le soumettant à la politique fiscale. Ainsi, le rôle des autorités monétaires serait de créer de la monnaie pour alimenter les déficits publics (par émission d'obligations sans intérêt), et de détruire de la monnaie en cas de surplus. (Friedman 1948)

Ce raisonnement, qui est sensiblement le même que ceux de Fisher et Simons, repose sur deux assertions fondamentales :

1. Toute variation de la masse monétaire par création ou destruction de monnaie pure, libre de dette, se matérialise intégralement par une variation équivalente du PIB (à vitesse égale).

2. Toute la monnaie est de la monnaie de base. C'est le fameux 100% Monnaie théorisé par Irving Fisher (Fisher 1936), et parfaitement adapté aux conditions actuelles par Jaromir Benes et Michael Kumhof (Benes et Kumhof 2012)<sup>15</sup>. Les banques commerciales ne créent plus de monnaie privée par émission de crédit. Le système de réserve fractionnaire est aboli. Tous les avoirs en monnaie de crédit sont couverts à 100% par de la monnaie de base.

Ce dernier point constitue le cœur de la proposition. Il s'agit bien d'une réforme radicale qui se propose d'éliminer tout mécanisme de création ou de destruction de monnaie par le secteur bancaire privé.

Les déposants retrouvent la garantie de pouvoir disposer de la totalité leurs avoirs à tout instant, ce qui élimine de fait tout risque de « ruée sur les guichets ».

Le système bancaire perd le privilège de créer de la monnaie de crédit et se recentre sur son métier d'intermédiaire entre épargnants et emprunteurs, ce qui sépare de fait la gestion des moyens de paiements (Banques de dépôt), et le conseil en investissement (Banques d'investissement).

---

<sup>15</sup> L'analyse technique de cette proposition, couvrant les conditions de sa mise en œuvre et l'étude de la transition depuis le système actuel, fera l'objet d'un prochain article.

L'ensemble du dispositif, qui élimine toute possibilité de création de crédit *ex nihilo* par le secteur bancaire privé, élimine de ce fait tout risque de bulle spéculative et de dépression conséquentielle dues à des effets procycliques liés à une émission versatile de monnaie-crédit.

## Le système existant

Il est probablement utile de rappeler ici brièvement les principes du système dit « à réserves fractionnaires » qui organise dans l'état actuel des choses la création de monnaie bancaire privée.

L'émission de monnaie centrale, ou monnaie de base, est effectuée par la Banque Centrale. Cette monnaie ne circule qu'à l'intérieur du secteur bancaire. Chaque banque commerciale dispose de réserves en monnaie centrale. L'existence de ces réserves autorise le secteur bancaire commercial à émettre à volonté des crédits qui deviennent *de facto* de la monnaie circulante dite « secondaire ». <sup>16</sup> La proportion entre monnaie de base et monnaie secondaire est en moyenne de 1 à 10, soit 90% de monnaie bancaire pour 10% de monnaie de base environ.

Dans le système à réserves pleines, ou 100% Monnaie, les banques commerciales ne sont pas autorisées à utiliser le système des réserves fractionnaires. Chaque dépôt doit être couvert à 100% par des réserves en monnaie de base à la Banque Centrale. La quantité des dépôts est en permanence égale à la quantité de monnaie de base détenue par la Banque Centrale. La masse monétaire est égale à la masse de monnaie de base. Toute la monnaie en circulation est garantie à 100% par une contrepartie en monnaie de base de la Banque Centrale. À terme, on peut même envisager la disparition de toute la monnaie privée et laisser s'effectuer l'ensemble des échanges commerciaux en monnaie de base. <sup>17</sup>

Ces propositions sont nées dans la pensée de Friedman, Simons et Fisher à la suite des déboires de l'économie américaine des années 1929 et suivantes. Leur diagnostic sur les origines de cette crise violente concordent exactement. Maurice Allais, comme bien d'autres

---

<sup>16</sup> Dans la réalité des faits, les banques émettent leurs crédits indépendamment de leur position en réserves. Ce n'est qu'après, lors de la période comptable suivante, qu'elles empruntent à la Banque Centrale les réserves nécessaires. Les impératifs comptables obligent alors la Banque Centrale à créer les réserves nécessaires. Contrairement à ce qu'affirme le mythe du « multiplicateur monétaire », ce sont les émissions de crédit privé qui déclenchent de la part de la Banque Centrale l'émission d'un découvert en monnaie de base, et donc permettent le respect du ratio prudentiel (W. Mosler, 1995, *Soft Currency Economics*). Ce sont les variations de la masse monétaire qui font varier les réserves, et non l'inverse. En réalité,  $M$  n'est pas égal à  $m \times MB$ , c'est en fait le rapport  $M/MB$  qui définit, *ex post*, le ratio  $m$ . Les conséquences de cet état de fait sont claires :

1. La demande de réserves en monnaie de base étant inélastique, la Banque Centrale n'a en réalité aucun moyen d'agir sur l'évolution de la masse monétaire.

2. Le ratio de réserves obligatoires n'a aucun effet sur les variations de la masse monétaire.

Par ailleurs :

« Cibler un taux d'intérêt ET contrôler la quantité de monnaie de base sont deux stratégies mutuellement exclusives. Les banquiers centraux reconnaissent que c'est seulement par la fixation des taux d'intérêts qu'ils peuvent agir sur la quantité de monnaie émise par les banques de second rang, et non pas par le contrôle de la quantité de monnaie de base. » (Goodhart 1989)

Autrement dit, la Banque Centrale est obligée de satisfaire la demande de monnaie de base que les contrats de crédit émis par le secteur bancaire pour les agents privés requièrent, car si elle ne le faisait pas, les taux varieraient constamment. La tâche des Banques Centrales n'est donc pas de réguler la quantité de monnaie privée émise par le crédit mais à l'inverse, d'adapter la quantité de monnaie de base à la demande exigée par la création privée.

<sup>17</sup> Le service de la dette, c'est-à-dire le loyer de la monnaie que nous payons collectivement sur l'ensemble des dépôts, représente le poste le plus important de dépenses publiques dans la plupart des pays. Un des gros avantages du 100% monnaie serait qu'il permet une diminution considérable des impôts grâce aux économies réalisées sur le coût des intérêts sur la monnaie.

Par ailleurs, le niveau d'endettement général devenant beaucoup plus faible, les investisseurs deviennent beaucoup moins gourmands quant à la différence de rendement entre dette publique et dette privée. En conséquence, les taux baissent.

Les économies sont également substantielles à d'autres niveaux : il n'y a plus besoin de dépenser du travail et des efforts inutiles pour surveiller, évaluer, noter des dettes devenues inutiles puisque destinées à créer une émission de monnaie qui peut maintenant être émise de manière permanente à coup quasi nul.

De plus, l'inflation peut très bien descendre à zéro sans poser de problème à la politique monétaire. Le fait que la monnaie et le crédit soient désormais totalement séparés permet aux gouvernements de contrôler effectivement la masse monétaire et de mettre en place des règles prudentielles contra-cycliques qui adaptent vraiment la quantité de crédit à l'état de l'économie.



avant et après eux, reprendra le même raisonnement. (Allais 1999). Ce raisonnement soutient que ce sont les mécanismes du crédit qui aboutissent au total à la création ou à la destruction de la monnaie, et que c'est cela qui rend le système économique global fondamentalement instable. Le fait de laisser des agents privés créer la monnaie sous la forme de crédits nouveaux ou la détruire par le remboursement de ces mêmes crédits modifie irrémédiablement le « code génétique » de l'économie en lui ajoutant un élément fondamental d'instabilité. Cette caractéristique permet au secteur bancaire d'émettre simultanément des montagnes de crédit et des montagnes de monnaie, générant d'une part un boom économique artificiel sans précédent et d'autre part des montagnes de dettes impossibles à rembourser.

### **Qu'on se le dise : les banques créent de la monnaie !**

Il est très important de préciser à nouveau ici un point fondamental pour la bonne compréhension du fonctionnement du système monétaire : contrairement à une légende très répandue, les banques ne sont pas des intermédiaires. Elles ne prennent pas de l'argent préexistant sur les comptes des épargnants pour le transmettre à des emprunteurs sous forme de prêt.

En réalité, lors de l'attribution d'un crédit à un client, les banques créent simultanément du crédit et de la monnaie. Elles utilisent pour cela les principes de la comptabilité en partie double, qui leur permet d'inscrire simultanément à leur bilan deux montants identiques : à l'actif, le montant de la reconnaissance de dette du client, et au passif le montant du nouveau dépôt du client. Chaque crédit nouveau devient ainsi du nouveau pouvoir d'achat, de la monnaie nouvelle.

