Institut Veblen pour les réformes économiques

La « monnaie hélicoptère » contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire

Jézabel Couppey-Soubeyran*

AVRIL 2020

RÉSUMÉ

La crise sanitaire du Covid-19 plonge nos économies dans une crise d'une ampleur inédite. Pour financer les mesures d'urgence, les États sont en train d'augmenter rapidement leur niveau d'endettement en empruntant sur les marchés obligataires, tandis que la BCE ouvre des nouveaux programmes d'achats et assouplit encore les conditions de refinancement bancaire. Mais augmenter la dette publique et faire confiance au crédit bancaire pour relancer l'économie réelle n'est pas la solution à la hauteur du défi ; pour éviter la récession et réduire les coûts sociaux de la crise, l'Europe a besoin d'une politique monétaire innovante qui vienne s'articuler au mieux aux plans d'aide budgétaires.

La note propose de recourir pour un temps limité au transfert direct de monnaie par la banque centrale, c'est-à-dire à la « monnaie hélicoptère ». La monnaie hélicoptère n'est pas une nouvelle forme de monnaie centrale ou une nouvelle façon de la créer ; c'est juste une façon différente de la distribuer et de la déverser dans l'économie, sans passer par les banques et les marchés financiers. Dans la phase actuelle de sauvetage de l'économie en temps de confinement, la monnaie hélicoptère devrait aller aux États pour monétiser la dépense publique. Puis, dans un second temps, celui du réamorçage de l'économie, la monnaie hélicoptère pourrait être versée aux ménages et aux entreprises afin d'augmenter sans délai et sans défaut de transmission, la dépense privée, tout en poursuivant la dépense publique pour contrer la dépression et préparer l'avenir.

Ces mesures temporaires préserveraient les marges de manœuvre financières des États pour relever les défis de demain, tout en limitant les effets inégalitaires qui accompagnent les mesures habituelles. À moyen terme, les pistes esquissées sur la monétisation de la dépense publique pourraient également permettre de financer les investissements des États dans la transition écologique et sociale, conformément aux objectifs annoncés dans le Green Deal européen.

---

* Jézabel Couppey-Soubeyran est maîtresse de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et professeure associée à l'Ecole d'économie de Paris. Ses recherches portent sur les banques, le financement de l'économie, les politiques monétaires et prudentielles.

Nos publications récentes

NOTES & ÉTUDES

Réussir le « Green Deal » : un programme social-écologique pour sortir l'Europe de la crise, mars 2020, par Wojtek Kalinowski, Julien Hallak & Mathilde Dupré

Un « drone monétaire » pour remettre la politique monétaire au service de tous, janvier 2020, sous la direction de Jézabel Couppey-Soubeyran, avec Emmanuel Carré, Thomas Lebrun & Thomas Renault

Un accord perdant-perdant. Analyse préliminaire de l'accord de commerce entre l'UE et le Mercosur, novembre 2019, par Mathilde Dupré

« Libra : risques de fragmentation monétaire et comment y répondre », octobre 2019, par Nicolas Dufrêne

Mettre le commerce au service de la transition écologique et sociale, octobre 2019, par Mathilde Dupré & Samuel Leré

Accords de commerce : le débat est-il à la hauteur des enjeux ?, octobre 2019, par Julien Hallak

Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne, mars 2019, par Wojtek Kalinowski & Stanislas Jourdan

Dix ans après la crise financière, comment enseigne-t-on la finance ?, décembre 2018, par Jézabel Couppey-Soubeyran, Laurence Scialom, Stéphanie Serve & Yamina Tadjeddine

LIVRES

Pour une écologie numérique, par Éric Vidalenc, Les Petits Matins/Institut Veblen, 2019.

Devoir de vigilance. Une victoire contre l'impunité des multinationales, par Olivier Petitjean, ECLM, octobre 2019

LA MONNAIE HELICOPTERE POUR FAIRE FACE A LA DEPRESSION CAUSEE PAR LE CORONAVIRUS

JEZABEL COUPPEY-SOUBEYRAN

AVRIL 2020

Association à but non lucratif, l'Institut Veblen promeut les idées économiques et les politiques publiques qui font avancer la transition écologique. À travers nos publications et nos actions nous œuvrons pour une économie plus juste et respectueuse des limites physiques de la planète.

www.veblen-institute.org

Nous sommes soutenus dans notre mission par la Fondation Charles-Léopold Mayer.

Fondation Charles Léopold Mayer pour le Progrès de l'Homme

Introduction

Dans une note publiée par l'Institut Veblen en janvier dernier[1], nous analysions, avec mes co-auteurs, le dysfonctionnement persistant d'une politique monétaire qui repose exclusivement sur le canal des banques et des marchés financiers, et proposions un outil alternatif : une variante de la monnaie hélicoptère, qui s'appuierait sur une innovation technique pour opérer un transfert direct mais limité de la Banque centrale européenne (BCE) aux ménages de la zone euro. Publiée avant l'éclatement de la pandémie de Covid-19 sur le sol européen, cette proposition se limitait à renforcer la capacité de la BCE à atteindre son objectif d'inflation et à soutenir mieux l'économie en diminuant les impacts inégalitaires de la politique monétaire actuelle, par une voie alternative au canal bancaire conventionnel. Le contexte récent ne fait que renforcer l'intérêt de ce débat car nous avons besoin de la création monétaire directe pour faire face à cette crise sanitaire, comme à celles à venir, dont les scientifiques nous disent qu'elles pourraient se multiplier à cause de la crise climatique et de l'effondrement de la biodiversité.

