



**HAL**  
open science

# La Théorie Monétaire Moderne : idées fausses, vraies limites et angles morts. Un tour d'horizon des critiques

Guillaume l'Oeillet

## ► To cite this version:

Guillaume l'Oeillet. La Théorie Monétaire Moderne : idées fausses, vraies limites et angles morts. Un tour d'horizon des critiques. *Revue d'économie financière*, 2022, Après le Brexit / Post Brexit, 148 (4), pp.249-272. 10.3917/ecofi.148.0249 . hal-03854814

**HAL Id: hal-03854814**

**<https://hal.science/hal-03854814v1>**

Submitted on 8 Feb 2023

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution 4.0 International License

# **La Théorie Monétaire Moderne : idées fausses, vraies limites et angles morts. Un tour d'horizon des critiques.**

**Guillaume L'ŒILLET<sup>1</sup>**

**Univ Rennes**

**CNRS, CREM -UMR CNRS 6211**

**F-35000 Rennes France**

## **Résumé**

*Depuis la grande crise financière, la Théorie Moderne de la Monnaie (TMM) suscite l'intérêt des milieux politique, médiatique et académique. Le « moment » keynésien qui a suivi cette crise a sorti d'une relative confidentialité ce courant de pensée qui défend un retour permanent de la dominance budgétaire à rebours du consensus autour d'une politique monétaire indépendante du pouvoir politique. Toutefois, la TMM fait l'objet de vives attaques de la part d'économistes dits de l'offre, de la synthèse voire même post-keynésiens dont la TMM est pourtant réputée proche. Les points de vue les plus virulents contestent le caractère scientifique de la TMM et la réduisent à un mouvement politique assimilable à l'aile radicale du parti démocrate américain. D'autres critiques plus élaborées s'attellent à démontrer les limites théoriques et empiriques des préconisations de la TMM. Cet article propose une synthèse des critiques adressées à la TMM et apporte une contribution en questionnant l'économie politique de la théorie.*

Mots clés : Théorie Monétaire Moderne ; Dominance budgétaire ; Monnaie ; Economie politique

Codes JEL : B52 ; E12 ; E52 ; E62 ; E63 ; H62 ; H63 ;

---

<sup>1</sup> Maître de conférences, Université de Rennes1 ; CNRS, CREM – UMR6211, F-35000 Rennes France. Contact : [Guillaume.loeillet@univ-rennes1.fr](mailto:Guillaume.loeillet@univ-rennes1.fr); Adresse: Faculté des sciences économiques, Université de Rennes 1, 7 place Hoche 35065 Rennes Cedex  
Je remercie le Professeur Jean-Jacques Durand pour sa relecture attentive et ses commentaires précieux.

## **Modern Monetary Theory: wrong ideas, real limits and blind spots. An overview of the critics**

### **Abstract**

*Since the great financial crisis, the Modern Monetary Theory (MMT) rouses interests in political, media and academic area. In the ensuing Keynesian moment, the MMT has emerged from the confidentiality to advocate a permanent fiscal dominance in opposition to the consensus built toward a politically independent monetary policy. MMT has however been widely criticised by mainstream economists but also by the post-keynesian school from which it comes. The most vehement attacks to deny the scientific nature of the theory and to confine it to a political movement belonging to the left wing of the US democrats. More sophisticated critics tackle theoretical foundation and empirical evidences of the MMT to contest their recommendations. This paper provides an overview of those critical points of view and contributes to the chorus of criticism by raising a failing political economy.*

**Keywords:** Modern Monetary Theory ; Fiscal dominance ; Monetary economics; Political Economy;

**JEL Classification :** B52 ; E12 ; E52 ; E62 ; E63 ; H62 ; H63 ;

## INTRODUCTION

Depuis 2008, les principales économies avancées ont vécu un tournant keynésien dans la mise en œuvre de leurs politiques économiques pour répondre aux chocs majeurs qu'ont constitué la grande crise financière entre 2008 et 2010 puis l'épidémie de COVID-19 à partir de 2020. Dans le premier cas, les gouvernements ont cherché à compenser l'atonie de la demande privée liée à une incertitude élevée et à un processus de désendettement massif des agents économiques. Dans le second cas, les gouvernements ont tout simplement pris le relais des agents économiques privés contraints d'interrompre partiellement leur activité pour des motifs sanitaires. Dans les deux cas, la politique budgétaire a relégué la politique monétaire au second plan car son efficacité et son rôle semblaient limités dans la réponse à apporter aux chocs. Cette période a également porté une remise en cause plus fondamentale du consensus de politique monétaire fondé sur la relation entre monnaie et inflation puisque la politique de taux bas couplée à l'assouplissement quantitatif n'a pas immédiatement ramené les économies autour de leur cible d'inflation<sup>1</sup>. Un nouveau régime de dominance budgétaire semble avoir pris la place du régime de dominance monétaire.

Ce « moment » keynésien a mis en lumière les travaux de la Théorie Moderne de la Monnaie (TMM) contestant les principes du policy-mix orthodoxe reposant sur la « divine coïncidence ». Ainsi, la TMM a permis de relativiser les préoccupations autour de la soutenabilité budgétaire conduisant à l'adoption de règles contraignantes susceptibles d'entraver la pro-cyclicité des politiques budgétaires, ou d'empêcher les dépenses publiques d'investissement. La TMM a également replacé la politique monétaire dans une mission auxiliaire par rapport à la politique budgétaire, seul véritable outil de stabilisation macroéconomique permettant de réguler la demande globale. En somme, la TMM a redéfini une hiérarchie des objectifs de politiques économiques en y plaçant au sommet le plein-emploi au détriment de la stabilité des prix jusqu'alors considérée comme la clé de voûte de la stabilité macroéconomique.

La TMM développe un cadre macroéconomique d'inspiration keynésienne<sup>2</sup> formalisant la dominance budgétaire. Dans celui-ci, le gouvernement d'un pays souverain sur le plan monétaire est en mesure d'atteindre l'objectif de plein-emploi à travers le soutien de la demande effective compatible avec la quantité d'emplois correspondante. Le gouvernement peut s'appuyer sur une banque centrale qui ajuste l'offre de monnaie en fonction de ses besoins. Ainsi, le gouvernement qui pilote la stabilisation macroéconomique en ajustant le solde budgétaire selon les fluctuations réelles ne connaît ni contrainte de financement ni insoutenabilité budgétaire. Les dépenses publiques permettent de pallier une dépense privée qui se contracte pendant une phase de ralentissement et les taxes visent à contenir les pressions inflationnistes durant les périodes d'expansion. Le gouvernement doit donc dépenser pour collecter des taxes et non l'inverse pour assurer l'équilibre financier. La politique monétaire n'a pas de rôle actif de stabilisation économique par le biais du taux d'intérêt. Elle accompagne la politique budgétaire en finançant le déficit budgétaire par la création monétaire même si elle doit toutefois s'assurer que le taux d'intérêt demeure à un faible niveau. Ce policy-mix est mis en œuvre par une entité publique consolidée associant le Trésor et la banque centrale.

