

Monétisation des déficits publics, inflation et crises monétaires

Co-direction de thèse envisagée : Cédric Durand (MCF HDR) et Jonathan Marie (MCF)
CEPN

Procédure de contrats doctoraux fléchés ERASME, 2020

Présentation du projet de thèse (contexte, cadre théorique et intérêt de la recherche)

Le 24 octobre dernier, M. Draghi quittait la présidence de la Banque Centrale Européenne, adressant une dernière recommandation : « la politique monétaire pourraient atteindre ses objectifs plus rapidement, et avoir moins d'effets secondaires négatifs, avec l'aide des politiques budgétaires ».

La politique budgétaire et même la monétisation des déficits publics seraient donc bien des outils à disposition des autorités pour favoriser la transition énergétique, pour sortir les pays développés de la stagnation économique ou pour favoriser le développement des pays les moins riches.

De telles préconisations sont plus régulièrement formulées depuis la crise de 2008, par les chercheurs comme par les praticiens, alors que les trois décennies précédentes étaient marquées par la très nette domination de la politique monétaire sur la politique budgétaire.

L'économiste britannique A. Turner (2013, p.2) se proposait en 2013 de briser un « tabou » en recommandant « la monétisation permanente de la dette publique » pour sortir définitivement de la crise. Des économistes comme R. Wray mettent au cœur de leurs analyses et recommandations l'indispensable soutien de la banque centrale au Trésor afin de régler les problèmes de sous-emploi et de mettre en place la transition écologique.

La thèse vise à mobiliser et étudier spécifiquement les théories économiques institutionnalistes qui recommandent la subordination de la politique monétaire à la politique budgétaire. Cette étude s'effectuera par les analyses des filiations théoriques, des débats entre courants de pensée comme par l'étude d'épisodes historiques.

Il est indispensable de s'intéresser à la *Modern Money Theory* (MMT). Théorie institutionnaliste identifiant la monnaie à l'État dans une relation verticale, cette école de pensée américaine apparaît au début des années 1990. Branche du courant post-keynésien, ses économistes, parfois nommés néo-chartalistes en référence à Knapp, théorisent le financement monétaire de déficits pour atteindre des « objectifs publics », alors même que l'indépendance des banques centrales et l'austérité budgétaire s'imposaient comme la norme. Aujourd'hui, la MMT est au cœur du débat politique et économique aux États-Unis, le financement monétaire d'un *Green New Deal* étant une ambitieuse proposition de politique économique qui trouve un écho important.

Les néo-chartalistes opèrent plusieurs renversements théoriques par rapport à la théorie standard. Le premier étant l'impossibilité pour un gouvernement souverain d'être confronté à une absence de contrepartie dans le cadre de l'émission de ses obligations : pour garantir la stabilité du taux d'intérêt, poussé à la hausse par les opérations budgétaires de l'État en cas de soutien budgétaire à l'activité, la banque centrale s'assurera toujours que le système bancaire dispose de réserves suffisantes pour assurer l'achat des titres publics. Tout se passe comme si la banque centrale monétisait la dette publique (Tymoigne et Wray, 2013). Les néo-

chartalistes recommandent alors au gouvernement d'officialiser ce constat, en procédant directement au financement monétaire de ses déficits par la banque centrale (Wray, 2015) ce qui libère des marges de manœuvre remarquables à la politique économique.

Le risque inflationniste encouru par une telle mesure est une objection habituelle au raisonnement. La réfutation de celle-ci par les néo-chartalistes nous amène à évoquer le deuxième renversement qu'ils opèrent : selon eux, l'impôt est un instrument de la politique monétaire (Fullwiler, 2010). Le but de l'impôt n'est donc pas de financer les dépenses du gouvernement mais au contraire de limiter l'impact inflationniste de l'augmentation de la demande résultant de ces dépenses (Wray, 2015). Le contrôle qu'exerce l'autorité publique sur la monnaie l'autoriserait à laisser filer les déficits sans crainte afin de financer les projets indispensables à la collectivité.

Mobiliser l'analyse post-keynésienne traditionnelle de l'inflation doit nous permettre de discuter ce raisonnement. Pour les post-keynésiens, l'inflation est la conséquence des caractéristiques du conflit de répartition qui oppose travailleurs et capitalistes sur le partage de la valeur ajoutée. Quand les salariés bénéficient d'un pouvoir de négociation élevé, ils sont en position de force pour obtenir une hausse des salaires nominaux. En réaction, en fonction de leur pouvoir de marché, les capitalistes élèvent les prix afin de maintenir leur taux de marge. Dans ce contexte, les politiques publiques volontaristes de monétisation des déficits visant au plein-emploi permanent élèveront le pouvoir de négociation des travailleurs, se répercutant ainsi sur les prix, générant un contexte inflationniste, risque qui peut paraître sous-estimé par la MMT.

