

# Le financement monétaire public et ses conséquences

Lorsque des parlementaires réclament une augmentation de la distribution des bénéfices de la Banque nationale, que des voix critiques appellent à davantage d'assouplissement quantitatif ou de monnaie hélicoptère dans la zone euro et que d'autres décrivent le financement monétaire public, c'est du rapport entre la politique monétaire et la politique budgétaire dont il est question. Analyse. *Dirk Niepelt*

**Abrégé** Les déficits publics sont financés par l'émission d'emprunts ou de monnaie. Ce financement monétaire public est courant, y compris en Suisse; l'assouplissement quantitatif et la monnaie hélicoptère lui donnent simplement une nouvelle dimension. La politique de distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse n'a que peu d'impact sur la situation financière de la Confédération et des cantons. La politique monétaire se définit par des objectifs et des instruments et non par son impact. Le but d'une politique monétaire solide est d'assurer la stabilité.

Crise oblige, les banques centrales ne cessent d'augmenter la taille de leur bilan<sup>1</sup>. Alors que les voix critiques en Suisse épinglent surtout la baisse des taux qui résulte de cette politique, on redoute dans la zone euro les conséquences négatives de l'amalgame entre politique monétaire et politique budgétaire ainsi que celles du financement monétaire public.

De telles réserves ne se font pas entendre ici, bien au contraire : les bénéfices que la Banque nationale suisse (BNS) a dégagés ces dernières années suscitent toujours plus de convoitises et des parlementaires de tous bords réclament qu'ils soient par exemple utilisés pour assainir les assurances sociales ou rembourser les dettes liées au coronavirus. Mais augmenter le bénéfice versé par la BNS soulagerait-il vraiment les finances publiques? Et quid de la répartition des rôles entre politique monétaire et politique budgétaire?

Pour répondre à ces questions, jetons un œil au compte consolidé de la Confédération. Les créances de la Banque nationale, du secteur public et des assurances sociales entre eux ne nous intéressent pas dans ce contexte. Seuls comptent les valeurs patrimoniales et les engagements vis-à-vis de tiers, notamment du secteur privé.

Outre le capital propre de l'État, les passifs du bilan consolidé englobent les emprunts à différentes échéances, les coupons ainsi que la monnaie émise par la banque centrale.

Celle-ci comprend les espèces, mais aussi les réserves des banques commerciales auprès de ladite banque centrale. Les emprunts et la monnaie émise ont ceci en commun qu'ils contribuent au financement du budget de l'État, c'est-à-dire que les déficits publics peuvent être financés tant par l'émission d'emprunts que par l'émission de monnaie. Les deux instruments se distinguent essentiellement par le fait que les taux d'intérêt appliqués aux réserves (et généralement aux espèces) sont inférieurs à ceux appliqués aux emprunts. Le secteur privé accepte cette situation, car il apprécie la polyvalence de la monnaie comme moyen de paiement.

## La dette monétaire moins chère

En émettant un emprunt, un État repousse à plus tard le prélèvement d'impôts puisque le service de la dette intervient ultérieurement<sup>2</sup>. Alors que s'il fait marcher la planche à billets, la différence de taux précédemment mentionnée implique que le contribuable sera moins, voire pas du tout sollicité. Une dette monétaire est donc moins chère qu'un emprunt et synonyme d'économies d'intérêts pour les finances publiques.

Le raisonnement vaut également lorsque le financement monétaire est retardé ou temporaire. Admettons que la banque centrale achète les emprunts en cours d'une banque

commerciale, comme le prévoient certaines opérations d'«open market» ou les vastes programmes d'assouplissement quantitatif. L'État récupère alors ses emprunts en cours auprès de la banque commerciale en question, qu'il paie avec la monnaie nouvellement émise; c'est le financement monétaire public. Même si cette restructuration des portefeuilles n'est que temporaire, elle décharge provisoirement les finances publiques grâce aux économies d'intérêts. Plus le programme d'assouplissement quantitatif est long, plus le financement monétaire public est important.