Dans le cadre d'une réforme comme celle que nous proposons, la monnaie pourrait être créée et contrôlée directement par une règle de croissance de la masse monétaire. Le contrôle de la croissance du crédit deviendrait beaucoup plus aisé parce que les banques ne pourraient plus comme c'est le cas aujourd'hui, générer le financement de leurs propres dépôts par un acte de prêt - un privilège extraordinaire dont aucun autre type d'entreprises ne bénéficie. Au lieu de cela, les banques (re)deviendraient ce que beaucoup de gens croient - à tort - qu'elles sont aujourd'hui : de purs intermédiaires qui doivent obtenir des fonds extérieurs avant de pouvoir prêter. Au lieu de pouvoir créer elles-mêmes leurs propres financements, les banques seraient obligées d'obtenir des financements extérieurs, c'est-à-dire de collecter de l'épargne existante. Ce fonctionnement réduirait de beaucoup la possibilité pour les banques de produire des cycles économiques en fonction des changements capricieux de leur humeur vis-à-vis du risque de crédit. (Benes & Kumhof 2012)

Car c'est bien là que réside l'instabilité intrinsèque du système. Pendant les périodes de redémarrage, puis d'euphorie, les banques vont inévitablement inonder l'économie sous des quantités croissantes de nouvelles promesses de payer, entraînant une expansion du pouvoir d'achat, de la masse monétaire et donc un boom économique. Pendant les périodes d'incertitude, puis de dépression, les banques vont lancer puis précipiter le mouvement général de réduction des crédits, c'est-à-dire de désendettement, qui entraîne dans la réalité une contraction de la quantité de monnaie en circulation et concourt ainsi à la liquidation et à la faillite générale... Faut-il pour autant abolir le système actuel ?

### **Défense du système à réserve fractionnaire**

On peut trouver deux arguments principaux (Turner - 2012) pour la défense du système à réserve fractionnaire, et dire qu'il est indispensable pour :

1. regrouper l'épargne des différents agents et la proposer à différents emprunteurs
2. assurer la fonction de « transformation de maturité ».

Toutefois, la première fonction pourrait très bien être assurée par d'autres entreprises non-bancaires et ne nécessite pas *a priori* de recours à l'effet de levier pour être utile, au contraire.

La seconde a pu dans le passé permettre à certaines économies, par exemple la Grande Bretagne au 19<sup>ème</sup> siècle, de connaître des périodes d'expansion rapide, mais dans le contexte actuel d'épuisement des ressources, cette fonction est devenue beaucoup moins utile.

Turner ajoute un troisième argument pour la défense du système à réserve fractionnaire, c'est qu'il permet, précisément par la création simultanée de crédit *ex nihilo* et des dépôts correspondants, de mettre en rapport deux générations différentes d'agents, qui subtilement, ont « besoin les uns des autres » : à savoir des jeunes en manque d'argent, et des anciens ayant eu le temps d'épargner. Cet élément n'ajoute rien au PIB, mais selon Turner a un effet redistributif important.

On peut toutefois réfuter l'utilité de cette fonction en démontrant que cette inégalité inter-générationnelle provient précisément du caractère asymétrique de la distribution monétaire existante, qui favorise les premiers arrivés au détriment des nouveaux entrants. Nous y reviendrons dans la conclusion.

Pour clore cette partie, il convient donc d'étudier, sinon l'abolition totale du système, tout au moins une réduction drastique du taux de réserve obligatoire. Les accords de Bâle III prévoient de passer de 3 à 7%, mais n'oublions pas que ce ne sont pas des règles, mais seulement des recommandations, et que les banques ont jusqu'en 2019 pour les appliquer.

Même si on admet que le système à réserves fractionnaires possède une certaine utilité, il convient néanmoins de prendre conscience du fait que c'est ce système qui est à la racine de l'instabilité économique que nous constatons dans les faits, et qu'il est urgent, sinon de l'abolir, du moins de le surveiller plus efficacement, en particulier lors des périodes où son non-contrôle risque d'entraîner des événements sub-optimaux.

## **Question préalable**

La monnaie et sa quantité sont-ils des éléments déterminants de la santé de l'économie ?

Toutes les crises qui ont eu lieu depuis plus de cent ans ont la même cause principale : une croissance non-maîtrisée de la production de crédit nouveau, en particulier pour financer des investissements financiers spéculatifs et immobiliers.

Le cercle vicieux est enclenché dès que ces crédits font monter les prix de ce qu'ils permettent d'acheter. Or ce phénomène se déclenche inévitablement, pour deux raisons très simples :

1. Quand un acquéreur potentiel sait qu'il peut obtenir par une simple signature un supplément de pouvoir d'achat qu'il ne possédait pas avant, il est soudain beaucoup moins exigeant sur le prix de ce qu'il achète, ce qui fait qu'il peut se permettre de faire des offres supérieures à celles qu'il aurait faites en l'absence de financement.

2. Un différentiel de prix sur un achat au comptant ne représente pas pour un acquéreur potentiel une désincitation équivalente à celle qui se matérialise sur le long-terme d'un remboursement de crédit, et n'a donc pas le même impact sur sa décision d'acquisition.

En conséquence, les prix des actifs (immobiliers, financiers, boursiers) montent. Ce qui fait croire aux emprunteurs qu'ils ont bien fait de s'endetter, et aux banquiers qu'ils ont bien fait de créer du crédit. Ce qui déclenche de nouvelles vagues d'achats en cascade, et donc de nouvelles hausses, qui poussent tout le monde à continuer.

La même analyse est partagée par Hyman Minsky, qui déclare que « l'instabilité émerge lorsqu'une période de croissance relativement tranquille se transforme en un boom spéculatif. Cela apparaît parce que les contrats d'endettement recherchés par les firmes et les intermédiaires financiers évoluent en réponse au succès de l'économie et conduisent à des structures financières beaucoup plus fragiles et, donc, instables. » (Minsky 1986)

On peut donc dire que oui, la stabilité monétaire et la stabilité économique sont intimement liées.

Le système tel qu'il fonctionne actuellement est particulièrement vulnérable car la monnaie et le crédit sont les deux faces de la même pièce. La dynamique des flux de création de crédit a donc des effets notoires sur le niveau d'endettement de l'économie réelle et par conséquent sur les prix des actifs. Ces deux phénomènes à eux seuls constituent des effets macro-économiques essentiels. Et pourtant, les analystes ont tendance à les ignorer.

Dans les périodes précédant les crises, les économistes ont plutôt tendance à considérer que ces phénomènes sont neutres, ou même positifs. Certains professent ouvertement que l'endettement n'a aucun effet sur la demande globale. D'autres démontrent que, étant donné que ces phénomènes sont conformes à la liberté d'entreprendre et au droit des contrats, ils en deviennent inattaquables du point de vue du libre échange. "Le marché a toujours raison tant que les agents sont laissés libres de faire ce qu'ils ont à faire." disent-ils. Telles sont les attitudes des analystes envers ces augmentations de l'endettement : l'indifférence ou l'indulgence.

Cependant, depuis le début de la crise, de plus en plus d'analystes se sont attachés à étudier à la fois les aspects théoriques et empiriques de ces événements. Plusieurs études récentes démontrent sans équivoque que le taux d'endettement n'a un effet positif sur la demande globale que jusqu'à un certain point au delà duquel la tendance se renverse et devient au mieux instable, au pire négative.<sup>18</sup>

Il est donc aujourd'hui parfaitement clair que le niveau global d'endettement dans l'économie est un paramètre central dans l'apparition des cycles d'euphorie et de dépression qui frappent l'économie au sens large.

Il est du devoir des spécialistes de la question de se pencher sur ces paramètres afin de non seulement les suivre attentivement, mais également, si possible, déterminer les aménagements ou les réformes qui permettraient que leurs effets destructeurs sur l'immense majorité des populations soient sinon éliminés totalement, du moins singulièrement atténués.

---

18 - Cecchetti, Stephen and Enisse Kharroubi, 2012: Reassessing the impact of finance on growth ;

- Schularick, Moritz & Alan M. Taylor, 2009: Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises 1870–2008 ;

- Keen, Steve, S., 2011: A monetary Minsky model of the Great Moderation and the Great Recession., J. Econ. Behav. Organ.

## **La spirale infernale**

Le problème est clair : le surendettement des agents économiques, causé par la nécessité absolue de s'endetter pour créer une monnaie par ailleurs intrinsèquement insuffisante pour assurer la totalité des échanges, entraîne une obligation de croissance porteuse d'une instabilité intrinsèque qui ne peut se manifester que par une courbe violemment ascendante dans la première période, suivie inévitablement par une période d'effondrement dans la seconde.

La phase dépressive est causée, prolongée et aggravée par les tentatives de désendettement des entreprises, des ménages et des États, dont les remboursements réduisent mécaniquement la quantité de monnaie en circulation. Des comportements rationnels au niveau micro deviennent destructeurs au niveau macro.

À l'inverse de ce qui s'est passé pendant la période d'euphorie, il se produit une baisse relative du prix des actifs et de la demande réelle, et donc des revenus et de l'activité.

L'effet pervers de cet enchaînement causal est que les entreprises, les ménages et les États se retrouvent en fait dans l'impossibilité de réduire effectivement leur niveau d'endettement réel, étant donné que le niveau de leur revenu baisse au même rythme que leur niveau d'endettement. (voir Paradoxe de Fisher, page 6)

C'est cet ensemble de phénomènes imbriqués qui a amené nos économies et nos sociétés dans la situation où elles sont à ce jour. Irving Fisher explique très clairement ces enchaînements et décrit comment l'euphorie des années 1920 a débouché sur l'éclatement de la bulle financière de 1929 et la violente dépression qui a immédiatement suivi. (Fisher 1936)

## **Un cas d'école**

Le cas du Japon sur la période 1985 - 2012 est particulièrement intéressant de ce point de vue.

En période de crise, les entreprises, les ménages, les banques et les États suivent la même stratégie : rembourser, se désendetter, réduire les dépenses, c'est-à-dire, d'un point de vue comptable, "contracter les bilans". Nous venons de le voir, ces comportements ont pour objectif de réduire les crédits en cours, et ont pour effet de réduire la masse monétaire en circulation.