Cependant, notre proposition initiale demande à être actualisée pour tenir compte de la situation présente. La monnaie hélicoptère ne peut ainsi plus être réservée aux ménages mais être proposée également aux entreprises et aux États, en distinguant deux phases : celle actuelle de sauvetage de l'économie en temps de confinement, durant laquelle la monnaie hélicoptère doit aller aux États pour monétiser la dépense publique, celle ensuite du réamorçage, où la monnaie hélicoptère versée aux ménages et aux entreprises permettrait d'augmenter sans délai et sans défaut de transmission la dépense privée, tout en poursuivant la dépense publique pour contrer la dépression et préparer l'avenir.

Pour financer les mesures d'urgence et compenser les pertes de revenu des ménages et des entreprises, les États sont en train d'augmenter rapidement leur dette en empruntant sur les marchés obligataires, tandis que la BCE vient de lancer des nouveaux programmes d'achats et d'assouplir encore les refinancements bancaires pour faciliter l'endettement. La monnaie hélicoptère propose une autre solution : un instrument de politique monétaire et/ou de monétisation de la dépense publique. Les blocages culturels et intellectuels sur ce plan sont si grands que la probabilité de la voir entrer dès aujourd'hui dans la boîte à outils des banques centrales est très faible. Mais, à défaut, si ce débat peut contribuer à mieux faire comprendre au grand public ce que sont la monnaie et la politique monétaire, ce sera déjà bien. Les économistes et les décideurs ont tout autant à y gagner tant la plupart négligent encore dans leurs raisonnements la dimension monétaire et financière de l'économie.

1. Pourquoi avoir recours à la monnaie hélicoptère ?

1.1. Contourner les canaux défaillants

Tout d'abord, qu'est-ce que la monnaie hélicoptère ? À vrai dire, il n'existe pas de théorie clairement établie à son sujet, mais un nombre croissant de travaux lui sont consacrés depuis

[1] Sous la direction de Jézabel Couppey-Soubeyran, avec Emmanuel Carré, Thomas Lebrun & Thomas Renault, « Un "drone monétaire" pour remettre la politique monétaire au service de tous », note de l'Institut Veblen, janvier 2020.

2010, avec un pic en 2016 coïncidant avec la publication du livre *Between Debt and the Devil*[2] d'Adair Turner, l'ancien président de l'autorité qui surveillait les banques et les marchés financiers au Royaume-Uni avant la crise financière. L'expression de « monnaie hélicoptère » en tant que telle est attribuée à Milton Friedman – ce qui d'ailleurs peut cristalliser quelques oppositions de principe – pour désigner, par l'image, comment accroître la quantité de monnaie en circulation en situation de déflation. Il n'en a fait, cependant, ni la théorie ni la prescription.

La monnaie hélicoptère peut être définie, de prime abord, comme un transfert de monnaie centrale aux ménages, mais rien n'empêche de décliner le concept et d'envisager un transfert direct de monnaie centrale aux entreprises ainsi qu'à l'État. Dans cette dernière option, le transfert direct de monnaie centrale à l'État équivaut à une monétisation de la dépense publique, c'est-à-dire une prise en charge sans contrepartie de la dépense publique par la banque centrale.

L'atout de la monnaie hélicoptère est d'offrir un instrument qui permet de s'affranchir des canaux traditionnels de la politique monétaire, ce qui peut s'avérer nécessaire dans certaines circonstances. De quelles circonstances s'agit-il ? Tout simplement lorsqu'ils dysfonctionnent et que leur réparation n'est pas faisable dans un temps raisonnable. C'est le cas des canaux de transmission constitués par les banques et les marchés. Dans nos économies ultra-financiarisées, où la sphère financière a un fonctionnement autonome, largement déconnecté de l'économie réelle, abreuver la sphère financière de liquidités ne permet plus de les acheminer jusqu'à l'économie réelle. Cela permet juste d'entretenir la rotation de la sphère financière sur elle-même et d'accroître les volumes d'opérations qui s'y réalisent et, par suite, les prix d'actifs. En empruntant les canaux traditionnels des banques et des marchés, la politique monétaire actuelle produit également des effets distributifs adverses, qui tendent à accroître les inégalités car ils restent largement concentrés dans la sphère financière, au seul bénéfice des émetteurs et des détenteurs d'actifs financiers (ce qui n'est ni le cas des ménages ni celui des petites et moyennes entreprises pour lesquelles les financements de marchés de titres sont peu adaptés). Un transfert direct de monnaie centrale parviendrait, au contraire, sans délai et de manière uniforme, à l'ensemble de ses bénéficiaires, profitant donc à tous plutôt qu'à quelques-uns.

