

## LA CHRONIQUE

### La création monétaire peut-elle nous sauver ?



#### De Thomas Piketty

**A**vant la crise de 2007-2008, le bilan de la Banque centrale européenne (BCE) – c'est-à-dire la totalité des titres détenus et des prêts consentis par la BCE – avoisinait les 1 000 milliards d'euros, soit à peine 10 % du produit intérieur brut (PIB) de la zone euro. En 2019, il atteint 4 700 milliards d'euros, soit 40 % du PIB de la zone. Entre 2008 et 2018, la BCE a ainsi procédé à une création monétaire équivalant à plus d'une année et demie de PIB français, une année de PIB allemand ou 30 % du PIB de la zone euro (soit 3 % du PIB en création monétaire additionnelle chaque année pendant dix ans). Ces ressources considérables sont par exemple trois fois plus élevées que le budget total de l'Union européenne (UE) au cours de cette même période (1 % du PIB par an, toutes dépenses confondues, de l'agriculture à Erasmus, en passant par les fonds régionaux et la recherche). Elles ont donné les moyens à la BCE pour intervenir massivement sur les marchés financiers, acheter des titres de dettes publique et privée, et faire des prêts au secteur bancaire afin d'en garantir la solvabilité.

Sans doute ces politiques ont-elles permis d'éviter que la « grande récession » de 2008 ne se transforme en « grande dépression », comme ce fut le cas entre 1929 et 1935. A l'époque, les banques centrales étaient pétries d'une orthodoxie libérale fondée sur la non-intervention et avaient laissé les faillites bancaires se multiplier. Cela précipita l'effondrement de l'économie, l'explosion du chômage, la montée du nazisme et la marche vers la guerre. Le fait que sur ce point au moins l'on ait appris de l'histoire et que (presque) personne n'ait proposé en 2008 de renouveler cette expérience « liquidationniste » est évidemment une bonne chose. Face aux fragilités extrêmes du capitalisme financier mondialisé, les banques centrales étaient de fait les seules institutions publiques permettant dans l'urgence d'éviter les faillites en cascade.

La difficulté, c'est que tous les problèmes ne peuvent pas être réglés par la création monétaire et les conseils d'administration de banques centrales, et que ces épisodes ont profondément et durablement perturbé les représentations collectives en la matière. Avant 2008, l'opinion dominante était qu'il était interdit (ou tout du moins peu recommandé) de procéder à une création monétaire d'une telle ampleur. Cette conception s'était imposée dans les années 1980 à la suite de la « stagflation » des années 1970 (mélange de croissance molle et d'inflation élevée). C'est dans ce climat que fut conçu le traité de Maastricht (1992), qui allait donner naissance à l'euro en 1999-2002.

#### Une course-poursuite sans fin

L'énorme création monétaire intervenue depuis 2008 a fait voler en éclats ce consensus. Après que la

BCE a créé d'un clic de souris 30 % du PIB pour sauver les banques, de nombreuses voix s'élèvent aujourd'hui en Europe (par exemple avec le projet de pacte finance-climat) afin que l'on fasse de même pour financer la transition énergétique, réduire les inégalités ou investir dans la recherche et la formation. Des demandes similaires s'expriment également aux Etats-Unis et dans d'autres régions du monde. Elles sont naturelles et légitimes et ne pourront pas être longtemps balayées d'un revers de la main.

Plusieurs points doivent toutefois être précisés. Il est fort possible que les banques centrales augmentent encore leur taille de bilan (qui atteint déjà plus de 100 % du PIB au Japon et en Suisse), afin de faire face à des crises financières à venir, ou simplement pour suivre l'évolution des bilans financiers privés (plus de 1 000 % du PIB actuellement, contre 300 % dans les années 1970). Cette logique de course-poursuite sans fin n'a cependant rien de rassurant : mieux vaudrait mettre en place les régulations nécessaires pour mettre fin à l'hyperfinanciarisation et faire fondre les bilans privés.

Par ailleurs, dans un contexte de croissance molle, de taux d'intérêt quasi nuls et d'inflation inexistante, il est légitime que la puissance publique s'endette davantage pour investir dans le climat et la formation, avec le soutien des banques centrales. Il est particulièrement paradoxal de constater que la dépense publique totale dans l'éducation (primaire, secondaire et supérieure) stagne dans les pays riches autour de 5 % du PIB depuis les années 1980, alors même que la proportion d'une classe d'âge accédant au supérieur est passée de moins de 20 % à plus de 50 %.

Dans le contexte européen, cela exigera toutefois une profonde refondation intellectuelle et politique. Les questions d'investissement, de dette et de monnaie doivent être débattues au grand jour dans le cadre d'une enceinte parlementaire, en lieu et place des règles budgétaires automatiques (sans cesse contournées) et des huis clos habituels. Ces décisions engagent toute la société et ne peuvent être abandonnées à des conseils de ministres des finances ou de gouverneurs de banques centrales.

Enfin, et surtout, l'expansion monétaire de la période 2008-2018 ne doit pas conduire à une nouvelle forme d'illusion monétariste. Les défis considérables qui sont les nôtres (réchauffement climatique, montée des inégalités) ne demandent pas seulement que l'on puisse mobiliser des ressources adéquates. Ils exigent aussi que l'on construise de nouvelles normes de justice dans la répartition des efforts, ce qui passe par l'adoption, par des assemblées élues, d'impôts progressifs sur les revenus, les patrimoines et les émissions carbone, et par la mise en place d'un nouveau régime de transparence financière. La monnaie peut aider, à condition de ne pas la fétichiser et de la remettre à sa place : celle d'un outil au sein d'un système collectif où l'impôt et le Parlement doivent conserver le rôle central.

Thomas Piketty

est directeur

d'études à l'Ecole

des hautes études

en sciences sociales, Ecole d'économie de Paris