Cette contestation s'est tout d'abord traduite par une exposition médiatique croissante d'économistes post-keynésiens liés à la TMM développant des théories considérées hétérodoxes mais paradoxalement appliquées en temps de crise. La curiosité du débat public

pour ces thèses a favorisé l'émergence de figures comme Stéphanie Kelton aux USA dont la présence dans les médias s'est intensifiée et les contributions ont permis de diffuser la TMM au-delà du cercle académique et des frontières nord-américaines. Parallèlement, une des propositions phares du programme concernant la garantie d'emploi (*Job guarantee*) a connu le même sort en faisant l'objet d'une publication à destination d'une audience plus large (Tcherneva, 2020). D'un point de vue plus strictement académique, la TMM occupe une place croissante dans les revues (post) keynésiennes<sup>3</sup>. Des personnalités plus orthodoxes de la sphère académique et bien connues du grand public discutent les préconisations de la TMM dans les colonnes de journaux importants<sup>4</sup> ou lors de colloques marquants réunissant la communauté<sup>5</sup>. La parution d'un manuel de Macroéconomie par Mitchell, Wray and Watts (2018) a permis de développer la pensée de la MMT à partir d'une critique approfondie de la théorie orthodoxe habituellement enseignée. La frange la plus progressiste du parti démocrate américain s'est ensuite emparée de la TMM pour peser dans les débats internes et réinstaurer une vision keynésienne plus « traditionnelle » afin de reconquérir une partie de l'électorat perdu en 2016. La présence de Bernie Sanders comme dernier candidat en lice face à Joe Biden lors de la dernière primaire démocrate illustre cette évolution. Cette ligne réhabilitant la dépense publique a probablement influencé le nouveau Président américain dans le plan de relance post-covid *Build Back Better Act* voté en novembre 2021 et s'élevant à 1900 milliards de dollars.

La TMM n'a pas été épargnée par la critique, dans la sphère académique particulièrement. Alors que des attaques prévisibles ont été formulées par les tenants d'une vision plus classique de la macroéconomie (Rogoff, 2019, Edwards, 2019) ou proche de la synthèse (Krugman, 2019, Summers 2019), des voix dissonantes de la famille post-Keynésienne variant d'un ton « amical » (Lavoie, 2013) à une opposition plus marquée (Epstein, 2019 et Palley, 2015a, 2015b, 2019a, 2019b, 2020) se sont fait entendre. A maintes reprises, la MMT a riposté afin de préciser sa théorie (Fullwiler et al., 2012 ; Tymoigne and Wray, 2015 ; Fullbrooke et Morgan, 2020 ; Tymoigne, 2021). Si la TMM est parvenue à donner une certaine consistance scientifique à son discours, elle peine à convaincre quant à la stabilité macroéconomique et à la généralisation du modèle de policy-mix défendu. Elle souffre en outre d'un défaut de réflexion du point de vue de son application concrète renforçant les doutes existants.

Les deux sections qui suivent synthétisent les principales critiques adressées à la TMM. La troisième et dernière section apporte une contribution critique en discutant certaines insuffisances de l'économie politique de la TMM.

## **LA TMM N'EST PAS UN TRACT POLITIQUE POUR UN CAMP PROGRESSISTE EN PANNE D'IDÉES**

La TMM est souvent critiquée pour la dimension politique qu'elle revêt et qui constituerait sa véritable motivation comme le postulent Drumetz et Pfsiter (2021). Cette perception s'explique tout d'abord par le profond désaccord théorique que suscitent les préconisations de la TMM dans la sphère académique si l'on se réfère au sondage mené auprès du panel d'économistes de *l'Initiative on Global Markets* de l'Université de Chicago<sup>6</sup>. A la proposition : « *Les pays pouvant emprunter dans leur propre monnaie ne devraient pas se*

*soucier des déficits budgétaires puisqu'ils peuvent toujours créer de la monnaie pour financer leur dette* », 36% des membres du panel se sont déclarés en désaccord et 52% fortement en désaccord. Des économistes de l'offre voient dans la TMM une impasse conduisant à des épisodes d'hyperinflation ou de défaut comme Edwards le suggère en Amérique Latine. Des économistes néo-keynésiens comme Summers (2019) ou Krugman (2019), favorables aux déficits publics, ont également exprimé leur désaccord en qualifiant respectivement la TMM de « recette pour le désastre » et de théorie « stupide » (*wonkish*). Buitter et Mann (2019), tout en reconnaissant certains fondements théoriques, regrettent quant à eux le simplisme des propositions « de gauche ».

Le caractère scientifique de la TMM est, d'autre part, remis en question sur la forme que prend la diffusion de ses idées. Selon Hartley (2020), la TMM n'est pas une théorie scientifique falsifiable et ses contributeurs se contentent de colloques internes plus proches de « conventions politiques »<sup>7</sup>. Krugman (2019) qui a souhaité engager un dialogue avec les partisans de la TMM lui reproche une instabilité théorique néfaste pour la discussion scientifique<sup>8</sup>.

Toutefois, la réduction de la TMM à un simple tract politique semble excessive pour deux raisons. Premièrement, les travaux de la TMM présentent une certaine cohérence interne. En s'appuyant sur une conception chartaliste de la monnaie et en considérant un environnement politique totalement souverain, la TMM décline un cadre macroéconomique dans lequel un Gouvernement pilote la politique économique en appliquant un programme de dépenses publiques visant à atteindre les objectifs sociaux validés démocratiquement. La TMM voit en l'État le seul agent économique disposant du pouvoir de création monétaire illimité, de la légitimité de la collecte de l'impôt (dans cette monnaie) et d'une durée de vie infinie facilitant l'endettement au long cours. En cela, la TMM repose sur une vision keynésienne selon laquelle seul l'État est en mesure de se substituer aux agents privés pour dépenser et investir en cas de pessimisme des agents privés<sup>9</sup>. On retrouve au cœur de cette théorie le principe de dominance budgétaire où la gestion monétaire est au service des orientations budgétaires. C'est sur la base de ce cadre théorique se nourrissant d'influences passées qu'il convient de formuler un point de vue critique en analysant ses failles, ses limites et ses risques afin d'alimenter la controverse scientifique. Toutefois, les sources d'inspiration de la TMM et ses préconisations politiques certes éloignées de la pensée dominante ne justifient pas de la réduire au statut de programme politique.