Les autorités monétaires, face à cette déflation, ont pour première réaction de baisser les taux d'intérêt, si nécessaire jusqu'à zéro, dans l'espoir de relancer la demande de crédit. Malheureusement, cette politique n'a aucun effet sur l'économie pour la raison simple que les agents n'ont en tête qu'un objectif, se désendetter. Quelle que soit à ce stade la politique monétaire, rien ne peut enrayer le mécanisme. C'est en tous cas ce que l'on a observé au Japon.

Dans une telle situation, le seul moyen que le gouvernement japonais pouvait utiliser pour ralentir la récession était de recourir au déficit public. C'est justement ce qui a été fait. C'était le seul moyen de maintenir à peu près stable une quantité de monnaie en circulation qui par ailleurs était en proie à une destruction massive par le désendettement. Signalons par ailleurs que les déficits étaient déjà indispensables, ne serait-ce que pour financer les dépenses et les manques à gagner supplémentaires dus eux-mêmes à la récession (hausse des allocations, baisse des recettes fiscales).

## Conclusion de la première partie

Quand le secteur privé passe d'un endettement croissant à un endettement décroissant, le seul moyen pour les autorités publiques de sauver autant que possible la stabilité de la masse monétaire est d'augmenter leur propre déficit, c'est-à-dire, dans un système où la monnaie ne peut être créée que par le crédit bancaire, leur propre endettement. La conclusion évidente de tout cela est que la dette globale ne diminue pas. C'est seulement la dette privée qui est remplacée par la dette de l'État. C'est ce que prouve abondamment l'exemple du Japon depuis 1990. C'est ce qui se produit dans la plupart des pays occidentaux depuis 2008.

Nous avons donc mis en lumière les faits et phénomènes suivants :

1. La création de monnaie n'est possible que par l'endettement des agents auprès du secteur bancaire, qui seul dispose du privilège d'émettre de la monnaie par son système d'attribution de crédit. En conséquence, la monnaie n'est constituée que par la dette que les agents ont précédemment créée puis injectée dans l'économie.

2. Le désendettement des agents privés (dû aux excès précédents d'endettement qui a mené inévitablement à une crise de la dette et donc à un besoin de désendettement des agents) entraîne une diminution de la masse monétaire qui génère une diminution des échanges, qui génère une diminution de l'activité, qui génère des licenciements et du chômage, ce qui aggrave la récession.

3. Le secteur public, afin d'éviter l'aggravation de la récession, est contraint de compenser la pénurie de monnaie créée par le désendettement des agents par une création de monnaie nouvelle et donc, dans le système actuel, un endettement nouveau.

Toutes les courbes de comparaison entre dette privée et dette publique prouvent sans la moindre équivoque la réalité de cet effet de « vases communicants »<sup>19</sup>. Alors, on comprend facilement que l'endettement global ne fait que passer du secteur privé au secteur public, et que la crise ne peut que continuer. Le problème central, celui de la déflation due au désendettement général, n'est pas réglé. Le problème encore plus profond de la création de monnaie privée par le jeu du crédit bancaire n'est même pas abordé.

C'est le contexte où nous nous trouvons aujourd'hui, et c'est dans ce contexte qu'il convient d'explorer les nouvelles pistes de réflexion qui sont jusqu'à présent restées cachées par l'omniprésence de la pensée économique dominante.

---

19 MMT Basics: « You Cannot Consider the Deficit in Isolation », Stephanie Kelton, Slideshare

# 2ème partie

## Action

On peut commencer par se demander si le consensus habituel autour d'un objectif de stabilité de l'inflation autour de 2% reste justifié.

Il existe en effet d'autres options consistant à viser d'autres objectifs, par exemple une meilleure stabilité du PIB ou une relance de la production, dans le cadre d'un objectif de lutte contre le chômage, avec un taux d'inflation supérieur, permanent ou limité dans le temps. (Blanchard & Leigh 2013)

Il y a en tous cas désormais un consensus relatif pour aller vers une révision des objectifs existants, et en tous cas pour l'abandon du seul objectif de stabilité d'une inflation à 2%.

Dans tous les cas, on peut soutenir que, compte tenu de l'existence d'une importante réserve de productivité dans les entreprises et d'un gisement immense de sans-emplois désireux de travailler, il est possible sans grand risque d'employer des outils différents des outils traditionnels. Cela peut même être envisagé sans changer les objectifs de basse inflation.

On peut dire également que si le but recherché pour sortir de la crise est celui que nous indiquons ici, à savoir faciliter le désendettement des agents économiques en évitant autant que possible de diminuer la masse monétaire, il serait tout à fait possible d'accepter une certaine dose d'inflation, qui précisément permettrait de rendre cette stratégie de désendettement plus efficace et moins douloureuse.

L'inflation, dans ce cas, devient presque l'équivalent de la croissance tant recherchée par le monde politique. En effet, elle peut se matérialiser par une simple augmentation nominale du PIB, qui d'un point de vue strictement monétaire, peut s'interpréter comme de la « croissance ». Le chiffre d'affaire augmente, artificiellement certes, mais tout au moins le désendettement s'effectue, en tous cas le ratio dette/revenu diminue. La dette étant finalement un phénomène strictement monétaire, il ne serait pas si anormal de la résorber par des moyens identiques à ceux qui ont créé son apparition. C'est en tous cas ce qui s'est passé dans la plupart des pays occidentaux pendant les trente glorieuses et c'est cela qui a permis de réduire à un niveau acceptable les colossales dettes encourues pendant la 2ème guerre mondiale.

On peut comprendre que, en dernière analyse, l'inflation, entendue au sens de « augmentation généralisée des prix et des revenus », est l'équivalent d'un taux d'intérêt négatif. En effet, si toute épargne se dévalorise avec le temps, alors l'inflation devient une désincitation naturelle à thésauriser, autrement dit une incitation à dépenser. De plus l'augmentation généralisée des prix et des revenus, dans la mesure où elle serait partagée par tout le monde si elle était créée par exemple par un revenu monétaire universel, dans le cadre d'un QE4People, serait en fait totalement neutre par rapport à l'activité et à l'enrichissement relatif des agents économiques.

Par contre, du point de vue de la circulation du moyen d'échange, le fait que la monnaie circulante se dévalorise régulièrement serait l'équivalent de ce que l'on nomme le « démurage », une caractéristique des monnaies fondantes, dont on sait par expérience

qu'elles favorisent mécaniquement la circulation monétaire, donc la vélocité de circulation, donc l'activité, la production et l'emploi.<sup>20</sup>

Le but de ces nouvelles politiques n'est pas de retrouver la croissance. Il est seulement de sortir de la situation de crise où l'endettement généralisé a mis nos sociétés, en remettant en circulation une quantité de monnaie au moins suffisante pour que l'économie sorte de la récession et que les plus pauvres sortent de la misère.

Nous allons donc reprendre l'étude des différents moyens d'action disponibles en l'état actuel des choses et chercher à savoir si ces différents moyens seront vraiment efficaces.

## **Les outils disponibles**

Nous éliminerons d'entrée l'outil des taux d'intérêts, puisqu'il est devenu impossible d'agir dessus, le taux ayant déjà atteint la limite inférieure du zéro ou presque, et ce sans résultat notoire.

Les autres moyens d'action sont :

- Le Quantitative Easing, c'est-à-dire le rachat d'obligations d'État ou d'autres catégories d'actifs financiers par les Banques Centrales afin de créer des réserves de monnaie de base ;
- Les opérations de soutien de la liquidité au moyen de dispositifs comme LTRO ou ELA ;
- L'assouplissement des différents ratios obligatoires de liquidité ou de capital.

Tous ces moyens ont été plus ou moins abondamment utilisés par les Banques Centrales et les autorités prudentielles, avec des résultats que l'on pourrait qualifier de modestes. Même si l'on considère ces résultats comme non-négligeables, on ne peut pas faire l'économie de leur étude d'un point de vue critique.

D'abord aucun de ces outils n'agit autrement que par un enchaînement d'effets indirects destinés *in fine* à augmenter la liquidité ou le volume de la masse monétaire.

Le parcours est long entre la réduction du taux d'intérêt ou le rachat d'obligation et l'incitation des agents à rechercher d'autres formes d'investissement ou pas, à modifier leurs décisions ou pas. Déclencher des mouvements de capitaux dans l'espoir de produire des changements de richesse ou de valeur d'actifs, puis enfin, éventuellement, des décisions de dépense ou d'emprunt, n'est pas un parcours facile. Et quoi qu'il arrive, il persistera toujours le phénomène de la dette excessive dont tout le monde essaye de se débarrasser.

Or personne n'a envie de s'endetter à nouveau, et donc le système ne fonctionne pas. Le Quantitative Easing, par exemple, qui consiste à échanger des obligations contre des liquidités, n'a guère d'effet quand le taux d'intérêt est déjà proche de zéro. À ce niveau, il n'y a pratiquement plus de différence entre titre et liquidité, et donc l'effet sur les décisions d'allocation est quasi-nul. Ces difficultés s'étendent à la plupart des outils habituels.

Et puis il y a l'argument final : si ces leviers fonctionnent, leur résultat sera de restaurer un nouvel endettement privé. Or si c'est un excès d'endettement qui a causé la bulle spéculative puis la récession, comment pourrait-on résoudre le problème de la récession en créant un nouvel endettement ? C'est utiliser le poison comme remède !