1.2. Faciliter la transition écologique

Dans notre note de janvier, nous avions recensé les réticences exprimées à l'égard de la monnaie hélicoptère, parmi lesquelles la crainte de n'y voir qu'un instrument visant à stimuler la dépense des ménages et potentiellement une entrave à la réorientation nécessaire de notre modèle de croissance. Nous insistions néanmoins sur l'importance d'associer transition écologique et justice sociale, et, en ce sens, sur la nécessité d'opter pour une politique monétaire dont les effets profitent à tous, et non pas seulement aux plus aisés et aux grandes entreprises. Le drone monétaire nous apparaissait alors garantir une meilleure diffusion des effets de la politique monétaire. Le consentement à la transition écologique ne peut s'obtenir qu'avec des politiques économiques qui élèvent le pouvoir d'achat des plus modestes.

[2] Traduction française : *Reprendre le contrôle de la dette*, Éditions de l'Atelier, 2017.

La crise actuelle invite à explorer la monnaie hélicoptère dans toutes ses dimensions, y compris comme un outil de soutien à la transition écologique. Le transfert direct de monnaie centrale peut aller aux ménages, mais il peut aussi aller aux entreprises et, surtout, aux États. Un transfert direct de monnaie centrale aux États leur permettrait de déployer une dépense publique massive, telle qu'elle s'impose aujourd'hui pour gérer la crise sanitaire et telle qu'elle s'impose également pour conduire la transition écologique. Cela reviendrait à monétiser la dépense publique consacrée à la transition écologique, par exemple en liant les transferts directs aux dépenses consacrées à la mise en œuvre de la « feuille de route » définie par le Green Deal européen ou à la poursuite d'autres objectifs politiques définis dans ce domaine. Un tel accroissement de la marge de manœuvre des États pourrait donner des résultats bien plus ambitieux qu'un « verdissement » des programmes d'achats de la BCE[3]. Cette seconde option apparaît certes, à court terme, plus facile à mettre en œuvre politiquement. Moins éloignée de la pratique actuelle des banques centrales, elle ne semble désormais plus exclue de leurs discussions. Reste à voir s'ouvrir ces discussions à l'option de la monétisation.

En sortie de confinement, quand il faudra réamorcer l'activité tout en en repensant le modèle pour le faire devenir, espérons-le, plus inclusif et moins destructeur pour la nature et la biodiversité, toutes les formes de monnaie hélicoptère seraient alors mobilisables. Celle consistant à transférer la monnaie centrale aux États resterait parmi les meilleures options pour continuer de mobiliser la dépense publique contre le risque de dépression et au service de la transition écologique, sans buter sur un risque d'endettement excessif.

2. Dans la phase de confinement : de la monnaie hélicoptère pour les États

2.1. Financer les États …

Le transfert direct de monnaie centrale permettrait d'augmenter directement la dépense dans l'économie réelle : dépense des ménages si le transfert va aux ménages, celle des entreprises s'il va aux entreprises, ou encore celle des États s'il va à l'État : dans ce dernier cas, la monnaie hélicoptère équivaut à une vraie monétisation. Quelle est la différence entre cette solution et le financement de l'État par la dette refinancée par la Banque centrale européenne ? Les deux seraient identiques si la banque centrale offrait un refinancement *direct* aux États et sans contrepartie, ce qui n'est pas du tout le cas actuellement : la BCE n'octroie pas de prêts aux États des pays de la zone euro, elle achète leurs titres de dette. Et elle le fait non pas au moment où ils les émettent sur le marché primaire mais lorsque ces titres changent de main sur le compartiment secondaire. Dans la situation de crise actuelle qui oblige les États à effectuer de lourdes dépenses, il y aurait un grand intérêt à ce que les États se refinancent plus directement auprès de la banque centrale pour moins dépendre des humeurs du marché.

[3] Voir à ce sujet Wojtek Kalinowski & Stanislas Jourdan, « Aligner la politique monétaire sur les objectifs climatiques de l'Union européenne », note de l'Institut Veblen, mars 2019.

C'est d'ailleurs la décision qui a été prise le 9 avril 2020 par la banque d'Angleterre pour ouvrir au Trésor anglais une ligne de crédit lui évitant d'avoir à passer par le marché obligataire. Ce n'est pas encore de la monétisation au sens strict du terme, car c'est un refinancement sur la base de prêts remboursables, mais c'est assurément un refinancement plus direct que celui des États membres de la zone euro. Il est important à ce niveau de ne pas confondre monétisation et (re)financement des États par achat des titres de dette qu'ils émettent. La monétisation est le financement le plus direct qui soit, sans remboursement attendu par la banque centrale, alors que les achats de titres sont le refinancement le plus indirect qui soit. La ligne de crédit ouverte par la banque d'Angleterre se trouve ainsi à mi-chemin entre les deux.