Les événements des quinze dernières années ont précipité l'instauration de la dominance budgétaire dans les politiques économiques. Depuis 2008 et le déclenchement de la crise financière, la politique monétaire a été « capturée » par la politique budgétaire afin de redresser des économies bloquées dans une trappe à liquidité. Cette hiérarchie a été prolongée avec la crise sanitaire qui a poussé les gouvernements à compenser une mise à l'arrêt forcée d'une partie de l'économie. Enfin, les préconisations de la TMM sont mobilisées dans la réflexion autour de financement de grands plans d'investissement que le secteur privé ne parviendrait pas à assumer seul (infrastructures, transition écologique<sup>10</sup>). Ces trois séquences légitiment donc une théorie économique qui ne relève pas de la dimension électorale même si elle est « exploitée » à cette fin par des dirigeants politiques confrontés à diverses problématiques, ou aspirant à l'être. Une telle combinaison de politiques économiques s'impose donc dans des circonstances particulières, sans nécessairement s'écarter des recommandations orthodoxes : lorsque la politique monétaire est devenue inopérante ; lorsqu'un choc exogène provoque une

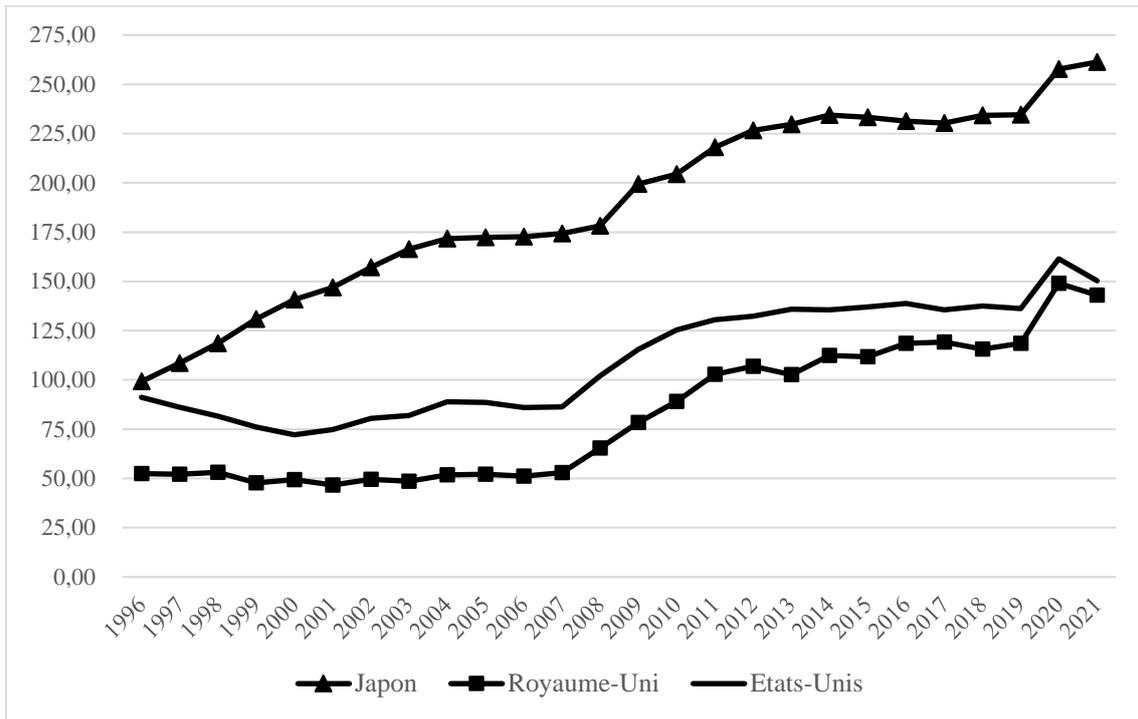
interruption de l'activité économique et des flux de revenus associés ; lorsque le rendement privé d'un investissement est insuffisant, lointain ou incertain en dépit de sa rentabilité sociale. Il convient en revanche de s'interroger sur le caractère permanent de la dominance budgétaire.

Une seconde raison conduisant à relativiser la dimension idéologique de la TMM tient aux faits politiques et économiques. Bien que la TMM puise ses fondements dans la théorie keynésienne et fournit des préconisations en ligne avec les programmes progressistes et travaillistes, des gouvernements libéraux et conservateurs n'hésitent pas ponctuellement à creuser le déficit budgétaire et à augmenter la dette publique lorsque les événements l'imposent. Si les représentants de ces partis se déclarent hostiles au financement monétaire de la dette publique à cause des conséquences négatives pour son électorat<sup>11</sup> (inflation, taux bas, défaut éventuel), la pratique vient parfois démentir le discours. Le cas américain est particulièrement éclairant puisque les déficits publics se sont répétés et la dette publique fédérale a cru continuellement indépendamment des majorités politiques en place comme le montrent les données reportées dans les graphiques 1 et 2. Ainsi, les présidents républicains ont contribué à l'accroissement de la dette fédérale, en particulier lors des mandats Reagan<sup>12</sup>, Bush (père et fils), Trump et Ford quand les démocrates ont été plus modérés. Ces déficits s'expliquent toutefois plus largement par des allègements d'impôts même si la dépense publique a cru à des montants records sous les présidences Trump et Nixon<sup>13</sup>.

Deux autres cas peuvent être mentionnés. Tout d'abord, le cas du Royaume-Uni présente certaines similarités avec les Etats-Unis. Après la seconde guerre mondiale, le Royaume-Uni est parvenu à réduire le ratio dette publique sur PIB tout en connaissant une situation de déficits publics permanente au gré des alternances politiques (figure 2). Après une stabilisation de ce ratio pendant les années 90, ce dernier a augmenté sous les effets de la crise financière de 2008 puis de la crise sanitaire. Si le gouvernement travailliste de Gordon Brown (2007-2010) a subi la plus forte augmentation du ratio, les cabinets conservateurs qui ont suivi (Cameron, May puis Johnson) n'ont pas inversé la tendance. On note d'ailleurs que la réélection des conservateurs en 2019 après la finalisation du Brexit s'est faite sur une plateforme programmatique très volontariste mêlant hausse des dépenses publiques et allègements fiscaux comme pour signifier une liberté retrouvée hors de l'Union Européenne. Le second cas concerne le Japon souvent utilisé comme illustration de la TMM. Après la crise financière qui a frappé le pays au début des années 90, les gouvernements qui se sont succédé ont massivement employé cette combinaison de politiques économiques. En proie à la déflation, les gouvernements ont systématiquement voté des budgets déficitaires après 1992 conduisant la dette publique vers un niveau jamais atteint, au-delà de 250% de PIB. Durant cette période, la majorité politique était quasi-systématiquement détenue par le Parti Libéral Démocrate japonais qui, malgré une diversité de courants, est identifié comme un parti conservateur.