Agir sur les ratios de liquidité ou de solvabilité pour, en les diminuant, inciter les banques à émettre de nouveaux crédits relève de la même tactique. C'est à nouveau accepter de

---

<sup>20</sup> Au surplus, les usagers de la monnaie pourraient ainsi prendre peu à peu conscience que l'argent n'est pas forcément fait pour « faire des petits » en le « faisant travailler » (sauf à condition d'accepter qu'il puisse aussi disparaître sans prévenir) mais aussi et surtout pour circuler, et que ce n'est qu'en le faisant circuler eux-mêmes qu'ils pourront rétablir leur propre situation.

nouveaux risques, c'est accepter un système bancaire plus fragile, moins liquide ou moins capitalisé.

Par ailleurs, plus les QE sont utilisés dans les pays développés, plus les monnaies concernées par ces QE se dévaluent par rapport au reste du monde, ce qui, si cette dévaluation n'est pas compensée par une augmentation des échanges, peut rendre plus difficiles les rapports internationaux et les possibilités d'exportation pour les pays qui en ont besoin.

Que se passe-t-il quand les Banques Centrales font du QE ? Les économies continuent à souffrir. Les Banques Centrales augmentent les quantités de réserves dans le système par des masses colossales de monnaie de base, et que se passe-t-il ? Rien. Tout reste dans le secteur bancaire. Pas un centime ne passe dans le secteur privé, encore moins dans le reste de l'économie.

### **Les causes cachées, ou « payer ses dettes appauvrit » !**

Le mal profond qui fait souffrir toutes les économies, c'est une maladie du secteur privé, qui, au lieu de faire son travail habituel, au lieu de créer de la richesse et des emplois, cherche avant tout à se sortir de l'endettement colossal qu'il a été obligé de prendre depuis des années. Et cela quoi que l'on fasse au niveau des taux d'intérêts. C'est une situation totalement inhabituelle. Le secteur privé est censé emprunter, créer, innover, investir, et là, on a beau lui proposer des taux d'intérêts proches de zéro, de l'argent pratiquement gratuit, il n'en veut pas.

Si l'on regarde ce qui se passe, on s'aperçoit qu'en temps de crise, le secteur privé (ménages, entreprises, secteur financier) n'emprunte pas, au contraire, il épargne, ou plutôt, dans le cas présent, il rembourse ses engagements précédents. Alors que tout au long de la période précédente, lors de la formation de la bulle, il n'a pas cessé d'emprunter. Pourquoi ce revirement total ? Parce que la bulle a explosé. Si les prix des actifs ne montent plus, l'incitation à s'endetter disparaît. C'est ce qui se produit régulièrement dans toutes les économies monétaires, en particulier à travers les marchés immobiliers et financiers.

Quand les prix des biens réels financés par de la dette se mettent à tomber, on se retrouve avec d'énormes passifs à rembourser et des actifs dont la valeur a complètement chuté. Donc il faut continuer à payer la dette alors que l'on ne peut ni vendre les actifs ni en tirer suffisamment de revenus pour assurer le paiement des remboursements. L'ensemble de l'économie se retrouve donc à fonctionner au ralenti, chacun essayant de gratter chaque mois de quoi rembourser, en essayant de ne pas faire faillite. C'est la seule chose rationnelle à faire au niveau micro-économique pour les agents individuels, mais quand tout le monde le fait, c'est une catastrophe au niveau macro-économique.

On peut avancer l'argument, et c'est l'interprétation traditionnelle, que si quelqu'un rembourse sa dette, il faut nécessairement qu'il y ait quelqu'un en contrepartie qui emprunte pour dépenser, et on peut même imaginer que le secteur bancaire transmette de l'épargne à ces nouveaux emprunteurs. Le raisonnement serait que s'il y a trop d'emprunteurs, les taux d'intérêts montent ; pas assez d'emprunteurs, les taux d'intérêt baissent. De cette façon, tous les fonds épargnés sont empruntés et dépensés.

Mais dans la situation actuelle, même avec un taux d'intérêt proche de zéro, personne ne veut s'endetter à nouveau. Alors que se passe-t-il pour tout cet argent qui est déversé dans le secteur bancaire ? Il ne peut pas quitter le secteur bancaire parce qu'il n'y a pas de candidats emprunteurs, en tous cas pas dans le secteur privé, puisqu'il devient impossible d'augmenter l'incitation en baissant encore les taux.

Ce qui se produit alors, c'est que tout l'argent des QE constitue un non-événement dans le flux du revenu, puisqu'il n'est ni emprunté ni dépensé. L'économie continue à se contracter.



La dernière fois que ceci s'est produit à cette échelle, c'était en 1929. Après l'effondrement de la bulle sur les marchés boursiers en octobre 29, tout le monde remboursait, personne n'empruntait. Les États-Unis ont perdu 46% de leur PIB en 4 ans.

Que reste-t-il alors ? Si le secteur privé est en phase de rétablissement de son équilibre et a donc tendance à diminuer son endettement plutôt que de l'augmenter, que reste-t-il ?

### **La masse monétaire, c'est le passif des émetteurs de monnaie. (Secteur bancaire ou État)**

*« Le passif des banques n'est pas de l'épargne au niveau macroéconomique, bien qu'il puisse sembler que ce soit le cas au niveau micro. » (Benes & Kumhof 2012)*

Que se passe-t-il quand on rembourse un crédit ? On retire de l'argent de son compte pour le redonner à la banque ; un passif et un actif, une dette et un crédit, disparaissent simultanément. Le bilan de la banque se contracte. De la monnaie a été détruite.

Si un nouveau crédit est créé aussitôt, tout va bien, la masse monétaire ne diminue pas. Mais si la banque ne peut pas créer de nouvelle monnaie en émettant un nouveau crédit pour compenser ce remboursement - par exemple parce que tout le monde rembourse et que personne n'emprunte - alors la quantité de monnaie diminue.

C'est ce qui s'est passé pendant la grande dépression. La masse monétaire s'est contractée de près de 30%. Ceci entraîne une contraction du PIB, et tout cela parce que tout le monde fait ce qu'il a à faire, rationnellement de son propre point de vue. Tout le monde essaye de contracter son bilan.

La seule façon de s'en sortir sans bouleverser tout le système, c'est que le gouvernement prenne le rôle d'emprunteur en dernier ressort. C'est d'ailleurs en partie le fait qu'il n'y ait plus que l'État pour jouer ce rôle qui a fait que les taux se sont retrouvés si près de zéro. L'État reste le seul créateur possible de crédit, et donc de monnaie.

Dès l'instant où le gouvernement réemprunte et dépense, la masse monétaire cesse de se dégonfler, de l'argent sort du système bancaire et se diffuse à nouveau dans l'économie réelle. Aussitôt, le PIB cesse de se contracter. C'est pourquoi, au Japon durant ces 20 dernières années, alors que l'immobilier continuait à chuter (87%) et que le secteur privé n'empruntait plus, le PIB japonais n'est jamais tombé en dessous de ce qu'il était avant la bulle, le taux de chômage n'est jamais descendu en-dessous de 5,5%, et la masse monétaire n'a jamais diminué. Parce que le gouvernement n'a jamais cessé de dépenser pour compenser le désendettement du secteur privé.

C'est également ce qui s'est produit entre 1933 et 1936 aux États-Unis, et on pourrait analyser cela comme une politique monétaire. En réalité, aucun prêt n'est allé au secteur privé qui n'en voulait pas plus à l'époque qu'aujourd'hui, mais entièrement au secteur public dans le cadre du New Deal de Roosevelt.

Il est donc indispensable, aujourd'hui comme hier, de renflouer la masse monétaire, et pour cela, d'avoir un déficit public.

### **Déficit public et monnaie**

Le déficit public peut, tout à fait traditionnellement, être financé par l'emprunt.

L'État emprunte pour dépenser plus et donc injecter directement de nouveaux revenus dans l'économie, ou encore renonce à une partie de ses prélèvements. Dans les deux cas, cela permet aux agents économiques privés - entreprises ou ménages concernés - de disposer

instantanément d'un nouveau revenu, ou de conserver une partie plus importante de leur revenu réel. La monnaie nouvelle ainsi injectée « percole » progressivement dans toutes les couches de la société plus ou moins éloignées de la dépense initiale.

NB : Il n'y a bien entendu à ce stade aucune symétrie de la distribution monétaire. Comme dans le système de distribution monétaire par le crédit, certains agents profitent de la manne monétaire avant les autres. Toute augmentation des prix profite donc en premier lieu aux premiers servis, qui auront pu acheter au prix non-inflaté. Le problème de l'inégalité spatiale et temporelle devant la monnaie n'est donc toujours pas traité.

Cette méthode peut être contrebalancée par deux effets secondaires, d'abord « l'effet d'éviction » : les titres émis par l'État risquent d'aspérer une partie de l'épargne qui autrement serait peut-être allée ailleurs, et ensuite "l'équivalence ricardienne" : une relance financée par un nouvel endettement de l'État occasionnera lors de son remboursement futur des impôts supplémentaires, ce qui peut inciter les agents économiques non pas à dépenser, mais au contraire à épargner en prévision des hausses d'impôts futures.

Ces deux effets enlèveraient semble-t-il tout intérêt à ce type de politique s'il était mis en place en période d'activité normale. Dans ce cas en effet, les Banques Centrales sont déjà en train de viser des objectifs de croissance et annuleraient par les taux les visées déficitaires des États.

