

Luxembourg, le 17 mai 2017

Publication du Cahier d'études n°108

Public debt, central bank and money: some clarifications

Auteur: Paul Mercier

Depuis 2010 l'Eurosystème a mis en oeuvre un instrument de politique monétaire jusque là inutilisé, même s'il faisait partie de son instrumentaire depuis sa création, à savoir l'achat ferme de titres et singulièrement de titres de dettes publiques.

Assez curieusement, car acheter et vendre des titres font partie de l'arsenal de nombreuses banques centrales dans le monde, à commencer par la *Federal Reserve Bank* aux Etats-Unis, cette pratique a suscité de nombreux commentaires, débats et même des recours devant des juridictions. Il est vrai que l'activation de cet instrument s'est déroulée en temps de crise.

Deux thèmes, parmi d'autres, sont régulièrement débattus : le *financement monétaire* ainsi que *l'article 123* du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui interdit aux banques centrales de l'Union européenne (pas seulement celles de la zone Euro) notamment l'acquisition directe (sur le marché primaire, donc) d'instruments des dettes publiques.

Les débats sont souvent confus et semblent reposer sur une certaine incompréhension des mécanismes de la création monétaire ou de financement monétaire. Par ailleurs, il semblerait qu'un amalgame s'est opéré entre les deux thèmes : selon certains commentateurs l'article 123, même s'il n'évoque nullement la notion de *financement monétaire*, viserait en réalité à empêcher ce dernier.

Le but de cet article est de clarifier ces concepts.

Il est tout d'abord rappelé que l'article 123 vise à interdire aux banques centrales l'octroi de crédit aux autorités publiques, ainsi que l'achat sur le marché primaire de titres émis par celles-ci ; l'article ne mentionne pas le financement monétaire. Le but de cette interdiction est en fait

Communiqué de presse

de favoriser la formation des prix sur les marchés de titres publics, plus particulièrement sur le marché primaire, empêchant les banques centrales d'interférer avec cette formation et, partant, d'offrir un avantage compétitif aux autorités publiques lorsqu'elles cherchent à se financer sur les marchés. Il est aussi rappelé que d'autres dispositions législatives prévoient que cette disposition inscrite dans l'article 123 ne peut être contournée.

Ensuite on s'attache à montrer ce qu'est un financement monétaire, à savoir la création de monnaie aux fins de financer des agents économiques, un phénomène somme toute assez banal résultant de l'activité des banques, aussi bien les banques commerciales (aussi appelées établissement de crédit) que les banques centrales. Au passage on rappelle aussi que le *stock monétaire* (la quantité de monnaie en circulation, mesurée par des agrégats tels M1, M2 et M3, par exemple) doit bien être distingué de la *base monétaire*, élément du passif d'une banque centrale. Cette dernière dénomination est assez malheureuse, puisque la base monétaire n'est pas constituée que de monnaie (les billets en circulation et les dépôts des gouvernements auprès des banques centrales), mais aussi d'autres éléments non constitutifs de la monnaie (à savoir les réserves obligatoires et autres dépôts des banques commerciales auprès des banques centrales).

Il est ainsi montré que débattre du financement monétaire n'a de sens que si l'on qualifie le thème : *financement monétaire par qui, pour qui ?*

Une série d'exemples illustre des cas de figure assez classiques d'achat de titres de dette publique sur le *marché primaire* d'abord (celui sur lequel de nouveaux titres sont émis, ici par le gouvernement, et achetés pour la première fois) aussi bien par les banques centrales, les banques commerciales, que par les agents économiques non monétaires (sociétés autres que les banques et les ménages). Une seconde série d'exemples est consacrée aux achats par les banques centrales, sur le *marché secondaire* des titres, là où s'échangent des titres existants. Les vendeurs de ces titres sont les établissements de crédit mais aussi d'autres agents économiques ayant acheté initialement ces titres sur le marché primaire.

Les achats sur le marché primaire peuvent conduire à un financement monétaire quand ils sont effectués par des banques commerciales ou par des banques centrales (le cas est illustré même si, dans l'Union européenne, de tels achats sont interdits). Mais il est aussi montré que les achats de titres de la dette publique par des agents non bancaires procurent un financement

Communiqué de presse

monétaire au gouvernement si ces achats sont financés par un crédit accordé par une banque commerciale.

Enfin, un financement monétaire, indirect cette fois, du gouvernement par la banque centrale a lieu si l'acquisition par une banque commerciale est refinancée par un crédit accordé à cette dernière par la banque centrale, par exemple au travers d'opérations de politique monétaire.

Quant aux échanges de titres de la dette publique sur le marché secondaire, ils peuvent dans certains cas conduire à une forme de financement monétaire du gouvernement par la banque centrale quand celle-ci « valide » (ou refinance) le financement monétaire initialement créé par un établissement de crédit en faveur du gouvernement lui-même ou encore d'un agent économique non bancaire qui avait initialement bénéficié d'un crédit bancaire pour acquérir un titre de dette publique sur le marché primaire.

Même si d'autres exemples, au-delà de la dizaine explorée, pourraient être développés, il ressort que la notion de financement monétaire doit être envisagée avec nuance : il est pour le moins trop simple de penser que l'absence d'achat de titres de la dette publique par la banque centrale sur le marché primaire garantit l'absence de financement monétaire par cette dernière en faveur du gouvernement.

En effet des achats de titres publics par les banques centrales peuvent donner lieu à financement monétaire alors que l'article 123 et ses corollaires sont respectés.

Il est aussi trop simple de penser qu'il n'y aurait aucune possibilité de financement monétaire par la banque centrale, ou au contraire que tout achat serait forcément source de création monétaire, quand la banque centrale se cantonne aux achats sur le marché secondaire.

Ces conclusions conduisent aussi à revisiter certaines interprétations de l'article 123 du TFEU : il ne vise pas à empêcher le système bancaire, en ce compris les banques centrales, de créer de la monnaie et d'assurer le financement monétaire de l'économie. Elles conduisent aussi à clarifier ce qu'est, techniquement, un financement monétaire.

Elles ne ferment cependant pas la porte au débat, de politique économique cette fois, quant à savoir jusqu'où l'on peut étendre le concept de financement monétaire.

Communiqué de presse

Le contenu de cette étude ne doit pas être perçu comme étant représentatif des opinions de la Banque centrale du Luxembourg ou de l'Eurosystème. Les opinions exprimées reflètent celles des auteurs et non pas nécessairement la position de la Banque centrale, de ses dirigeants ou de l'Eurosystème.

Ce cahier d'études est disponible sur le site internet de la BCL : www.bcl.lu

Pour toute information supplémentaire, nous sommes à votre disposition
au numéro de téléphone 4774-4265 /-4243.



Section Communication
L-2983 Luxembourg
Télécopieur: +352 4774-4910
info@bcl.lu