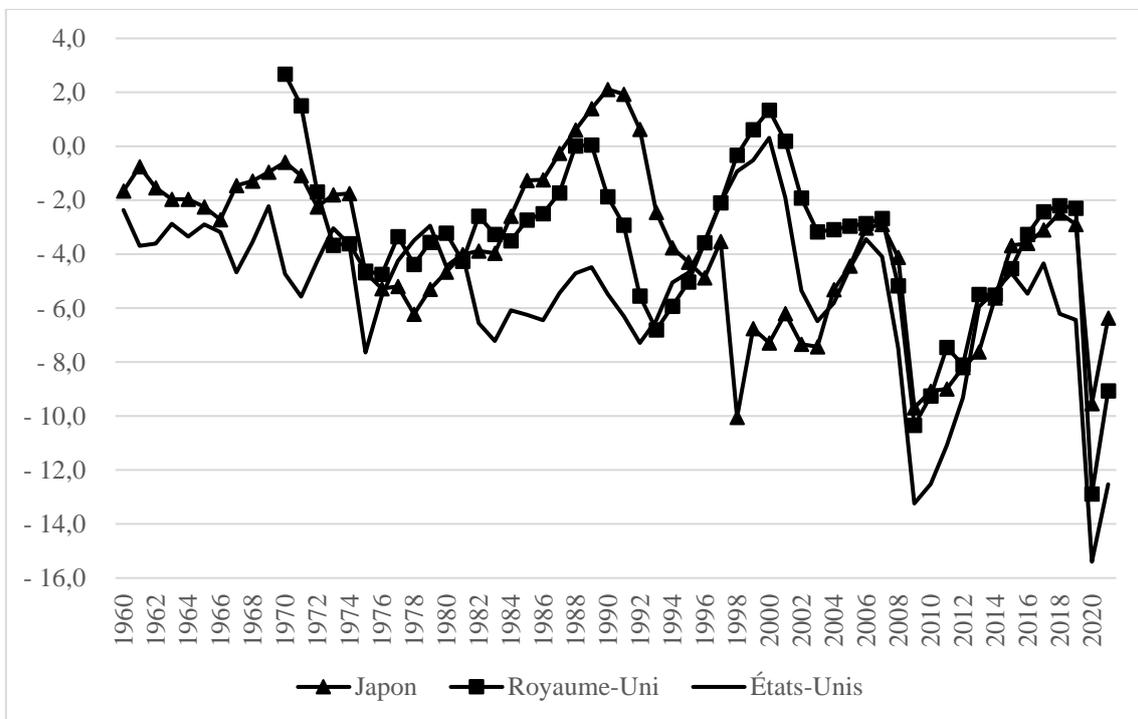
Ces exemples pourraient être interprétés comme une validation de la thèse centrale de la TMM selon laquelle le gouvernement peut connaître un besoin de financement structurel sans que la soutenabilité de sa dette ne soit remise en cause. Néanmoins, ces situations n'éliminent pas les risques macroéconomiques associés à un stimulus permanent de l'économie comme des pressions inflationnistes ou l'instabilité financière. En outre, des interrogations ont été soulevées quant à la généralisation de la recette à tous les pays. Les pays disposant d'une monnaie internationalement utilisée, au premier rang desquels les Etats-Unis, ont un avantage évident dans l'application des préconisations de la TMM.

**Figure 1 Dette publique brute du gouvernement général en % du PIB**



Source : OCDE, National Accounts at a glance

**Figure 2 Solde financier des Administrations publiques en % du PIB**



Source : OCDE, Perspectives économiques

## LES RISQUES MACROÉCONOMIQUES DE LA DOMINANCE BUDGÉTAIRE

En dépit de sa cohérence interne, la TMM présente des limites évidentes inhérentes à l'instauration d'un régime permanent de dominance budgétaire. Ces risques sont soulignés par des économistes orthodoxes et, de manière plus surprenante, par certains post-keynésiens qui voient dans la TMM une simplification excessive de l'analyse keynésienne originelle source d'inflation, d'instabilité financière et limitée à quelques économies développées.

### *La menace inflationniste*

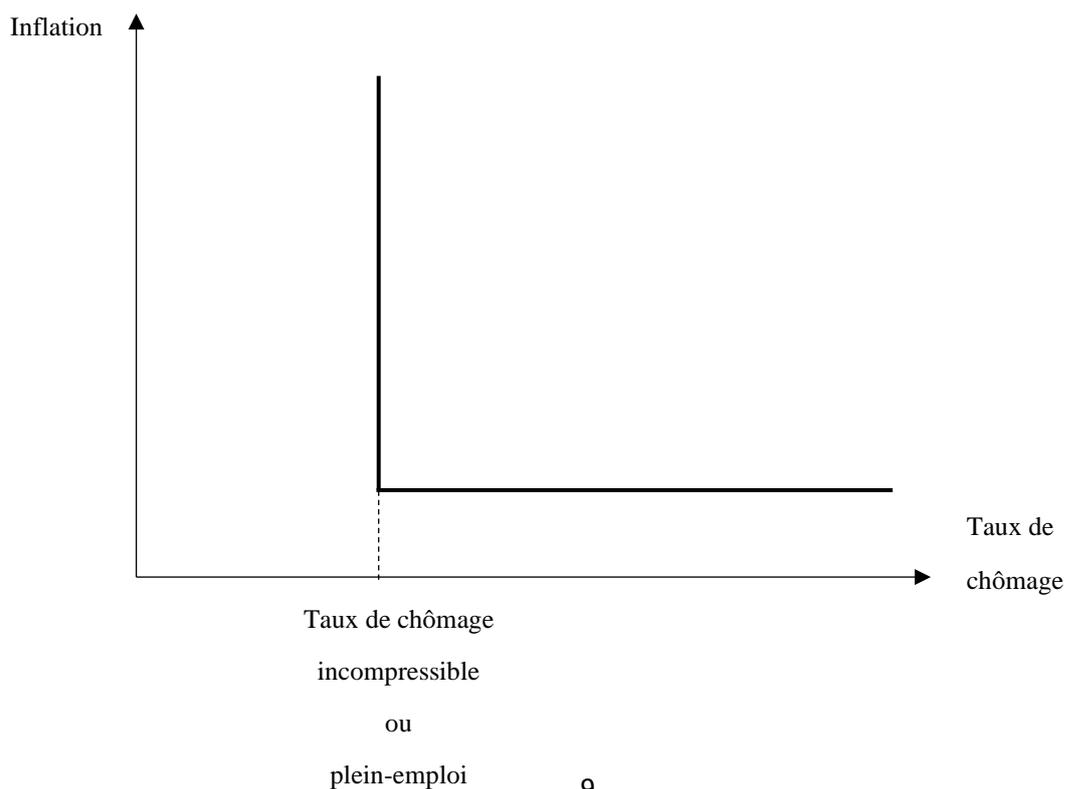
La question de l'inflation revient systématiquement dans les reproches adressés aux partisans de la TMM. L'approche monétariste trouve dans le financement monétaire du déficit le coupable idéal pour expliquer les pressions inflationnistes. L'excès de liquidité pousse les agents économiques à dépenser les encaisses réelles jugées excédentaires entraînant une hausse de la demande globale à la source de la hausse des prix. La réponse de la TMM est connue : le stimulus budgétaire et la création monétaire associée visent à combler un déficit de demande afin de la rendre compatible avec le niveau de plein emploi. Il s'agit donc de remobiliser des capacités de production inutilisées, ce qui n'est pas inflationniste aux yeux des keynésiens. Seuls les stimuli budgétaires tentant d'amener le chômage en-dessous d'un niveau incompressible le seraient en provoquant des tensions salariales à la hausse. La courbe de Phillips qui n'est pas précisée dans la modélisation de la TMM prendrait donc la forme d'un « L » dans le plan chômage-inflation (figure 3). La stabilité des prix serait seulement menacée au voisinage du taux de chômage incompressible (correspondant au plein emploi), c'est-à-dire dans la partie verticale en cas de stimulus additionnel qui pourrait en outre déclencher une hausse des anticipations d'inflation<sup>14</sup>.