Cependant, dans les circonstances actuelles où les taux d'intérêt sont proches de zéro, c'est légèrement différent. Les Banques centrales se sont engagées d'une part à ne pas remonter les taux avant plusieurs années, et d'autre part à financer sans limite les achats d'obligations souveraines. C'est la politique appliquée par exemple en ce moment aux États-Unis. (DeLong & Summers 2012)

Il existe cependant une limite d'un autre ordre à la mise en place de cette politique, c'est que, à chaque relance, la dette publique augmente en proportion. À l'époque de Roosevelt, avec une dette à 20% du PIB, le problème ne se posait pas et personne ne se demandait comment cette dette allait pouvoir être remboursée. Les effets ci-dessus pouvaient être négligés.

Aujourd'hui, les conditions sont tout à fait différentes. Augmenter encore la dette existante serait considéré comme totalement suicidaire. C'est pourquoi cette politique de relance est très difficile à défendre aujourd'hui.

Il est donc urgent de trouver de nouveaux outils qui permettraient d'en dépasser les inconvénients.

## **Que disait Ben ?**

Reprenons la proposition de Bernanke en 2003 pour le Japon, qui était rappelons-le directement inspirée des travaux de Simons et Fisher dans les années 1930. Bernanke proposait aux japonais de mettre en place soit une réduction généralisée des impôts des ménages et des entreprises, soit un certain nombre de programmes de dépenses publiques (restructuration, transition industrielle, écologique...) financés entièrement par émission de monnaie permanente par la Banque Centrale. Il s'agit là d'une tout autre façon de procéder. Nous parlons là déjà d'une forme de QE4People<sup>21</sup>.

Si l'on remplace le déficit financé par l'emprunt par une émission de monnaie permanente libre de dette, les effets contraires ne s'exercent pas. Ce processus ne déclenche aucun effet d'éviction ni d'équivalence ricardienne, puisqu'il n'y a pas d'émission simultanée de dette. De

---

21 « Quantitative Easing for the People », (en français « Assouplissement quantitatif pour la population »), ou QE4People. Prononcer « Q E for people ».

plus, le ratio dette/PIB diminue puisque la dette nominale n'augmente pas, alors que le PIB nominal, lui, augmente.

Contrairement aux outils conventionnels, ce processus agit directement sur la demande agrégée puisque les fonds sont directement injectés dans le flux des revenus, sans aucun effet de domino au second ou troisième degré sur les allocations d'actifs ou d'épargne, à la grande différence des QE. On voit clairement à quel endroit de la société les fonds sont injectés et au bénéfice de qui le nouveau pouvoir d'achat est distribué.

Le financement du déficit public par création monétaire est donc une politique à la fois fiscale et monétaire.

NB : Cette méthode n'oblige toutefois en rien à conserver cette monnaie de manière permanente dans l'économie. Tout comme un QE, on peut laisser la monnaie circuler de manière permanente ou bien la retirer. Cela peut s'opérer par ajustement de la politique fiscale.

Dans tous les cas, le déficit public est la création monétaire. Le déficit est la monnaie nouvelle.

### **Alors, inflation ou pas inflation ?**

Il est important de souligner ici à nouveau qu'il n'y a aucune raison de penser que cette méthode soit plus, ou moins, génératrice d'un risque d'inflation que les autres, car il existe une cause intermédiaire, qui est la reprise de la demande.

D'une part nous avons une méthode permettant d'exercer une relance de la demande agrégée. D'autre part, cette relance de la demande peut se manifester soit sur la production, soit sur les prix. La méthode influe sur la demande, et dans un deuxième temps, la variation de la demande crée des effets. La répartition des effets de cette variation entre production et inflation ne dépend pas de l'outil utilisé.

Techniquement, il n'y a donc aucune raison de dire que le QE4People soit plus ou moins inflationniste que les autres politiques.

D'autre part, tout l'effet de cette mesure dépend *in fine* de l'importance de l'injection effectuée. Il est bien évident que l'effet sur les prix sera plus important pour des montants de création monétaire plus importants, et vice-versa. En agissant avec détermination, un gouvernement allié à une Banque Centrale peut certainement arriver à des résultats hyperinflationnistes (Hudson 2012), mais il faut vraiment le faire exprès. N'oublions pas que le Japon essaye de reflater depuis 20 ans sans succès.

Le point à retenir en conclusion est qu'il n'y a aucun argument technique pour exclure le QE4People de la gamme des moyens d'action pour effectuer une relance économique.

### **QE4People : Vertu technique, vice politique**

Si aucun argument technique ne semble pouvoir s'opposer à la mise en place d'un système de création monétaire directe, en revanche, le fait d'en confier la gestion à un gouvernement constitue un véritable danger politique.

Comme le précisait Milton Friedman lui-même, ce processus, s'il n'est pas encadré par des règles précises, peut entraîner des comportements irresponsables et de là, au pire, une inflation incontrôlée.

Si l'on commence à révéler aux politiciens qu'il est tout à fait possible et envisageable que la création monétaire leur soit à nouveau confiée, et que cette création monétaire puisse devenir non seulement un outil de reprise économique et de sortie de crise, mais encore un

élément essentiel de financement du déficit de leur budget, ils risquent de vouloir l'utiliser non seulement momentanément pour sortir de la crise, mais encore à long-terme.

Qui plus est, les politiciens ne tarderont pas à vouloir utiliser pour eux-mêmes ce pouvoir exorbitant, par exemple pour financer les mesures de toutes sortes qui leur permettront, en apportant des avantages à leur électorat, de se faire réélire à coup sûr. C'est probablement la raison pour laquelle cette technique est pour l'instant un tabou total non seulement dans la pensée des économistes mais même dans celle des politiciens eux-mêmes.

Par ailleurs, il suffit d'un peu d'esprit de déduction pour découvrir qu'effectuer une sortie de crise par le haut en utilisant la création monétaire avantagerait largement les débiteurs aux dépens des créanciers. En effet, la nouvelle monnaie, d'un point de vue strictement nominal, a tendance à diluer la dette et peut, si elle est émise inconsidérément, générer une augmentation des prix et des revenus dans l'ensemble de l'économie. Les débiteurs voient donc les revenus de leur production augmenter relativement à leur endettement, et à l'opposé les créanciers voient leur rente baisser relativement à une inflation généralisée. En un mot, l'inflation est une potion amère pour les rentiers et un remède salvateur pour les débiteurs.

Par conséquent, le système bancaire, détenteur de la plus grosse rente possible, celle qui vient de la monnaie elle-même, a tout intérêt à combattre ce genre de politique qui risquerait fort d'affaiblir, précisément, ses intérêts. C'est ainsi que la finance a fini par subjugué le monde politique, et par réussir à s'en faire un allié de poids. L'institution publique et les monopoles dont les États disposent sur l'usage de la violence et sur l'enseignement ne sont pas pour rien dans l'existence de ce « voile de tromperie » que décrit très bien Norbert Häring (Häring - 2013).

### **Alors que faire ?**

Il serait difficile, voire aventureux, de donner la responsabilité entière de la création monétaire aux gouvernements ou aux parlements sans aucune règle.

C'est une décision qui ne pourrait se justifier qu'en situation d'urgence extrême. C'est d'ailleurs pourquoi de nombreuses nations ont à un moment donné utilisé la guerre pour se sortir d'une situation similaire d'endettement généralisé impossible à résorber par les moyens traditionnels.

De telles extrémités entraînent évidemment une inflation maximum, mais celle-ci est occultée par l'activité militaire intense et immédiate. Ensuite, les efforts de reconstruction massive qui suivent génèrent une étrange croissance et une augmentation générale des revenus qui permettra de rendre la pilule du remboursement des dettes beaucoup plus facile à avaler.

Cette solution radicale est probablement envisagée en ce moment même. Toutefois, au plus haut niveau de pouvoir, les esprits sont également conscients de la nature profondément nuisible de ce genre de raisonnement et d'autres solutions sont étudiées avec beaucoup d'attention. C'est ce qui explique que, au niveau même des instances les plus hautes du secteur financier, les solutions que nous abordons ici puissent trouver un écho favorable. (Turner 2013, Soros 2013, Koo 2013)

Si nous devons débattre de l'opportunité de passer à des politiques de relance monétaire, ce ne sont pas en réalité les risques d'inflation que nous devons mettre en regard des avantages potentiels de relance.

En fait, il s'agit de choisir entre deux stratégies efficaces et rapides pour sortir de la crise et réduire la dette : 1. laisser se déclencher des processus conflictuels non-démocratiques, ou 2. mettre en place par consensus des processus économiques non-conventionnels.

## **S'opposer ou coopérer ?**

Pour reprendre le raisonnement, nous pouvons dire que, en phase d'optimisme, c'est-à-dire pendant la montée du crédit facile et de l'inflation monétaire, les outils conventionnels fonctionnent relativement bien. Dans le cas inverse, c'est-à-dire dans les périodes de désinflation monétaire, le vrai problème est le risque de dépression, qui ne peut être combattu que par une injection de monnaie nouvelle non accompagnée d'un endettement simultané. En résumé, la politique monétaire peut être différente selon la période considérée.

Le rôle des Banques Centrales peut donc être différent selon l'environnement. Face à l'inflation, les gouvernements se trouvent face à l'autorité extérieure de la Banque Centrale qui annulera leurs désirs de financement monétaire par une augmentation des taux. Dans la phase opposée, il peut être opportun de demander à la Banque Centrale d'accepter une politique plus souple pouvant aller jusqu'à la création monétaire directe.