Du point de vue de la politique budgétaire, l'augmentation de la dette n'est pas problématique dès lors que la relance crée les conditions de son remboursement. Est-ce que cela sera le cas dans la situation de crise actuelle ? Rien n'est moins sûr, car nous n'en sommes pas encore à financer une relance de l'économie mais à trouver comment compenser des pertes et des manques à gagner. Les mesures prises au niveau de la politique monétaire comme à ceux des politiques budgétaires et du plan d'aide de l'Eurogroupe visent à faciliter l'endettement des États, des entreprises, voire des ménages. Mais, précisément parce qu'il s'agit de financer des pertes et des manques à gagner et non des investissements, le surcroît simultané de dettes publiques et privées ne créera pas les conditions de leur remboursement : il n'y aura pas, à ce stade, l'effet multiplicateur généralement associé à une relance. C'est la raison pour laquelle il conviendrait de bien choisir le mode de financement de la dépense publique dans le cas présent, ne serait-ce d'ailleurs que pour ne pas avoir à limiter la dépense. Un transfert direct et non remboursable de la banque centrale – monétisation ou monnaie hélicoptère à destination de l'État – vaudrait alors bien mieux qu'un endettement facilité par ses achats de titres.

Le niveau extrêmement bas, voire négatif, des taux d'intérêt auxquels les États se financent change-t-il quelque chose à cela ? Nombre d'observateurs considèrent que seule la charge d'intérêt importe pour le financement des États car ceux-ci n'auraient pas à « rembourser » leur dette, au sens strict du terme. On peut en douter. Non pas tant parce que les taux d'intérêt ne resteront pas éternellement bas – en l'occurrence, vu la force dépressive de cette crise sanitaire, les banques centrales du monde entier s'obligeront à les maintenir bas pour longtemps – mais, surtout, parce qu'il n'est pas exact de dire que les États ne remboursent pas leur dette. En pratique, ils la « roulent », ce qui signifie que lorsqu'une dette ancienne arrive à échéance, une nouvelle dette est émise pour rembourser l'ancienne. Cela suppose donc que, quel que soit le niveau du taux d'intérêt, les États ne soient jamais dans l'impossibilité de renouveler leur dette. Rappelons que ce n'est pas sur le marché primaire des titres souverains que la BCE intervient mais sur le marché secondaire. Même si, aujourd'hui, les achats massifs de la BCE sur le marché secondaire ont de quoi rassurer les investisseurs du marché primaire, qu'en sera-t-il dans quelques années ? La BCE poursuivra-t-elle indéfiniment ses achats d'actifs ? Ou bien détiendra-t-elle une part suffisamment grande des dettes souveraines de chaque pays pour, le cas échéant, les effacer et réduire ainsi leur risque de défaut aux yeux des investisseurs du marché primaire ? La moindre once d'incertitude dans la réponse à ces questions suffit à établir que les achats d'actifs de la BCE n'équivalent pas à la monétisation du financement des États. Seul un transfert direct de monnaie centrale aux États leur éviterait de gonfler leur dette et les mettrait à l'abri du risque d'insoutenabilité que les marchés financiers sanctionneraient.

2.2. … sans gonfler leur dette

Pour les économistes formés aux modèles macroéconomiques qui font abstraction de la création monétaire, il serait faux de dire que la monnaie hélicoptère évite le gonflement de la dette publique puisque la Banque centrale appartient à l'État. Il faudrait donc considérer la dette nette d'ensemble[4]. Cette considération est bien éloignée de la réalité institutionnelle de la zone euro car ce n'est pas cette dette nette d'ensemble que les États membres de la zone euro doivent notifier à la Commission européenne mais celle couvrant l'ensemble des administrations publiques au sens des comptes nationaux – appelée « dette publique notifiée » – et n'incluant pas l'Eurosystème.

En outre, la dette de l'État n'est en rien comparable à celle de la banque centrale. L'État a une dette sur ses créanciers, la banque centrale n'a de dette que sur elle-même, celle qu'elle émet en créant sa monnaie ! Et la banque centrale a toujours la possibilité d'éteindre les dettes qu'elle a envers les banques par la création de sa propre monnaie.

Une exception à cette règle concerne le besoin de dollars des banques commerciales dans les opérations financières internationales. Ce besoin-là ne peut pas être comblé par la création de monnaie centrale, mis à part bien sûr la Fed. La BCE, quant à elle, ne peut se procurer les dollars dont les banques de l'Eurosystème ont besoin qu'en se les procurant sur le marché des changes pour ensuite les prêter aux banques en échanges d'euros ou en négociant des accords de swap avec la Fed, comme cela a été le cas pendant la crise financière de 2007-2008 et comme cela se fait à nouveau dans la situation de crise que nous connaissons. Il n'en demeure pas moins que la BCE peut émettre les euros dont elle a besoin pour acquérir les dollars nécessaires au secteur bancaire.

2.3. … et sans nécessairement faire baisser les revenus de seigneuriage

Ce que les États économiseraient en charges de dette avec la monnaie hélicoptère (puisqu'ils s'endetteraient moins), ne le perdraient-ils pas en revenus de seigneuriage que les banques centrales, dont ils sont propriétaires, leur reversent ? C'est un contre-argument qui revient souvent dans les discussions autour de la monnaie hélicoptère.

Par revenus de seigneuriage, il faut entendre les bénéfices réalisés par les banques centrales dans le cadre de leurs opérations de refinancement ou d'opérations sur titres, qui sont en effet reversés aux États qui les détiennent. Dans l'Eurosystème, les banques centrales nationales, actionnaires de la BCE, reversent ainsi la part des bénéfices qui leur revient aux États nationaux. C'est toutefois un bien curieux argument pour disqualifier la monnaie hélicoptère car le choix des instruments de la politique monétaire doit se faire à l'aune des missions de la banque centrale.