Pour contrer le risque inflationniste, la TMM s'en remet à une hausse des taxes visant à « refroidir » l'économie. Il nous apparaît toutefois que le réglage fin par les taxes se heurtent à trois limites importantes rendant aléatoire la maîtrise de l'inflation. Premièrement, le niveau de plein-emploi est imparfaitement décrit dans la TMM et aucun indicateur officiel n'est mobilisé pour le caractériser. Une approximation par un taux de chômage frictionnel serait vraisemblablement satisfaisante mais n'existe pas car il faudrait distinguer les chômeurs en véritable transition d'emplois et les chômeurs ne cherchant pas activement un emploi. Ainsi sur le plan agrégé, il existe un véritable risque de surchauffe de l'économie. Deuxièmement, si l'analyse macroéconomique repose sur une certaine cohérence théorique faisant du plein emploi le pivot de la politique fiscale, elle se heurte à une hétérogénéité sectorielle compliquant le pilotage de la politique budgétaire. On pourrait ainsi observer des situations de tension de recrutement dans certains secteurs avec des hausses de salaire tandis que des travailleurs avec des compétences spécifiques peuvent rester inemployés dans des secteurs en récession ou en déclin où les offres d'emplois se raréfient. Ces éléments d'ordre structurel ne peuvent être éliminés par le seul creusement du déficit budgétaire. Troisièmement, la dominance budgétaire implique d'activer le levier de l'impôt pour freiner la demande agrégée plutôt que le taux d'intérêt de court terme censé rester proche de zéro. Toutefois, cette action, en apparence simple dans les termes de la TMM, risque de se heurter à deux problèmes. Le premier concerne la nature des taxes, la base fiscale ciblée et donc les effets redistributifs possibles qui auront une incidence macroéconomique. Sur ce sujet, les promoteurs de la TMM ne précisent pas si les nouveaux impôts levés doivent viser l'ensemble des revenus ou plutôt contribuer à réduire les inégalités en accentuant la pression fiscale sur les plus riches par exemple en ciblant les revenus

du capital<sup>15</sup>. L'effet de freinage recherché n'est donc pas garanti et dépend de l'option fiscale retenue par les décideurs. Le second problème renvoie à la conception de l'école du Choix Public suggérant que la décision impopulaire de relever les taxes n'aboutisse pas pour des raisons politiques notamment en période électorale. A nouveau, la dominance fiscale, en l'absence de contraintes budgétaires ou d'agencements institutionnels spécifiques, pourrait être un régime inefficace pour contenir les pressions inflationnistes.

Une autre menace inflationniste est liée à la conséquence probable sur le taux de change d'un tel régime de dominance budgétaire. En privilégiant un régime de change purement flottant, la TMM s'expose à un risque de dépréciation de la monnaie domestique si le reste du monde ne souhaite pas accumuler d'actifs émis dans la monnaie du gouvernement. La dépréciation de la monnaie aura un effet mécaniquement inflationniste sur les biens et services importés non-substituables comme des matières premières, provoquant ainsi un choc d'offre négatif que la politique budgétaire ne pourrait résoudre. Dès lors, la perspective d'une dynamique hyperinflationniste<sup>16</sup> demeure possible si les agents économiques, conscients des effets inflationnistes d'une telle politique, finissent par « fuir devant la monnaie ». On retrouve ici une explication plus classique de l'inflation et de sa dynamique qui serait hors de contrôle du gouvernement, spécifiquement dans un tel régime où la politique monétaire n'est plus mobilisée. Dans un monde ouvert marqué par des innovations technologiques sur la monnaie, il devient plus facile de substituer la monnaie locale par des devises voire maintenant par des crypto-monnaies contribuant ainsi à la dépréciation de la monnaie domestique. La seule « force de rappel » que mentionne la TMM est le paiement des taxes dans la monnaie officielle. Pour autant, ses promoteurs ne suggèrent pas d'augmenter les taxes pour limiter ce phénomène de désaffection, mais comptent sur une relative stabilité comportementale des agents économiques.

**Figure 3 Une courbe de Phillips de la TMM**



## *L'instabilité financière*

La dominance budgétaire promue par la TMM est également susceptible d'avoir des effets macroéconomiques indésirables par le biais des marchés de capitaux. En reléguant la politique monétaire au second plan, c'est-à-dire en la privant des missions de régulation macroéconomique et financière par le biais des taux, les partisans de la TMM assignent à la banque centrale l'unique tâche de garantir des taux d'intérêt à des niveaux bas afin d'empêcher l'effet d'éviction sur les taux à plus long terme. Au final, si les agents économiques ne souhaitent pas mobiliser les encaisses monétaires supplémentaires pour acheter des biens et des services, la création monétaire pourrait au final alimenter la hausse des cours et contribuer à la formation de bulles sur les marchés d'actifs. Deux canaux sont envisageables. Le premier tient à la théorie de choix du portefeuille. Si le taux d'intérêt ne détermine pas nécessairement le volume d'épargne dans la théorie keynésienne, il constitue un repère incontournable dans la répartition de celle-ci entre les différentes classes d'actifs. Des taux bas permanents pourraient inciter les épargnants à recomposer leur patrimoine afin d'optimiser leur épargne<sup>17</sup> en préférant des actifs financiers ou non-financiers plus risqués mais aussi plus rémunérateurs en dépit de la liquidité et de la sécurité des bons du Trésor<sup>18</sup>. Cet effet pourrait être renforcé par une inflation élevée poussant les investisseurs à abandonner les obligations souveraines non-indexées sur l'inflation ou moins rémunératrices en terme réel. Le second canal concerne l'effet de levier. L'environnement de taux bas favorise la prise de risque de la part des agents économiques financiers et non-financiers pour réaliser des opérations financières potentiellement spéculatives<sup>19</sup> sur différents supports d'investissement, immobilier<sup>20</sup> notamment. Un phénomène d'accélérateur financier pourrait survenir et déboucher sur une bulle de crédit si les banques venaient à adosser les prêts accordés sur la valeur croissante des collatéraux. En l'absence d'un dispositif prudentiel limitant ce type d'opérations et contraignant les intermédiaires financiers, un emballement financier est à redouter sur les prix des différents actifs ciblés.