La politique idéale varie donc selon la phase du cycle économique où l'on se trouve (sachant bien entendu que le cycle économique lui-même est créé par le fonctionnement interne du système). À ce jour (Juin 2013), nous sommes clairement au milieu de la phase descendante, qui risque de s'éterniser longtemps si nous ne prenons aucune des mesures envisagées ici. Il existe donc des circonstances où la politique monétaire peut en arriver à mettre en place des mesures d'urgence.

Dans ces circonstances, une coopération entre États et Banques Centrales peut se révéler utile. La politique fiscale peut alors se faire aider de la politique monétaire, ne remettant en cause ni l'indépendance de la Banque Centrale, ni la souveraineté des États, tout comme deux nations étrangères pourraient s'associer pour un objectif commun. C'est une pratique courante pour des projets routiers, ferroviaires, spatiaux, pourquoi n'en serait-ce pas une pour sortir d'une récession mortifère ?

# 3ème partie

## Proposition

### Choix cornélien ou inévitable ?

Michael Hudson résume d'une formule lapidaire une vérité économique bien actuelle : « Les dettes impossibles à rembourser ne seront pas remboursées. »<sup>22</sup> Cette phrase résume très bien le dilemme de notre époque.

Nous avons vu que la dette n'est qu'une gigantesque pyramide de monnaie bancaire où les nouveaux crédits ne font que payer les intérêts des précédents, et ainsi de suite. Tout cela sans ajouter la moindre valeur à quoi que ce soit de réel, ni aucune richesse à la société, bien au contraire.

La vraie question n'est donc pas « Faut-il ou ne faut-il pas rembourser ces dettes ? » mais plutôt : « Comment allons-nous faire pour ne pas les rembourser ? »

La méthode classique pour sortir d'une telle situation est de :

1. laisser un certain nombre d'entreprises et de particuliers se déclarer en défaut de paiement, ce qui signifie des faillites, des expulsions et beaucoup de chômage (c'est ce qui est à l'oeuvre par exemple en Espagne depuis quelques mois – 2013), et
2. laisser les survivants se désengager en payant lentement.

Au rythme actuel, ce processus prendra entre 10 et 15 ans.

Cette option a les inconvénients suivants : les efforts de tous ne servent qu'à rembourser le passé, aucun effort nouveau ne vient financer ni l'investissement, ni la recherche, ni la création d'emploi. En conséquence, les nouveaux arrivants sur le marché du travail, les jeunes, ne trouvent aucun débouché nouveau, ni aucun financement pour leurs idées de créations d'entreprises ou d'innovation. C'est une société malade, stagnante.

Or une société malade et stagnante est le terreau parfait pour l'émergence de problèmes sociaux et politiques majeurs (cf la période de 15 ans qui a suivi la dernière récession de ce type en 1929)

L'idée qui sous-tend notre proposition serait donc de trouver un moyen de réduire le fardeau de la dette immédiatement, afin de réduire la durée de cet indispensable désendettement, tout en favorisant les gisements d'énergie nouvelle.

Une annulation pure et simple, du style du « Jubilee » périodique qui se pratiquait dans les sociétés pré-capitalistes, serait une excellente alternative à 15 ans de récession et de souffrance.<sup>23</sup>

---

22 Hudson, Michael: Scenarios for Recovery: How to Write Down the Debts and Restructure the Financial System (INET, Berlin, April 13, 2012a)

23 - Hudson, Michael (2004): The Archaeology of Money: Debt versus Barter Theories of Money's Origins  
- Wray, L. Randall, 2004: Credit and state theories of money: The contributions of A. Mitchell Innes  
- Graeber, David, 2011: Debt: The First 5000 Years

Malheureusement, cette solution radicale paralyserait le secteur bancaire par destruction violente d'actifs, et spolierait une immense partie de la population, dont les dépôts seraient évidemment, au mieux réduits, au pire détruits. Or, dans ces dépôts, il y a l'épargne de tout le monde, y compris celles des petits porteurs particuliers, des communes, des régions, des fonds de pension, des assurances, etc... Une annulation détruirait non seulement une partie de cette épargne, mais également les revenus de ceux qui en dépendent pour vivre.

Il faut donc trouver une solution qui ne soit destructrice ni pour les actifs financiers détenus par le secteur bancaire ni pour le public au sens large.

Le Quantitative Easing est une méthode qui a été largement utilisée par les Banques Centrales, y compris par la Banque Centrale Européenne. Malheureusement, l'effet des QE se limite à renflouer les réserves du système bancaire, pas l'économie réelle. En effet, nous l'avons vu, la création de monnaie centrale, ou monnaie de base, est destinée exclusivement aux banques. Les Banques Centrales espèrent ainsi que les banques commerciales vont reprendre leur création de monnaie privée en émettant de nouveaux crédits. Mais ce n'est pas du tout ce qui se produit. Pour qu'un nouveau crédit ait lieu, il faut non seulement qu'une banque puisse le créer, mais il faut aussi qu'un agent non-bancaire (un particulier, une entreprise, l'État), ait besoin de ce nouveau pouvoir d'achat et accepte de s'endetter pour l'obtenir. Or, nous l'avons vu, cette concordance est impossible dans une période où tout le monde veut au contraire réduire son endettement et rembourser ce qu'il doit. Le seul effet des QE opérés par les Banques Centrales est donc d'augmenter le ratio monnaie de base/obligations du secteur bancaire. C'est une augmentation de liquidité.

Notons bien que de ce fait, le QE n'est pas totalement inutile, loin de là. Il permettra éventuellement un jour de parvenir à une application aisée du 100% Monnaie, dans la mesure où toute la monnaie-dette circulant dans l'économie actuelle serait couverte par des montants identiques de monnaie de base au sein du système bancaire. On pourrait alors se rendre compte qu'il est non seulement inutile mais aussi nuisible d'utiliser un système de monnaie en location alors que la monnaie fixe, libre d'intérêt, existe aussi. Et décider d'entamer la transition.

Mais dans l'état actuel des choses, on ne peut que constater que le QE, dans sa forme actuelle, n'a guère d'autre intérêt que celui-là.

## **De la monnaie pour tous ?!**

Nous proposons donc une nouvelle forme de cet antique Jubilé que, compte-tenu de son applicabilité internationale, nous désignerons sous le nom de :

« Quantitative Easing For The People » (en français Assouplissement Quantitatif pour la population), simplifié en **QE4People**<sup>24</sup>.

La proposition est la suivante :

Au lieu d'effacer les tablettes et d'annuler purement et simplement l'argent dû, nous proposons d'émettre de la monnaie nouvelle, de la même manière que pour un QE traditionnel.

Mais au lieu d'attribuer ce nouveau pouvoir d'achat exclusivement au secteur bancaire, ou même à l'État, la monnaie nouvelle est distribuée directement au niveau de subsidiarité le plus fin possible, c'est-à-dire sur le compte individuel de chaque citoyen, régulièrement et sans condition.

À charge pour chacun d'utiliser cette monnaie en priorité pour rembourser ses dettes.

---

<sup>24</sup> Prononcer « Q E for people »

Trois cas de figure sont alors possibles :

- Un débiteur doit plus que ce qu'il reçoit : sa dette diminue mais n'est pas annulée.
- Un débiteur reçoit plus que ce qu'il doit : sa dette est annulée, et le reste de l'allocation peut être utilisé librement (épargne, consommation, investissement...)
- Un non-débiteur reçoit son QE4People alors qu'il n'a aucune dette à rembourser : il peut utiliser l'intégralité de l'allocation comme bon lui semble. (dito ci-dessus)

Cette opération entraîne sept effets principaux :

1. Les débiteurs voient leur niveau d'endettement diminuer.
2. Les non-débiteurs reçoivent une injection de monnaie permanente libre de dette.
3. La valeur des actifs financiers reste constante, mais connaît un effet de redistribution interne : la proportion des instruments de dette diminue, celle des actifs au comptant augmente. Les dépôts en monnaie-dette sont remplacés par des dépôts en monnaie de base. Il n'y a pas de création de nouveaux dépôts, et donc pas d'inflation monétaire.<sup>25</sup>
4. Les revenus des banques diminuent, car les liquidités ne rapportent rien, contrairement à la dette.
5. Les revenus financiers diminuent, car une proportion importante des dettes qui servaient de support à des produits dérivés ont été remboursées et n'existent plus.
6. La population qui détenait des titres (directement ou indirectement), se retrouve avec des rentrées régulières de liquidités. Les personnes concernées peuvent dépenser ce nouveau pouvoir d'achat de la même manière qu'elles dépensaient les gains que leur rapportait leur épargne.
7. Le reste de la population reçoit de manière inconditionnelle un revenu monétaire régulier qui constitue sa part du QE4People universel.

Cette réforme, pour utopique qu'elle puisse sembler au premier abord, est en fait sur le point d'être discutée au niveau européen. Elle s'inscrit dans le cadre plus vaste de la mise en place d'un Revenu de Base, qui pourrait être financé en tout ou en partie par cette méthode.

Une Initiative Citoyenne Européenne est en cours pour en demander l'étude de faisabilité.<sup>26</sup>

Des éléments essentiels de cette analyse sont également étudiés dans les plus hautes instances de décision économique.<sup>27</sup>

Il y aura un grand nombre de paramètres complexes à étudier avant de mettre en place une telle politique, en particulier de quelle manière déterminer la quantité de monnaie nécessaire et suffisante pour obtenir un effet positif à long-terme, tout en limitant les effets négatifs.