La possibilité d'un rejet complet de la monnaie domestique par ses utilisateurs est un risque qui n'est pas envisagé. Mobiliser ici l'institutionnalisme monétaire français permettra de discuter de manière originale les raisonnements néo-chartalistes. Analysant le fait monétaire, des auteurs comme Aglietta et Orléan (1982 ; 1998) ont théorisé l'indispensable et fragile confiance des agents économiques envers une monnaie et la possible incapacité d'une autorité à imposer son unité de compte et donc sa monnaie.

Dès lors, comment garantir que les politiques d'accélération de la création monétaire recommandées par la MMT ne créent pas une perte de confiance des agents économiques, provoquant des comportements de « fuite devant la monnaie », pouvant favoriser la substitution de la monnaie étatique par des valeurs refuges, et même l'élection possible d'un de ces substituts ? Comme l'indiquent Desmedt et Piégay (2007, p.122) : « Si l'État émet une monnaie de manière autoritaire, il court le risque de ne pas parvenir à l'imposer à la collectivité. Si les agents doutent du pouvoir d'achat de cette monnaie, ils ne l'acceptent pas et préfèrent conserver ce pouvoir d'achat sous une autre forme jugée plus sûre ».

L'histoire fournit des exemples d'expériences au cours desquelles de tels phénomènes monétaires surviennent et qu'il faudra analyser avec la grille de lecture développée dans la thèse, en mobilisant aussi les analyses en terme de « hiérarchie du système monétaire » (toutes les monnaies ne sont pas recherchées de la même façon) et en s'attachant à déterminer les fondements macroéconomiques de la perte ou non de la confiance dans la monnaie. Il est donc absolument essentiel de développer dans la thèse une perspective historique. En fait, la thèse pourra être qualifiée de thèse d'économie politique historique.

A ce titre, deux épisodes de l'histoire des États-Unis devraient être abordés dans la thèse.

Les États-Unis ont connu deux épisodes hyperinflationnistes survenus à la suite des émissions du « *Continental dollar* » pendant la guerre d'indépendance et du « *Confederate dollar* » pendant la guerre de sécession. Selon les néo-chartalistes, on a là une démonstration de leur thèse. Au cours de ces deux événements, les autorités politiques n'avaient ni la capacité, ni la volonté, d'imposer suffisamment leur unité de compte, leur monnaie. L'asymétrie entre d'un

côté l'abondance des billets mis en circulation, servant à financer les dépenses de guerre, et de l'autre la quasi-inexistence des impôts qui auraient servi à maintenir une demande pour ces billets et à les retirer de la circulation, dans un contexte de pénurie des ressources dans les secteurs indépendants de l'effort de guerre, serait à l'origine de la perte de valeur interne de ces monnaies (Wray, 1998 et Wray, 2015). A rebours de cet exemple, les néo-chartalistes soulignent la capacité qu'ont eu les États-Unis, durant la seconde guerre mondiale, à financer par la création monétaire les déficits nécessaires à une économie de guerre, tout en contenant avec succès les pressions inflationnistes¹ par l'impôt, l'épargne forcée, le contrôle des prix, ou encore le rationnement (Wray, 2019).

Au-delà de ces deux exemples sur les États-Unis, les crises monétaires liées à des épisodes hyperinflationnistes ou quasi-hyperinflationnistes sont nombreuses dans l'histoire, souvent peu étudiées (l'hyperinflation allemande de 1921-23 étant peut-être l'exception, et il faudra bien sûr rappeler les analyses effectuées à propos de cette crise). La grille de lecture institutionnaliste développée dans la thèse devra être confrontée à des épisodes contemporains de crise monétaire et/ou de forts déficits publics. On pense par exemple à la crise hyperinflationniste vénézuélienne actuelle.

Discuter ces exemples pourrait permettre de révéler le rôle de la confiance. L'avènement des crises monétaires ne dépendrait alors pas exclusivement des politiques mises en œuvre par un État mais également d'affects psychologiques et sociaux (parmi lesquels les comportements mimétiques et la préférence pour la liquidité jouent un grand rôle). Ces questionnements justifient l'ouverture pluridisciplinaire du travail à mener.