L'absence de politique monétaire visant à assurer la stabilité financière peut laisser craindre des fluctuations importantes du cycle financier voire des moments de crises financières qui auraient inévitablement des répercussions sur l'économie réelle. Le gouvernement serait à nouveau mis à contribution pour solvabiliser des agents économiques subissant des pertes après une prise de risque favorisant l'emballement financier. Un retournement des anticipations provoquerait une inversion des cours conduisant à une contraction de la demande globale sous l'effet du pessimisme des agents économiques et d'un processus de désendettement. Les conséquences macroéconomiques des dérèglements financiers ne sont pas circonscrites aux mécanismes habituels liant cycle financier et cycle des affaires domestiques. En privilégiant une épargne composée d'actifs étrangers libellés en devises, les agents économiques pourraient exposer l'économie domestique à un risque de contagion financière en cas de retournement ou de crise financière sur les marchés étrangers. Enfin, dans une perspective plus contemporaine, une fuite face à la monnaie pourrait profiter aux crypto-actifs qui échappent à toute réglementation et sont soumis à une forte volatilité. Dans les deux cas, l'économie réelle serait affectée par les mêmes mécanismes.

### *La TMM et le biais américain*

La TMM délimite précisément le cadre institutionnel au sein duquel son modèle pourrait s'appliquer efficacement. Ainsi, toute dominance fiscale n'est viable que dans un environnement où un gouvernement consolidé composé du Trésor et de la Banque centrale<sup>21</sup> est en mesure de générer la quantité de monnaie nécessaire au financement des déficits publics. Cette liberté « interne » va de pair avec une liberté « externe » où le gouvernement n'est pas tenu de défendre une parité au sein d'un régime de changes fixes qui serait une contrainte pour la politique monétaire. Toutefois, même si l'on écarte ces pays préférant un régime de changes fixes, les préconisations de la TMM ne semblent viables que pour une poignée d'économies avancées dont la monnaie dispose d'un poids international conséquent. On peut penser évidemment à l'économie américaine<sup>22</sup> qui est la seule en mesure de faire peser sur ses créanciers une partie des effets indésirables de ses politiques.

Un pays connaissant un déficit courant peut espérer le maintenir sans trop d'inquiétudes tant que le reste du monde accepte d'accumuler les actifs émis dans cette monnaie. A l'inverse un pays structurellement débiteur vis-à-vis du reste du monde verrait sa monnaie se déprécier si jamais les investisseurs venaient à se détourner de cette monnaie et à privilégier des placements dans une autre devise. De la même manière que la dépréciation de la monnaie renchérit les importations du pays suivant les préconisations de la TMM, elle va gonfler la valeur exprimée en monnaie domestique de la dette contractée en devises<sup>23</sup> suggérant un problème d'insoutenabilité de la dette extérieure et probablement une crise financière liée à l'interruption des financements extérieurs ou « *sudden stops* ». Si un gouvernement peut éviter le défaut sur une dette libellée dans sa propre monnaie, il pourrait s'y résoudre en cas d'endettement en monnaie étrangère, à moins d'accepter de consacrer des ressources supplémentaires pour faire face au service de sa dette<sup>24</sup>.

La combinaison « heureuse » permettant un endettement externe soutenable est observée de longue date dans le cas américain. La volonté des économies asiatiques et des pays producteurs de matières premières d'accumuler des réserves en dollars américains lui permet de s'endetter sans que la valeur externe de sa monnaie ne soit véritablement menacée et ne provoque d'interruptions des capitaux étrangers. Ce « privilège exorbitant » associé au dollar américain peut être étendu à quelques économies seulement comme la Zone Euro, le Japon et le Royaume-Uni dont les monnaies sont incontournables sur le marché des changes aux yeux des investisseurs internationaux<sup>25</sup>. La TMM semblerait donc applicable pour ces économies<sup>26</sup> où la dette publique est (majoritairement) détenue par des résidents et par des non-résidents souhaitant détenir des actifs dans ces monnaies « internationales ». Cet équilibre reste toutefois conditionné par le comportement des créanciers étrangers. Une volonté de diversification de portefeuille, l'arrivée à maturité d'une économie émergente disposant d'un marché des capitaux développé ou bien même la crise d'un des pays émetteurs des monnaies internationales pourraient remettre en cause cette stabilité. Ainsi, la fin du régime de Bretton Woods II induisant un flottement progressif du Yuan pourrait inciter les agents économiques chinois à réduire leur exposition au dollar au profit du financement de l'économie domestique. Une période d'incertitude peut également conduire les investisseurs à se tourner vers des actifs « refuge » libellés dans la dernière monnaie dans laquelle ils ont confiance à savoir le dollar américain par exemple.

Les préconisations de la TMM paraissent en revanche moins adaptées pour des pays en développement n'émettant pas de devises échangées sur le marché des changes et ayant besoin de capitaux étrangers pour financer un déficit courant et en partie le déficit budgétaire. De nombreux gouvernements appartenant à ces deux catégories de pays ont une dette publique amplement détenue par des agents non-résidents et majoritairement émise en monnaie étrangère. Bien que la part du régime purement flottant ait gagné en importance au sein de ces mêmes pays, la « peur du flottement » les pousse à privilégier *de facto* un régime de changes flottants administré. Pour ces derniers, la dominance budgétaire n'est pas envisageable puisqu'ils ont un objectif implicite de stabilité du change. Pour les pays ayant adopté un régime totalement flottant, la dominance budgétaire pourrait se heurter à un appétit limité des investisseurs pour les bons souverains émis par les gouvernements ainsi qu'au poids qu'ils souhaitent dédier à la monnaie associée dans leurs portefeuilles. Cela renforce la contrainte budgétaire. Les pays paient le service de leur dette en monnaie étrangère en y consacrant des moyens croissants en cas de dépréciation de la monnaie, ce qui pourrait paradoxalement conduire à des mesures d'austérité. Ces pays dépendants des capitaux étrangers en devises pourraient finalement être confrontés à une hausse de la prime de risque exigée par les créanciers pour se couvrir du risque de dépréciation et de défaut qui demeure une option de sortie sérieuse pour les débiteurs.

## **LES ANGLES MORTS DE LA TMM : UNE ÉCONOMIE POLITIQUE À CONSTRUIRE**

Au-delà des limites macroéconomiques associées au régime de dominance budgétaire, les travaux de la TMM souffrent d'un manque de réflexion sur le caractère appliqué de sa théorie pouvant fragiliser ses recommandations. Quatre sujets relevant de l'économie politique mériteraient une discussion approfondie afin de préciser et renforcer la crédibilité de la TMM dans une perspective politique : le contenu de la politique budgétaire, la relation banque centrale-Trésor, le régime de changes et la politique prudentielle.