Autrement dit, il faut choisir l'instrument qui permet à la banque centrale de remplir le plus efficacement les missions qu'on lui confie. La stabilité des prix et la stabilité économique sont les principales, et la stabilité financière celle qui implique les banques centrales davantage

[4] Voir notamment « Toujours la monnaie hélicoptère », par H. Sterdyniak, Le Blog de Mediapart, 11 avril 2020 : https://blogs.mediapart.fr/henri-sterdyniak/blog/110420/toujours-la-monnaie-helicoptere

qu'avant la crise financière de 2007-2008, mais pas encore suffisamment. Du point de vue de ces trois missions et tout particulièrement de la première, la monnaie hélicoptère serait un instrument plus efficace que ceux mobilisés aujourd'hui. La maximisation des revenus de seigneuriage ne fait, en revanche, pas partie des missions que l'on confie à la banque centrale. La banque centrale n'est pas une institution à but lucratif.

En outre, rien ne prouve qu'avec la monnaie hélicoptère les revenus de seigneuriage baisseraient mécaniquement. En supposant que la monnaie hélicoptère ait, en phase de relance, de puissants effets d'entraînement, ce à quoi on peut s'attendre a priori puisqu'elle augmenterait directement la dépense dans l'économie réelle, les besoins de refinancement des banques pourraient très bien augmenter avec la monnaie hélicoptère et, avec eux, les revenus de seigneuriage de la banque centrale. En effet, par les revenus créés, la monnaie circulerait plus vite dans l'économie, les échanges interbancaires accéléreraient, et, ainsi, les besoins de refinancement des banques augmenteraient à mesure que ces effets d'entraînement stimuleraient l'investissement et les demandes de financements qui l'accompagnent.

2.4. Des effets au bilan de la banque centrale, mais pas ceux que l'on croit

Parmi les critiques, décidément nombreuses, qui lui sont opposées, revient souvent celle d'un risque de création monétaire excessive. La monnaie hélicoptère ferait exploser la « planche à billets », selon l'expression souvent utilisée pour désigner la monnaie de banque centrale et pourtant désuète car la monnaie créée par la banque centrale ne se réduit pas aux billets (elle inclut les réserves des banques sur leur compte à la banque centrale). C'est un point majeur de confusion car la monnaie hélicoptère ne ferait pas plus augmenter la quantité de monnaie créée par la banque centrale que ne le fait la politique monétaire actuelle à travers les opérations de refinancement des banques ou les achats d'actifs (*quantitative easing*). La quantité de monnaie centrale pourrait être exactement la même, ou être inférieure , ou être supérieure, ce n'est pas le problème.

La monnaie hélicoptère n'est pas une nouvelle forme de monnaie centrale ou une nouvelle façon de la créer ; c'est juste une façon différente de la distribuer et de la déverser dans l'économie, sans passer par les banques et les marchés financiers. Ce qui changerait au bilan de la banque centrale avec la monnaie hélicoptère ne serait donc pas a priori le montant de dette de la banque centrale vis-à-vis des banques – c'est-à-dire le montant des réserves des banques à la banque centrale – car celui-ci resterait déterminé de manière endogène par les besoins de refinancement des banques, mais le niveau des fonds propres de la banque centrale. Ceux-ci pourraient en effet considérablement baisser si la banque centrale transfère directement la monnaie centrale sans inscrire de créance en contrepartie à l'actif de son bilan, comme elle le fait en revanche quand elle prête aux banques – elle inscrit à l'actif de son bilan les montants de (T)LTRO – ou quand elle achète des actifs sur les marchés financiers – elle inscrit à l'actif de son bilan les montants de titres achetés.

Toutefois, ce n'est pas du tout rédhibitoire. D'abord, rien n'empêche une banque centrale de fonctionner avec des fonds propres négatifs, précisément parce qu'elle a le pouvoir d'éteindre n'importe quelle dette en émettant une dette sur elle-même, c'est-à-dire en créant sa monnaie. La banque centrale y perdrait-elle en crédibilité ? Sans doute lui faudrait-il

communiquer beaucoup et au-delà des marchés pour bien faire comprendre et prévoir son action. En tout cas, la crédibilité de la banque centrale tient bien davantage à l'accomplissement de ses missions qu'au niveau de ses fonds propres. Depuis plus de dix ans, la BCE ne parvient à atteindre ni son objectif de stabilité monétaire (un taux d'inflation inférieur mais proche de 2 %) ni son objectif de stabilité économique (éviter que le PIB ne s'écarte de son niveau potentiel) sans que pratiquement personne vienne s'inquiéter de sa crédibilité. Elle reste l'institution sur laquelle on compte le plus dans la gestion de la pandémie, en l'absence d'union budgétaire. Il faut donc croire que la crédibilité de la banque centrale, assortie d'une communication adéquate, ne souffrirait pas davantage d'un moindre problème de fonds propres négatifs. Certes, dans ce cas-là, les revenus de seigneuriage baisseraient.