## Un hélicoptère pas si nouveau

Variante de financement monétaire public, la «monnaie hélicoptère» est encore et toujours invoquée lorsqu'il s'agit de stimuler la conjoncture et l'inflation. Dans ce cas, la monnaie nouvellement émise ne sert pas à acheter, par exemple, des emprunts, mais est tout simplement distribuée.

Lorsque les bénéficiaires de la monnaie hélicoptère sont d'autres acteurs étatiques comme la Confédération ou les assurances sociales, l'utilisation de cet instrument n'a aucun impact sur le bilan consolidé de l'État : celui-ci ne fait finalement que s'offrir des créances. En revanche, si la monnaie hélicoptère est destinée au secteur privé, le capital propre de l'État est réduit d'autant alors que les avoirs nets du secteur privé augmentent. Quant aux conséquences budgétaires, elles sont les mêmes que si le transfert était financé par l'émission d'un emprunt que la banque centrale rachèterait immédiatement avec de la monnaie qu'elle aurait créée à cet effet. En soi, la monnaie hélicoptère ne constitue donc pas une innovation majeure.

Le financement monétaire public réduit le service de la dette d'un État; c'est un atout, car prélever des impôts (pour assurer le service de ladite dette) a un coût macroéconomique : les contribuables réagissent en pratiquant

<sup>1</sup> Cet article se fonde sur une contribution de l'auteur dans la «Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung» du 31 mai 2020.

<sup>2</sup> Ce n'est pas le cas si la croissance est durablement supérieure au taux du marché, une hypothèse partagée par certains économistes; dans ce cas, les emprunts ne doivent jamais être remboursés.

l'évasion ou la fraude fiscale, et l'administration fiscale a besoin de davantage de ressources. Le financement monétaire public a donc ses avantages, notamment dans les pays où le secteur informel est important ou dont les autorités budgétaires sont peu présentes.

En revanche, le financement monétaire public contribue à la dépréciation de la monnaie. En effet, comme la création monétaire accroît la masse monétaire, elle induit tendanciellement une élévation du niveau des prix, sauf si la demande de monnaie du secteur privé est également à la hausse, comme ces dernières années. Si une croissance accélérée de la masse monétaire alimente l'inflation et pousse les taux à la hausse, elle est également susceptible d'accroître le différentiel de rendement entre les emprunts et la monnaie. L'épargne coûte alors plus cher et s'avère donc moins intéressante pour le secteur privé. L'État doit alors augmenter les impôts pour pouvoir continuer à se financer. Il peut également décider d'accélérer encore l'augmentation de la masse monétaire afin d'anticiper les perspectives inflationnistes et de continuer à couvrir ses déficits par la voie monétaire. Ce type de politique aboutit généralement à une hyperinflation.

Le financement de l'État par la création monétaire a également des conséquences sur la répartition des charges au sein de la société : lorsque la classe moyenne et les classes supérieures supportent l'essentiel de la charge fiscale – ce qui est le cas dans la plupart des pays – et que la charge de l'inflation est plus lourde pour les bas revenus, le financement monétaire public induit une redistribution du bas vers le haut. Lorsque l'inflation est soudaine et qu'elle ne se répercute pas immédiatement sur les revenus, les intérêts ou encore les retraites, on observe en outre une redistribution employé-employeur, débiteur-créancier et retraité-État.

## De la distribution du bénéfice de la BNS

Évidemment, les différents acteurs étatiques n'agissent pas comme un seul homme. Les banques centrales comme la BNS élaborent leurs propres compte de résultat et bilan. L'approche consolidée reste valable pour autant que les bénéfices (et les pertes) de la banque centrale finissent par intégrer les comptes publics, ce qui est très souvent le cas. En ce qui concerne la BNS, par exemple, les actionnaires privés reçoivent certes des dividendes, mais ceux-ci ne peuvent excéder 6% du capital-actions et ne représentent donc qu'une part insignifiante du bilan de la BNS.

Le fait de distribuer ou de conserver les bénéfices de la banque centrale n'a pas non plus de conséquences fiscales majeures. Pour quelles raisons ? Il en va de même que pour une société anonyme privée : si celle-ci distribue son bénéfice, les actionnaires reçoivent certes un dividende, mais la valeur de la société baisse. Si elle préfère constituer des réserves, sa valeur reste stable, car il sera possible de verser ultérieurement des dividendes plus élevés. Abstraction faite des questions fiscales, la fortune totale des actionnaires reste donc identiques dans les deux cas.