### *Priorité à la politique budgétaire mais laquelle ?*

Les contributions de la TMM restent plutôt vagues sur le contenu de la politique budgétaire et aucune typologie des dépenses ou des taxes pertinentes n'est avancée. Du côté des dépenses, aucune hiérarchie n'est établie dans la mesure où la TMM considère que toute dépense précède les prélèvements obligatoires. Ainsi, la dépense publique serait mobilisée pour remplir un objectif social et politique déterminé démocratiquement par le pouvoir exécutif. Toutefois, l'idée centrale de la théorie est d'amener la demande effective à son niveau compatible avec le plein emploi. Une proposition de longue date rattachée à la TMM (Minsky, 1965) dépassant le principe d'assurance-chômage consiste à créer un programme de garantie d'emploi afin de rester au voisinage du plein emploi<sup>27</sup>. Cet outil contra-cyclique a pour but de maintenir les gens dans l'emploi en cas de ralentissement économique en leur proposant un emploi rémunéré au salaire minimum pour des missions publiques. Le volant d'emplois publics se dégonflerait mécaniquement en cas d'accroissement des embauches dans le secteur privé. Toutefois, il semblerait que la solution offerte par le financement monétaire du déficit public

ait élargi le champ des possibles. Ainsi, aux Etats-Unis, les personnes converties à la TMM au sein du parti démocrate imaginent le financement du système de santé américain (*Medicare*) et des étudiants américains, mais aussi le financement d'infrastructures d'envergure et notamment celles permettant la transition écologique. Shirai (2019) suggère d'orienter les dépenses vers des projets destinés à accroître la productivité afin d'augmenter la croissance potentielle, et ainsi stabiliser la dette publique en proportion du revenu à plus long terme. Si la TMM ne poursuit pas un objectif d'optimisation des dépenses publiques, une typologie des dépenses publiques permettrait tout de même de renforcer l'efficacité de l'action publique en distinguant les mesures selon leur effet multiplicateur qui reste au cœur de la théorie keynésienne. Toutefois, ce dernier point n'est jamais abordé sous un angle quantitatif dans les contributions.

La doctrine en matière de politique fiscale semble plus floue encore. A nouveau, aucun objectif de rendement des taxes n'est recherché puisque les prélèvements obligatoires sont déconnectés de la dépense publique<sup>28</sup>. La TMM assigne cependant deux objectifs aux taxes. Le premier concerne la stabilisation macroéconomique et la gestion de l'inflation à partir de taxes sur le revenu qui retireraient automatiquement du pouvoir d'achat au secteur privé (Tymoigne 2021). Le second touche au projet politique de la majorité qui poursuit divers objectifs sociaux comme la diminution de la pollution, la réduction des inégalités ou une protection des industries locales. Dans les deux cas les effets macroéconomiques des taxes ne sont pas analysés en profondeur et seule la relation macroéconomique négative entre les impôts et le revenu est considérée. Néanmoins, on peut s'interroger sur ces effets si l'on distingue la fiscalité sur les entreprises et celles portant sur les ménages. Pour la première, on admet qu'un ajustement à la hausse des taux de taxation sur les revenus freinera effectivement l'investissement. Toutefois, un alourdissement de la fiscalité sur le travail pourrait avoir deux effets indésirables simultanés typiques d'un choc d'offre : une hausse de l'inflation et un recul de l'emploi. D'autres impôts décorrélés du volume d'activité de l'entreprise comme les impôts sur la production ou l'importation ne permettront pas de limiter la surchauffe mais pourraient être inflationnistes en cas de hausse des taux. Dans le cas de la fiscalité sur les ménages, un alourdissement de la taxation sur les revenus devrait logiquement peser sur la consommation. Toutefois, la conception post-keynésienne et Kaleckienne du partage du revenu entre salaires et profits pourrait conduire à privilégier un accroissement de la fiscalité sur les revenus du capital ou sur le patrimoine lui-même. Cette orientation permettrait d'atteindre simultanément l'objectif de stabilisation économique en freinant la demande et de réduction des inégalités en taxant plus fortement les individus les plus riches<sup>29</sup>. En contrepartie, cette option pourrait s'avérer coûteuse s'il conduisait à une contraction de la base fiscale, si l'ajustement appliqué était conséquent. La TMM n'aborde étonnement pas ces questions d'économie politique de l'ajustement budgétaire.

#### *La consolidation Banque centrale-gouvernement : un contrefactuel commode*

Lavoie (2013, 2019) reproche à la TMM d'avoir basé son cadre d'analyse sur une configuration institutionnelle inexistante en fusionnant Trésor et Banque centrale au sein d'une même entité gouvernementale. Selon Fullwiler *et al.* (2012) puis Tymoigne et Wray (2015), une séparation institutionnelle ne modifie pas fondamentalement les préconisations mais provoque un détour dans le processus de financement monétaire. Pourquoi alors insister avec cette approche contrefactuelle et ne pas intégrer un principe de séparation ? Mitchell (2019) semble assumer la consolidation pour combattre l'idée selon laquelle le gouvernement serait

contraint financièrement justifiant le principe d'indépendance de la banque centrale. Pour autant cette consolidation laisse sans réponse une critique de type « *Public choice* » émise par Palley (2019a) au sujet des orientations budgétaires. Celle-ci pourrait servir un objectif électoral et potentiellement créer des cycles « politiques ». Alors que la TMM défend le recours à la fiscalité pour éviter une situation de surchauffe, elle ne suggère aucun garde-fou institutionnel permettant de prévenir des choix budgétaires et fiscaux électoralistes susceptibles d'alimenter des pressions inflationnistes après le scrutin. Edwards (2019) a fourni des cas d'échec de la TMM en mobilisant des exemples latino-américains où les gouvernements étaient dirigés par des partis révolutionnaires avec une plateforme programmatique très dispendieuse : Le Chili de Salvatore Allende entre 1970 et 1973, Le Pérou d'Alan Garcia entre 1985 et 1990 et le Venezuela de Hugo Chavez et Nicolás Maduro à partir de 1998.

Le lien ainsi établi entre l'orientation idéologique de ces gouvernements qualifiée de marxiste par Edwards, les politiques dispendieuses mises en œuvre et leurs résultats (une hyperinflation, une récession prolongée ainsi que déséquilibres extérieurs) conduit à s'interroger sur les mécanismes permettant d'éviter ce biais. Les règles budgétaires, dénoncées par la TMM, peuvent avoir des effets indésirables sur l'économie lorsqu'elles sont mal conçues. Même si elle ne constitue pas un obstacle à la dominance budgétaire une séparation des entités monétaire et budgétaire risque de ralentir la mise en œuvre du policy-mix souhaité, si le financement monétaire du déficit public est assorti de conditions institutionnelles précises. Il convient donc d'insérer une clause permettant l'activation du financement monétaire de la dette. Une alternative sans doute plus pertinente reviendrait à s'appuyer sur un organisme indépendant de surveillance des finances publiques comme le *Congress Budget Office (CBO)* aux Etats-Unis. Ce dernier est notamment chargé d'évaluer le coût des lois budgétaires préparées par le Congrès, d'étudier des scénarios alternatifs permettant d'ajuster les dépenses et les revenus, de mesurer l'impact à long terme des politiques budgétaires dans le cadre légal en vigueur et de fournir des prévisions macroéconomiques<sup>30</sup>. Il est à disposition du congrès et n'a pas de rôle coercitif mais essentiellement consultatif. Au-delà de l'expertise apportée aux élus, son travail d'évaluation offre au grand public une analyse aigüe et indépendante des orientations budgétaires prises par le gouvernement et des risques inflationnistes associés. En réduisant l'incitation à un stimulus superflu, les avis du conseil devraient conduire le gouvernement à appliquer une politique budgétaire véritablement contra-cyclique qui n'est qu'un pré-supposé dans la TMM<sup>31</sup>.