Cependant, rien n'obligerait les États à venir recapitaliser la banque centrale. Elle n'en aurait pas besoin. Et si, pour de mauvaises raisons, ils jugeaient cette recapitalisation indispensable, les recettes fiscales associées à l'augmentation du revenu produite par la monnaie hélicoptère aideraient, le cas échéant, à le faire, ou au moins compenseraient la diminution des revenus de seigneuriage.

Surtout, rien n'empêcherait d'être créatifs sur le plan comptable et d'inscrire une sorte de dette perpétuelle non remboursable à l'actif de la banque centrale évitant, si l'on préfère les faux-semblants, d'avoir à enregistrer des fonds propres négatifs. Ce serait aussi alors une façon d'éviter la baisse des revenus de seigneuriage.

Au final, la monnaie hélicoptère a, bien sûr, un coût : les fonds propres négatifs en font partie, tout comme les coûts de son implémentation, surtout si elle concernait les ménages et les entreprises, avec des comptes de monnaie centrale numérique à ouvrir, comme nous le proposions avec le « drone monétaire ». Mais c'est bien à la banque centrale et non à l'État que ce coût incombe. Et mieux vaut qu'il en soit ainsi. 100 ou 1 000 de fonds propres négatifs au bilan de la banque centrale posent moins de problème que 100 ou 1 000 de dette publique supplémentaire risquant d'exposer à terme les États à un risque d'insoutenabilité de leur dette, dans la mesure où leur refinancement n'est pas pleinement et directement assuré par la banque centrale. Les deux n'ont rien d'équivalent.

3. Dans la phase de reprise de l'activité : de la monnaie hélicoptère pour les ménages et les entreprises

C'est l'idée que nous avons évoquée dans une tribune publiée récemment avec l'eurodéputée Aurore Lalucq[5] : après la monétisation des dépenses publiques dans la phase actuelle d'urgence, transférer de la monnaie hélicoptère aux ménages et aux entreprises afin d'exercer une impulsion équilibrée sur la demande et l'offre, dans la phase suivante de sortie de confinement.

[5] « La « monnaie hélicoptère » ou le désastre », 30 mars 2020, Le Nouvel Observateur.

3.1. De la monnaie hélicoptère pour les ménages …

Pour ses détracteurs, la monnaie hélicoptère marcherait sur les plates-bandes de la politique budgétaire, sans pour autant parvenir au même résultat. Alors, redisons-le, la monnaie hélicoptère n'est pas un instrument budgétaire. Elle ne vise absolument pas à la remplacer mais viendrait, au contraire, en complément. La banque n'est, en effet, pas là pour effectuer des opérations de redistribution ou définir les objectifs de la dépense publique. Ces opérations-là sont du ressort des États, et seul un État démocratiquement élu peut légitimement décider d'un ciblage ou d'un fléchage de transferts au bénéfice des ménages ou des entreprises. La monnaie hélicoptère est un instrument monétaire qui ne se mêle pas de la politique budgétaire dès lors précisément qu'on ne lui demande pas d'être ciblée sur tel ou tel bénéficiaire. C'est d'ailleurs pour cela que les transferts de monnaie hélicoptère doivent rester uniformes une fois leurs bénéficiaires identifiés, comme nous l'avons proposé dans le « drone monétaire ». Nous avions envisagé un transfert mensuel aux ménages de 140 euros mensuels, ce qui revenait à créer chaque mois 40 milliards d'euros de monnaie centrale dans la zone euro, 480 milliards en un an. Nous avions fixé cet ordre de grandeur en nous appuyant sur les montants de monnaie centrale créés dans le cadre du programme d'achats d'actifs de 2015 : 60 milliards de titres étaient alors achetés chaque mois par la BCE et, comme en 2019, les achats d'actifs avaient été ramenés à 20 milliards, il nous semblait tout à fait envisageable que 40 milliards soient de nouveau créés pour être transférés par le drone monétaire. Rappelons que, le 18 mars 2020, la BCE a annoncé 750 milliards d'achats d'actifs venant s'ajouter aux 120 milliards qu'elle avait annoncés quelques jours plus tôt. Ce sont donc 870 milliards d'euros de monnaie centrale qui seront émis jusqu'à fin 2020 pour acheter des titres publics et privés sur les marchés obligataires. Transférer directement ces liquidités dans l'économie réelle sans passer par le canal des banques et des marchés aurait un effet assurément plus fort et plus immédiat pour l'économie réelle. Si ce même montant était, par exemple, directement transféré chaque mois aux ménages, il permettrait de doubler pratiquement l'ordre de grandeur que nous avions donné par individu de plus de 15 ans (280 euros par mois pendant un an).