En résumé, la thèse cherche, par la mobilisation d'un cadre théorique institutionnaliste, à évaluer la capacité de la politique monétaire à favoriser la mise en place d'une transition économique compatible avec les enjeux environnementaux contemporains.

Insertion dans le projet du laboratoire, logique interdisciplinaire et recrutement extérieur

Ce projet de thèse s'articule clairement avec le projet du laboratoire et la thèse pourrait renforcer des dynamiques de recherche déjà en cours.

L'étude de crises monétaires envisagée dans cette thèse s'articule avec le programme transversal *Crises, inégalités, développement*. Cet aspect de la thèse trouvera un environnement favorable au CEPN, plusieurs travaux récents portant sur les épisodes hyperinflationnistes ayant été préparés au laboratoire (voir par exemple Charles et Marie ; 2017 ou 2019). D'ailleurs, l'étude des questions monétaires a depuis longtemps été au cœur des thématiques du CEPN.

La recherche doctorale pourra s'appuyer plus spécifiquement sur les compétences scientifiques présentes au sein de l'équipe DyCAP. Les directeurs de la thèse, membres de cette équipe, ancrent eux-mêmes leurs recherches dans des cadres théoriques qui seront mobilisés dans la thèse. De plus, les problématiques au cœur du projet liées aux enjeux et au financement de la transition écologique, sont d'ores et déjà étudiées au sein de l'équipe, mais par des méthodes différentes (à travers les modélisations de dynamiques macroéconomiques notamment). Cette thèse permettrait donc de renforcer l'expertise collective sur ces questions au sein du laboratoire.

Un tel projet de thèse, assumant la nécessaire ouverture de la réflexion en sciences économiques sur les apports d'autres sciences sociales, nécessite un recrutement extérieur aux masters de Paris 13 d'un.e candidat.e au doctorat. Si l'université Paris 13 héberge des masters

¹ Le déficit public s'est accru de moins de 5% du PIB en 1941 à 26% début 1943, au moment même où l'inflation, après avoir atteint un pic de 10% en 1942 décroissait considérablement (Wray, 2019).

de haut niveau en économie hétérodoxe, les parcours formant à la macroéconomie n'axent pas les enseignements sur l'analyse historique, les analyses sociologiques (on pense ici à la sociologie de la monnaie et à des auteurs comme Geoffrey Ingham par exemple) ou encore les sciences politiques (les travaux de Benjamin Cohen pourront être utiles), soit autant d'apports transdisciplinaires qui devront être mobilisés dans la thèse.

Références bibliographiques

- Aglietta M. ; Orléan A. (1982), *La violence de la monnaie*, Presses universitaires de France
- Aglietta M. ; Orléan A. (1998), *La monnaie souveraine*, Odile Jacob
- Bellofiore, R. et al. (2018), *Penser la monnaie et la finance avec Marx. Contributions en l'honneur de Suzanne de Brunhoff*, Presses universitaires de Rennes
- Charles S. ; Marie J. (2017), "Bulgaria's Hyperinflation in 1997: Transition, Banking Fragility, and Foreign Exchange", *post-Communist Economies*, Vol.29 Issue 3
- Charles S. ; Marie J. (2019), "How Israel avoided hyperinflation. The success of its 1985 stabilization plan in the light of post-Keynesian theory", *Review of International Political Economy*, à paraître
- Desmedt L. ; Piégay P. (2007), « Monnaie, État et Production : apports et limites de l'approche néo-chartaliste », *Cahiers d'Économie Politique*, n°52
- Durand C. (2017), *Fictitious capital: How finance is appropriating our future*, Verso Books
- Epstein G. (2019), *What's Wrong with Modern Money Theory?: A Policy Critique*, Springer, 2019.
- Fullwiler S. (2010), "Modern Monetary Theory – A Primer on the Operational Realities of the Monetary System", *Working Paper*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1723198 2010
- Tymoigne E. ; Wray L. R. (2013), "Modern Money Theory 101: A Reply to Critics", *Working Paper N°778*, Levy Economics Institute of Bard College
- Turner A. (2013), "Debt, Money and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?", *Occasional Paper N°87*, Group of Thirty
- Wray L. R. (1998), *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Edward Elgar Publishing
- Wray L. R. (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 2nd edition, Palgrave Macmillan
- Wray L. R. (2019), "Alternative paths to modern money theory", *Real-World Economics Review*, n°89
- Wray L. R. ; Nersisyan Y. (2019), "How to Pay for the Green New Deal", *Working Paper N° 931*, Levy Economics Institute of Bard College