Il conviendra de toujours mettre en balance ces effets négatifs potentiels avec l'éventualité d'un désendettement complet et lent pouvant s'étaler sur des années, avec des conséquences difficiles à prévoir.

Les mécanismes de la création monétaire pourront s'inspirer de ceux des précédents QE, mais devront certainement être assouplis, notamment au niveau de l'interdiction faite aux Banques Centrales de financer directement les États par achat de titres souverains. Il faudra déterminer la manière dont les fonds seront acheminés vers le public, gérer les problèmes de liquidité des banques, puisque dans une telle opération elles perdraient une grande partie de

25 Benes, Jaromir and Michael Kumhof: The Chicago Plan, Revisited, IMF Working Paper, WP/12/202, August 2012

26 <http://basicincome2013.eu/>

27 - HM Treasury (UK) : Review of the Monetary Policy Framework, mars 2013

- IMF : Rethinking Macro Policy II, Washington DC, avril 2013 ;

- INET : Changing of the Guard, Annual Plenary Conference, Hong-Kong, avril 2013 ;

- « Fixing the banking system for good », Federal Reserve Bank of Philadelphia, avril 2013

- « The City and the Common Good – Good Money » St Paul's Institute, mai 2013



leurs sources de revenu, contrôler qu'un tel programme ne vienne pas simplement alimenter une bulle spéculative nouvelle, etc, etc...

### **Comment se prémunir contre les dangers potentiels de cette proposition ?**

Pour soutenir au mieux la stratégie d'un QE4People, nous devons, afin que le clavier monétaire ne dégénère pas en expérience d'apprenti sorcier, lui appliquer des règles et des limites précises.

Nous proposerons plusieurs axes de réflexion :

- Laisser à la Banque Centrale la possibilité de décider quel sera le montant maximum de création monétaire pour atteindre les objectifs prévus (croissance nominale du PIB, réduction du chômage, inflation).
- Créer, comme le propose le groupe Positive Money à Londres<sup>28</sup>, un Comité Monétaire Indépendant chargé de contrôler la totalité des opérations.
- Limiter l'utilisation de la création monétaire au moment précis du cycle économique où les agents sont en situation de désendettement et où l'économie est en récession.
- Limiter cette utilisation au temps nécessaire pour que les agents puissent se recapitaliser et que le secteur bancaire retrouve des ratios de liquidité et de capitalisation conformes à de nouvelles règles prudentielles.
- Étudier les modalités à long-terme d'une distribution monétaire équitable, inconditionnelle et symétrique dans le temps et dans l'espace au niveau le plus fin de subsidiarité, c'est-à-dire au profit de chaque citoyen.<sup>29</sup>

Quoi qu'il en soit, et quelles que soient les conditions qui seront appliquées, il est tout à fait possible d'entourer un système de relance monétaire de règles suffisamment claires pour que les dangers potentiels en soient tout à fait circonscrits.

Il y a des périodes de l'histoire où la création monétaire peut et doit être utilisée pour sortir d'une impasse économique qui menace de dégénérer en impasse sociale aux conséquences nationales et internationales malheureusement trop prévisibles.

Rappelons-nous que la montée des totalitarismes se font presque toujours dans des situations de détresse où les électeurs sont prêts à voter pour le premier sauveur qui se présente et qui offrira d'imposer des mesures d'urgence que les gouvernements précédents, craignant pour leurs privilèges, n'ont pas eu le courage de mettre en place.

Le Quantitative Easing traditionnel, comme nous l'avons vu, n'est pas directement efficace sur le flux des revenus. Le choix est donc le suivant : Continuer à utiliser les outils traditionnels (plusieurs centaines de milliards de QE, incitations à l'emprunt bancaire, dérégulation des ratios de liquidité ou de solvabilité, avec les effets contraires et les effets secondaires que nous connaissons), ou bien recourir à une politique plus radicale (création et distribution de monnaie permanente par un système de QE4People).

Laquelle de ces deux options sera la plus efficace pour sortir de la crise ? Et laquelle aura le moins d'effets secondaires ou contraires ?

La seule réponse honnête est : « ON NE SAIT PAS. »

---

28 [www.positivemoney.org/](http://www.positivemoney.org/)

29 Laborde, Stéphane, 2012, Théorie Relative de la Monnaie, Version 2.718 GNU Public Licence V3

C'est précisément la raison pour laquelle nous avons rédigé cette proposition : pour montrer que ce sont seulement des raisons psychologiques ou politiques qui nous retiennent, et qu'il est urgent et nécessaire de lancer des recherches à la fois théoriques et empiriques pour démontrer ou réfuter enfin la validité de ces arguments.

Nous ne connaissons pas les réponses, mais nous devons nous poser les questions.

## Conclusion

1. La variation du niveau d'endettement global est un élément essentiel de l'apparition des périodes d'euphorie et de récession qui sont à l'origine du concept de « cycle économique » ;
2. La quantité de monnaie scripturale en circulation dans une économie (la « monnaie secondaire », ou « monnaie de crédit », qui représente environ 90% de la masse monétaire totale existante) évolue en fonction de la différence entre les crédits créés et attribués par le secteur bancaire et les crédits remboursés et détruits ;
3. Les récessions sont dues à une réduction de l'endettement, dû elle-même à des montants de remboursements non remplacés par des montants de crédits nouveaux, ce qui réduit en conséquence le total des dépôts, c'est-à-dire la quantité de monnaie en circulation ;
4. Lors des cycles de contraction, il convient d'adopter non pas des politiques de réduction des budgets nationaux, qui ne feraient que réduire encore la quantité de monnaie en circulation (soit par diminution des dépenses publiques, soit par augmentation des perceptions fiscales) mais bien au contraire des politiques d'injection de monnaie libre de dette sous la forme, précisément, soit de réduction d'impôts, soit d'augmentation des dépenses, soit de revenu monétaire individuel (QE4People) ;
5. Durant ces périodes, les politiques d'austérité se révèlent au mieux sans effet, au pire exercent un effet procyclique destructeur ;
6. Une alliance entre les Banques Centrales et les gouvernements est toujours possible pour prendre des décisions monétaires et budgétaires ;
7. Une politique de création et de distribution monétaire directement auprès du public (QE4People) n'aurait pas plus ni moins d'effet inflationniste que les autres politiques de relance par le crédit. Les effets secondaires en seraient probablement moins élevés ;
8. Les risques que représente une utilisation sans contrôle de cette stratégie par la classe politique sont importants, il convient donc d'établir des règles strictes et symétriques au niveau de leur application ;
9. Ces techniques nouvelles et inédites doivent absolument être étudiées au plus haut niveau de décision des autorités politiques, bancaires et législatives et être soumises à l'entière information, à la consultation et à l'approbation des populations.

## Notes complémentaires

### Applicabilité de ces stratégies pour différentes zones monétaires

Pour le cas japonais, ce que proposait Bernanke en 2003 (Helicopter Money) aurait pu effectivement éviter au pays de stagner jusqu'à aujourd'hui. Si le Japon, suivant ces conseils, avait mis en place cette stratégie en 2003, la situation économique de sa population serait certainement beaucoup moins tendue à ce jour. Les derniers développements de l'actualité semblent prouver que, avec quelques 10 années de retard, cet avis a finalement été entendu et suivi, du moins en partie. (Financial Times - 4 avril 2013)

Pour le cas des États-Unis, les politiques actuelles ressemblent à s'y méprendre à du QE4People, mais pas tout à fait. La monnaie nouvelle est injectée de manière permanente dans l'économie financière, mais il ne s'agit que de monnaie de base, de réserves destinées à ré-équilibrer les bilans des banques, pas les bilans des agents de l'économie réelle. La monnaie émise n'est distribuée qu'au secteur bancaire, qui en profite pour continuer à grossir. Les monceaux de liquidité créés s'investissent dans les marchés financiers où ils aspirent l'épargne réelle des entreprises et des particuliers. Précisons au passage que les agents privés, face à la montée artificielle des indices que ces investissements occasionnent, n'ont en fait pas d'autre solution, pour protéger leur épargne, que de la donner en pâture au monde de la finance.

Pour ce qui concerne la zone Euro, ces politiques, pour être mises en place, supposeraient une alliance monétaire complète entre les gouvernements. Les pays de la zone euro ne peuvent pas produire leur propre monnaie. Les traités interdisent théoriquement la Banque Central Européenne de financer un déficit public supérieur à 3% de leur PIB. Les gouvernements de ces pays doivent donc émettre des titres de dette nationale en euros afin de financer des déficits supérieurs à 3% du PIB. Ce qui les oblige ensuite, bien entendu, à taxer leurs populations pour leur faire payer les intérêts, au taux que le marché aura décidé.

Une avancée intéressante<sup>30</sup> serait la création d'obligations européennes, ou Eurobonds, émises par une autorité fiscale européenne en échange des stocks de titres existants, ce qui permettrait de libérer tous les pays de la zone euro du risque de défaut et supprimerait les différentiels de taux entre les différentes dettes nationales. Une nouvelle souveraineté européenne en quelque sorte.

### Conséquences de la stratégie QE4People

Les conséquences de la création de monnaie permanente selon la proposition QE4People peuvent se révéler très positives, allant d'une simple sortie de crise à la création de nouvelles industries, de nouveaux domaines de recherches, à une liberté nouvelle pour les créateurs d'entreprise et de richesse, un renouveau de la construction, de l'innovation, du développement international.