Certes, un versement uniforme n'aurait pas la même valeur relative pour chaque ménage, en fonction de son niveau de vie et de son pays de résidence, sachant que c'est à l'échelle de la zone euro tout entière qu'il conviendrait de déployer le dispositif. Cependant, l'objectif de la monnaie hélicoptère ne serait pas précisément de corriger les disparités, il serait de ne desservir personne. À la différence de la politique monétaire actuelle qui profite au secteur bancaire et financier (du moins à court terme car, à moyen-long terme, elle élève son instabilité), aux grandes entreprises qui se financent grâce à elle à moindre coût sur les marchés, et aux ménages aisés, du moins lorsqu'ils voyaient, avant le repli du cycle financier amorcé par la crise du coronavirus, la valeur de leurs actifs immobiliers et financiers s'accroître, la monnaie hélicoptère profiterait au plus grand nombre. Et si quelques centaines d'euros versés aux ménages estoniens ou grecs leur profitaient davantage que la même somme versée aux ménages allemands ou français, qui s'en plaindrait ? Ceux qui dénoncent les divergences au sein de la zone euro ? Ils seraient mal inspirés puisque, sans le chercher, la monnaie hélicoptère permettrait justement de les réduire grâce à son uniformité entre les pays.

Si la monnaie hélicoptère est accusée de marcher sur les plates-bandes de la politique budgétaire, c'est parce qu'elle est souvent confondue avec ses déclinaisons budgétaires.

Quand Donald Trump signe un chèque de 1 000 dollars à chaque Américain (sous le seuil de revenu défini), il ne fait pas de la monnaie hélicoptère : il fait de la politique budgétaire ciblée et prend une mesure financée par le Trésor américain, précisément pour venir compenser un grand défaut de protection sociale. On peut y voir un hélicoptère **budgétaire** qui déverse du budget du Trésor, mais pas un hélicoptère **monétaire** qui déverserait de la monnaie centrale. L'atout de la monnaie hélicoptère n'est pas de faire de la redistribution quand celle-ci est insuffisante, de combler une protection sociale défaillante, ni même de poser les jalons d'un revenu universel, nonobstant l'intérêt que lui portent les défenseurs du revenu universel. Elle ne remplace rien de tout cela, et il serait injuste et malvenu de la considérer comme un boiteux palliatif ou, pire, un faux-semblant de politique budgétaire et de protection sociale. Si la monnaie hélicoptère finit par voir le jour, elle ne devrait absolument rien dispenser de tout cela.

3.2. … et pour les entreprises

En sortie de confinement, la monnaie hélicoptère, que l'on a plutôt tendance à réserver aux ménages pour activer directement la consommation, pourrait aussi être étendue aux entreprises pour soutenir la reprise de leur activité.

Faudrait-il, dans ce cas, restreindre la cible des entreprises bénéficiaires ? Pour les mêmes raisons qu'il ne faut pas chercher à cibler les ménages les plus modestes dans le transfert de monnaie hélicoptère aux ménages car, sinon, ce ne serait plus un instrument monétaire mais une action budgétaire, du ressort non pas de la banque centrale mais de l'État, le transfert de monnaie hélicoptère aux entreprises n'aurait pas non plus à être ciblé sur les plus petites structures (indépendants, auto-entrepreneurs, très petites entreprises). De fait, ces petites structures, comme d'ailleurs les ménages les plus modestes qui présentent la plus haute propension à consommer, seraient celles et ceux à qui le transfert forfaitaire profiterait le plus. De même que 140 euros mensuels profiteraient bien davantage à une smicarde qu'à un cadre supérieur, le forfait mensuel à calibrer pour les entreprises serait aussi tel qu'il aura une valeur relative plus importante pour les petites entreprises que pour les grandes. C'est un effet global sur la consommation et sur l'activité qui serait recherché, et non pas un effet redistributif ou sectoriel.

Pourquoi transférer de la monnaie hélicoptère aux entreprises en plus des ménages, et pour combien de temps ? D'une part, pour obtenir un réamorçage plus rapide de la dépense en sortie de confinement, en stimulant la consommation et l'activité à la fois. D'autre part, pour mieux piloter l'inflation. Mais l'idée n'est pas d'en faire un instrument permanent, y compris parce que la monnaie hélicoptère à destination des entreprises ne doit pas aller à l'encontre des objectifs de transition dont nous avons parlé plus haut.

L'une des craintes les plus souvent exprimées envers la monnaie hélicoptère est celle de l'inflation et d'un effondrement de la valeur de la monnaie. Pourtant, contrairement à l'idée que beaucoup de ses détracteurs s'en font, la monnaie hélicoptère pourrait, au contraire, permettre un meilleur pilotage de l'inflation, à condition d'ajuster les transferts de monnaie hélicoptère en fonction du niveau de l'inflation et, en cas de tensions inflationnistes engendrées par une situation de pénurie, de réduire les transferts de monnaie hélicoptère aux ménages et d'augmenter ceux des entreprises.

Il faut répéter que, avec la monnaie hélicoptère, la banque centrale ne créerait pas plus de monnaie centrale qu'elle n'en crée aujourd'hui : elle ne ferait que distribuer sa monnaie autrement. En l'occurrence, puisqu'elle redirigerait la monnaie centrale vers la sphère réelle plutôt que vers la sphère financière, on pourrait s'attendre à ce que beaucoup d'opérations purement spéculatives, comme celles réalisées sur le marché des changes sans aucune contrepartie avec l'économie réelle, n'aient plus de raison d'être, ce qui aurait plutôt tendance à contracter les échanges d'euros contre les autres monnaies, donc à raréfier l'euro sur le marché des changes, et ce faisant à soutenir son taux de change vis-à-vis des autres monnaies. Donc, contrairement à la crainte souvent exprimée, il serait peu probable que la valeur de l'euro se mette à baisser par rapport à celle des autres monnaies si l'on pratiquait la monnaie hélicoptère au sein de la zone euro.