Il en va de même pour une banque centrale. Sa valeur totale n'est pas mécaniquement déterminée par sa politique de distribution du bénéfice, sauf peut-être parce que les banques centrales peuvent mieux rentabiliser leur capital propre que le secteur public via leur politique de placement. Du point de vue financier, le plus rentable pour un État serait de réduire le capital propre de sa banque centrale le plus tard possible, et donc de repousser au maximum toute distribution de bénéfice.

En réclamant une hausse du bénéfice que la BNS reverse à la Confédération et aux cantons, certains parlementaires souhaitent éviter une envolée de la dette publique consécutive à la crise du coronavirus. Augmenter et anticiper la distribution du bénéfice pourrait effectivement (à l'instar de la vente de parts dans la BNS) freiner l'accroissement de la dette. Mais comme expliqué précédemment, cela n'allègerait les finances cantonales et fédérales qu'en apparence, car distribuer plus aujourd'hui, c'est distribuer moins demain. Une augmentation des versements provoque également une expansion de la masse monétaire. Pour éviter cet effet secondaire, la BNS devrait vendre des actifs ou émettre des obligations.

Si d'aucuns souhaitent accroître le bénéfice distribué par la BNS, c'est également par crainte qu'une hausse de la dette publique ne soit synonyme de réduction des dépenses, que ce soit pour des raisons politiques ou institutionnelles. Si tel était le cas, cela voudrait dire que les décisions relatives aux dépenses se fondent sur l'endettement actuel et non sur l'état des actifs après déduction du bénéfice qui sera reversé ultérieurement. Une telle approche est tout à fait possible et peut s'expliquer d'un point de vue politique ; d'un point de vue économique, toutefois, les actifs ont bien plus d'importance que la dette.

Enfin, il est aussi possible que les demandes adressées à la BNS en vue d'augmenter les sommes distribuées reflètent une défiance vis-à-vis de sa politique de placement. Si certains parlementaires entendent inciter la BNS à pratiquer une politique de placement

plus conservatrice, augmenter et anticiper le versement du bénéfice peut y contribuer, pour autant que le montant du capital propre de la BNS influence ses décisions en matière de placement.

## Banques centrales indépendantes

Une banque centrale ne tient pas seulement ses propres comptes, mais est aussi largement indépendante, en Suisse comme dans la plupart des pays développés. Si cette situation ne change rien aux conséquences budgétaires de la politique monétaire, elle peut avoir un impact sur les décisions de politique monétaire.

L'indépendance des banques centrales et leur solide dotation en capital propre permettent d'éviter qu'elles ne soient sensibles au chant des sirènes politiques et ne quittent la trajectoire idéale. Il s'agit d'empêcher que la politique monétaire prenne l'eau et de garder le contrôle du navire en termes de financement de l'État par la création monétaire.

Cette indépendance a toutefois un coût : elle entrave la coordination des politiques monétaire et budgétaire et il peut être plus difficile d'identifier et d'empêcher une violation de mandat. Une solution durable doit donc être un compromis, car si une politique monétaire indépendante et réglementée empêche une coordination idéale des politiques, elle minimise également le risque d'une défaillance étatique à plusieurs niveaux.

En conclusion, le financement monétaire public n'a rien d'inhabituel et la monnaie hélicoptère lui a simplement donné une nouvelle dimension. La politique monétaire ayant toujours un impact sur les finances publiques, il est impossible de distinguer les politiques monétaire et budgétaire par leur impact. La politique monétaire se définit par des objectifs et des instruments. Une politique monétaire solide poursuit un objectif de stabilité et c'est à la réalisation de cet objectif que doit se mesurer le succès d'une banque centrale indépendante.



**Dirk Niepelt**

Directeur du Centre d'études de Gerzensee, fondation de la Banque nationale suisse (BNS) ; professeur de macroéconomie, université de Berne