*A contrario*, les contrats d'endettement qui nous tiennent aujourd'hui lieu de monnaie, peuvent devenir un sujet majeur d'instabilité et de nuisance.

Une monnaie dématérialisée permanente bien gérée peut sans aucun doute apporter une économie équilibrée sur le long terme, tout en nous laissant la possibilité que cet économie reprenne une évolution naturelle, avec pourquoi pas une croissance douce, ne provenant ni d'un excès de crédit, ni d'un excès de monnaie.

La monnaie, dans sa forme permanente, immatérielle, dans son rôle fondamental d'outil de comptabilité mutuelle, émise, distribuée et utilisée selon des règles symétriques, équitables et non prédatrices, peut devenir pour l'humanité un outil essentiel d'émancipation.

### L'avenir du secteur financier

La finance joue un rôle essentiel dans l'économie, celui de fournir du capital au secteur non-financier, en apportant directement ou indirectement des fonds destinés à réaliser des investissements, des créations d'entreprises, acquérir des biens immobiliers, effectuer des dépenses.

Son rôle est destructeur quand elle sert à promouvoir des effets de levier spéculatifs en finançant des activités qui reposent sur la réalisation de plus-values pour être rentables.

Or, c'est ce dernier type qui constitue la majorité de l'activité du secteur financier aujourd'hui, au détriment de la production réelle. On sait désormais que les crises économiques ont toujours été causées par un financement destiné à spéculer sur les prix plutôt qu'à financer l'économie réelle. C'est la cause d'un grossissement exponentiel du secteur. La taille du secteur financier est passée en moyenne de 10% du PIB en 1970 à plus de 120% en 2009.

---

<sup>30</sup> Soros, Georges, 2013: How to save the European Union from the euro crisis  
<http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech>

Pour éviter l'écroulement complet du système, la dette doit être résorbée. La conséquence naturelle sera la contraction du système financier lui-même. Au bout du compte, la monnaie redeviendra un outil de service et non d'asservissement.

On constate empiriquement que la taille du secteur financier est directement corrélée au niveau de dette dans l'économie. Une réduction de la dette de moitié entraînerait déjà des effets très importants sur l'économie réelle et sur le secteur bancaire. Il est certain qu'une grande partie des gens actuellement employés par ce secteur devront trouver une autre forme d'activité dans les années à venir.

On peut ajouter que l'instauration d'une réforme suivant un 100% Monnaie et un QE4People aurait pour principale conséquence d'aplanir considérablement les cycles d'euphorie/dépression constatés jusqu'ici, ce qui serait sans nul doute une grande amélioration, y compris pour le secteur bancaire lui-même. En effet, il bénéficierait au premier chef de la manne d'une émission de monnaie nouvelle libre de dette, ce qui le libèrerait d'une part du risque extrême de « bank run » ou ruée sur les guichets, et d'autre part du coût de gestion du système actuel de réserves obligatoires.

Cette réforme permettrait par ailleurs aux banques de se recentrer sur leur cœur de métier historique, à savoir la mise en relation d'épargnants et d'emprunteurs, et la transmission des uns aux autres d'argent préalablement existant.



---

## Table des matières

Résumé	4
Notions préliminaires	4
Le rôle central de la monnaie	4
Crédit et endogénéité de la monnaie	4
Dette et grands agrégats	5
Surendettement et récession : la chaîne de causalité	6
Surendettement et désendettement : le « paradoxe de Fisher »	6
Macroéconomie, instabilité et « Finance Ponzi »	7
L'économie peut-elle proposer une vision pour l'avenir ?	8
1ère partie - Analyse	10
Présentation	10
Monnaie-Dette : bug ou fonctionnalité ?	10
Outils et objectifs, le tabou de la création monétaire	11
Références : les « Grands Anciens » et les contemporains	12
Plan	13
Le cadre	14
Les outils	14
Indépendance des outils et des effets : inflation ou pas inflation ?	14
Réduire l'instabilité – Le 100% Monnaie	15
Le système existant	16
Qu'on se le dise : les banques créent de la monnaie !	17
Défense du système à réserve fractionnaire	17
Question préalable	18
La spirale infernale	19
Un cas d'école	20
Conclusion de la première partie	20
2ème partie - Action	22
Les outils disponibles	23
Les causes cachées, ou « payer ses dettes appauvrit » !	24
La masse monétaire, c'est le passif des émetteurs de monnaie. (Secteur bancaire ou État)	25
Déficit public et monnaie	25
Que disait Ben ?	26
Alors, inflation ou pas inflation ?	27
QE4People : Vertu technique, vice politique	27
Alors que faire ?	28
S'opposer ou coopérer ?	29
3ème partie - Proposition	30
Choix cornélien ou évidence ?	30
Présentation	31
Comment se prémunir contre les dangers potentiels de cette proposition ?	33
Conclusion	35
Notes complémentaires (Applicabilité, conséquence, conclusions)	36

- Allais, Maurice - La Crise mondiale d'aujourd'hui. Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires - 1999
- Benes, Jaromir and Michael Kumhof: The Chicago Plan, Revisited, IMF Working Paper, WP/12/202, August 2012
- Bernanke, Ben - Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, Tokyo, May 2003
- Blanchard, Olivier and Daniel Leigh: Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper, January 2013.
- Carney, Mark: Guidance, Remarks to the CFA Society of Toronto, December 2012
- Cecchetti, Stephen and Enisse Kharroubi, 2012: Reassessing the impact of finance on growth
- DeLong, Bradford and Larry Summers: Fiscal Policy in a Depressed Economy, Brookings Panel on Economic Activity, Spring 2012.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1999a), The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment, *Journal of Finance*, 54, 1939–67
- Financial Times, 4 avril 2013 - Bank of Japan unveils aggressive easing (<http://www.ft.com/>)
- Fisher, Irving, 1933: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions - *Econometrica*
- Fisher, Irving, 1936: 100% Money and the Public Debt, Cornell University Economic Forum
- Friedman Milton, A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability, *American Economic Review*, Vol. 38, No. 3. (Jun., 1948)
- Friedman, Milton - The Optimum quantity of Money – 1949
- Goodhart, Charles E (1989), The Conduct of Monetary Policy, *Economic Journal*, 99
- Graeber, David (2011), *Debt: The First 5000 Years*. Brooklyn, N.Y: Melville House
- Häring, Norbert, 2013: The veil of deception over money: how central bankers and textbooks distort the nature of banking and central banking, *real-world economics review*, issue no. 62, 25 March 2013, pp. 2-18, <http://www.paecon.net/PAEReview/issue63/Haring63.pdf>
- Holmes, A.R. (1969), Operational Constraints on the Stabilization of Money Supply Growth, in Morris, F.E. (ed), *Controlling Monetary Aggregates*. The Federal Reserve Bank of Boston, Nantucket Island; 65–77
- Hudson, Michael (2004). *The Archaeology of Money: Debt versus Barter Theories of Money's Origins*.
- Hudson, Michael: Scenarios for Recovery: How to Write Down the Debts and Restructure the Financial System (INET, Berlin, April 13, 2012a)
- Hudson, Michael: Europe's sovereign debt crisis in historical perspective - Sankt Georgen University, Frankfurt, June 22, 2012
- Keen, Steve, S., 2011: A monetary Minsky model of the Great Moderation and the Great Recession., *J. Econ. Behav. Organ.* (2011)
- Keen, Steve, S., 2012: *The Debtwatch Manifesto*, [www.debtdeflation.com](http://www.debtdeflation.com)
- Keen, Steve, S., 2013: Predicting the 'Global Financial Crisis': Post-Keynesian Macroeconomics, University of Western Sydney, Sydney, NSW, Australia
- Keynes, John Maynard - *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Chapter 10, Section 6 (1936)
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott. (1990), Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 14(2), 3–18.



Koo, Richard, 2013, The Future of Central Banking - INET Hong Kong, <http://www.youtube.com/watch?v=wjUO6So8BzQ&t=27m43s>

Laborde, Stéphane, 2012, Théorie Relative de la Monnaie, Version 2.718 GNU Public Licence V3

Minsky, Hyman, 1969, Private Sector Asset Management and the Effectiveness of Monetary Policy: Theory and Practice, *Journal of Finance*, 24, 223–38

Minsky, Hyman, 1982, Can “It” Happen Again?: Essays on Instability and Finance, M.E. Sharpe, Armonk, N.Y.

Minsky, Hyman, 1986: Stabilizing an Unstable Economy- Yale University Press

Schularick, Moritz & Alan M. Taylor, 2009: Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises 1870–2008

Schumpeter, J.A. (1934), "The Theory of Economic Development : An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle". Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts

Simons, Henry C., Rules Versus Authorities in Monetary Policy, *Journal of Political Economy* 44 (February 1936)

Soros, Georges, 2013: How to save the European Union from the euro crisis  
<http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech>

Turner, Adair, 2012: Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from some old Economics Texts, South Africa Reserve Bank

Wray, L. Randall: Credit and state theories of money: The contributions of A. Mitchell Innes.

Gérard Foucher - Juin 2013  
Licence Creative Commons CC-BY

Du même auteur :  
Les secrets de la monnaie – Changer la monnaie pour changer le monde  
<http://libertybooks.eu>

Contact :  
gerardfoucher@gmail.com  
Tél : 06 08 94 00 22