Qu'en serait-il cependant de la stabilité de l'euro au sein de la zone euro ? Tout dépendrait alors de l'évolution de l'inflation. En principe, la monnaie centrale distribuée par monnaie hélicoptère ferait augmenter plus vite la masse monétaire. Cela signifie que le multiplicateur monétaire reliant la monnaie de la banque centrale (base monétaire) à la monnaie en circulation dans l'économie (masse monétaire) serait plus élevé. Ainsi, la source monétaire de l'inflation redeviendrait plus importante. Cependant, ce n'est pas le seul facteur d'inflation. Les autres facteurs plus structurels (démographie, excès d'épargne, etc.) resteraient les mêmes, ralentissant probablement son augmentation. Ensuite, on ne se plaindra pas de réussir à produire plus d'inflation si la dépression menace et, avec elle, la déflation. Enfin, si, dans le cas contraire, l'inflation accélère vraiment, la monnaie hélicoptère sera justement un meilleur instrument de pilotage que ne l'ont été jusqu'à présent les refinancements à long terme des banques (LTRO, TLTRO) et les achats d'actifs. Le contrôle consisterait alors à faire dépendre les transferts de monnaie hélicoptère du niveau de l'inflation et à être prêt à moins soutenir, si l'inflation accélère, la demande (donc les ménages) que l'offre (donc les entreprises), afin de contenir les éventuelles situations de pénurie qui entretiendraient les tensions inflationnistes même en situation de dépression. Les transferts aux ménages baisseraient, ceux aux entreprises augmenteraient, jusqu'à revenir à la cible d'inflation souhaitée (pas nécessairement d'ailleurs celle d'aujourd'hui fixée à un niveau inférieur mais proche de 2 %). Une fois la cible atteinte, ce dispositif non permanent serait désactivé. Il pourrait être réactivé dès qu'un écart à la cible d'inflation serait constaté.

Conclusion

Le « drone monétaire », proposé dans notre note de janvier dernier, visait à améliorer l'efficacité de la politique monétaire. Depuis, une crise pandémique est survenue, qui mobilise les banques centrales et les États du monde entier. Le défi est immense pour la politique économique. Il faut, le temps du confinement indispensable, combler les pertes provoquées par la mise en sommeil de l'économie et préserver au mieux les capacités productives, afin que, après le confinement, l'activité économique puisse reprendre. La monnaie hélicoptère, qui fondait notre proposition de drone monétaire, a-t-elle un rôle à jouer ?

Les réticences sont grandes et les contre-arguments fusent envers cet instrument alternatif qui, en dehors des cadres conventionnels, consiste à transférer directement de la monnaie émise par la banque centrale. Pourtant, déployée dans ses trois destinations possibles

(ménages, entreprises, États), en deux phases distinctes, celle du sauvetage pendant l'endiguement de l'épidémie, puis celle du réamorçage lorsque le confinement finira, la monnaie hélicoptère pourrait contribuer à la gestion de la crise.

Dans la phase de sauvetage, c'est aux États que devrait être transférée directement la monnaie centrale. La monétisation, ou monnaie hélicoptère à destination de l'État ou des États (dans le cas de la zone euro), permettrait de garantir pleinement le financement de ces derniers et faciliterait grandement leur politique budgétaire. C'est ce mode de financement direct des États, qui conviendrait en ce moment même, au plus fort de la crise sanitaire, pour faciliter la dépense publique sans la limiter et sans ajouter de la dette à la dette. Ce mode de financement mettrait la banque centrale au service des États alors que, à l'inverse, tout particulièrement dans le cas de la zone euro, les États sont en train de s'installer dans une grande dépendance vis-à-vis de la BCE, car la soutenabilité de leur dette dépendra de la volonté de la banque centrale de la détenir en majeure partie pour, le moment venu, si besoin, l'effacer.

C'est ensuite, en sortie de confinement et pas avant, qu'il serait opportun de transférer directement la monnaie centrale aux ménages et aux entreprises. Au moment où il s'agira de relancer l'activité économique, ce « double drone monétaire » viendrait utilement compléter les effets de la politique budgétaire directement financée par la banque centrale, car la dépression menacera encore.

Alors que les appels à ne pas sacrifier la transition écologique et sociale dans la réponse à la crise du coronavirus se multiplient, nous croyons que la politique monétaire constitue un outil précieux. L'utilisation suggérée dans cette note permettrait d'éviter que les États ne limitent durablement leurs marges de manœuvre, comme cela risque d'être le cas aujourd'hui avec un financement des mesures de sauvetage de l'économie qui ajoute de la dette à la dette. De plus, elle maximiserait les effets des efforts développés par la BCE, tout en limitant les effets inégalitaires des mesures habituelles. À moyen terme, les pistes esquissées dans cette note sur la monétisation de la dépense publique pourraient également permettre de financer les investissements des États dans la transition écologique et sociale, conformément aux objectifs annoncés dans le Green Deal.