#### *L'insertion internationale : les effets indésirables du change flexible*

Le « privilège exorbitant » qui semble conditionner l'application de la TMM implique l'adoption d'un régime de changes flexibles au détriment d'une parité fixe de la monnaie domestiques dans les devises. Les partisans reconnaissent que ce régime peut constituer un frein au développement d'économies dépendantes de l'étranger en raison de leurs faibles ressources internes. Pour ces économies, le « repas gratuit » qu'offre la dépréciation de la monnaie peut s'avérer indigeste : renchérissement des importations, augmentation du poids de la dette libellée en monnaie étrangère par rapport au revenu, fuite des capitaux étrangers. L'exposition à des crises répétées de la balance des paiements couplée à un ralentissement de la trajectoire de l'évolution du niveau de vie peut conduire certaines économies souhaitant préserver leur

intégration économique internationale à privilégier un régime de changes fixes ou quasi-fixes impliquant une plus grande discipline budgétaire. Ce choix semble naturel également pour des économies dont le revenu dépend essentiellement de l'exploitation de ressources (hydrocarbures) vendues à l'étranger sur des marchés internationaux en devises.

Des réponses ont été apportées à ce questionnement par les membres de la TMM. Celles-ci convergent vers une réduction de la dépendance des économies à l'étranger notamment par le biais de stratégies de substitution aux importations et de diversification productive, et de la réduction de l'endettement extérieur en monnaie étrangère. Parallèlement, le développement d'un secteur exportateur est encouragé afin d'obtenir des réserves de change et limiter les risques sur la balance des paiements et les fuites de capitaux. D'autres solutions internes sont à considérer comme le développement d'un système financier local performant et solide avec un marché du crédit fonctionnel. En outre, un pays a besoin d'un système fiscal efficace pour garantir les recettes fiscales et limiter le développement d'activités informelles. Même si ces solutions apparaissent réalistes, elles nécessitent un délai de mise en œuvre durant lequel le degré de dépendance à l'extérieur est maintenu. Le développement de secteurs internes va continuer de mobiliser des capitaux étrangers qui ne peuvent être substitués par une épargne locale étroite voire inexistante. En outre, les biens et services vitaux et non substituables (énergie, agriculture) requièrent une relative stabilité du taux de change. La transition impose une participation aux échanges internationaux difficilement compatible avec une approche néo-mercantiliste qui chercherait à développer le secteur exportateur tout en essayant de réduire ses importations. Par ailleurs, un pays pourrait avoir des intérêts économiques et politiques à participer à des accords économiques régionaux limitant néanmoins ses marges de manœuvre politiques dans l'optique d'une plus grande autonomie<sup>32</sup>.

Au final, cette question de l'insertion internationale et du développement est insuffisamment traitée par la TMM. Tout en admettant les coûts économiques de la flexibilité des changes supportés par une économie en développement, « la peur du flottement » n'apparaît pas légitime pour considérer temporairement la défense d'une parité. Un tel choix entraverait l'espace budgétaire nécessaire pour organiser l'autonomie recherchée à travers les politiques mentionnées plus haut. Toutefois, ces politiques d'autonomisation dont les résultats paraissent aléatoires ne reposent sur aucun exemple historique reprenant cette trajectoire, contrairement à Edwards (2019) qui parvient à en démontrer les coûts à travers les expériences latino-américaines. Les coûts des deux stratégies de développement ne sont pas comparés et la préférence de la TMM pour une dominance budgétaire au détriment d'une stabilité monétaire n'est pas vraiment étayée. La TMM, pour illustrer sa théorie ne peut se référer qu'à des exemples d'économies avancées endettées dans leur propre monnaie intensivement échangée sur les marchés internationaux.

### *La politique prudentielle*

Une politique monétaire caractérisée par des taux d'intérêt bas fait naître des inquiétudes légitimes sur le terrain de la stabilité financière. Si l'assouplissement quantitatif mené aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe a permis à ces économies de retrouver un taux d'inflation proches de leurs cibles, cette politique a probablement contribué à accentuer les hausses de prix sur les marchés d'actifs. La TMM paraît peu concernée par cette problématique dans un contexte de finance libéralisée et globalisée dans la mesure où elle n'avance pas de mesures

prudentielles concrètes pour limiter ce risque. Cette position s'explique de deux manières. D'une part, la dépense publique contribue à sécuriser financièrement les agents économiques en soutenant la demande effective ce qui facilite leur solvabilité. D'autre part, le déficit public et l'émission de nouvelle dette est un moyen d'absorber une éventuelle hausse de l'épargne privée qui se traduirait mécaniquement par la détention de bons du Trésor<sup>33</sup>. Cette boucle vertueuse ignore toutefois des questions microéconomiques élémentaires quant aux arbitrages en matière d'allocation d'actifs. Une recherche accrue de rendement devrait conduire les investisseurs à se détourner de ces titres pour privilégier une répartition plus risquée.

Face à la récurrence des critiques émises à ce sujet, et dans la lignée de Minsky (1986) et du paradoxe de la tranquillité, les partisans de la TMM reconnaissent la nécessité de réglementer l'industrie financière. Néanmoins, peu de contributions s'attèlent véritablement à façonner un système de supervision et de régulation permettant de prévenir et éliminer les risques de bulle sur les marchés financiers. Tymoigne (2011) apporte une critique approfondie de l'actuelle architecture réglementaire et de son contenu. Les exigences portant sur la solvabilité, la liquidité et l'effet de levier sont selon lui insuffisantes pour réguler des institutions financières qui, face au déclin tendanciel du rendement des fonds propres sont incitées à accentuer leur prise de risque<sup>34</sup> ou à déjouer la réglementation par des innovations financières. La TMM cible également le processus de « collatéralisation » des crédits qui illustre la finance contemporaine reposant sur des mécanismes de Ponzi. En d'autres mots, l'arsenal réglementaire ne permettrait pas de capter efficacement les sources d'instabilité contenues dans la période d'expansion économique. Les ratios utilisés ne seraient que des amortisseurs de crises sans parvenir à les en empêcher. La fragilité financière ne peut être perçue qu'à travers l'état du bilan des institutions financières et des flux de trésorerie. L'octroi de financement doit essentiellement être conditionné par les revenus réels et non dépendre d'hypothétiques valorisations d'actifs détenus par les agents économiques. Enfin, l'innovation doit être plus strictement encadrée pour garantir des produits sécurisés.

Bien que ces recommandations soient cohérentes pour limiter le mécanisme d'accélérateur financier en phase d'euphorie, elles souffrent de deux écueils. Premièrement, aucune mesure de régulation n'est formulée précisément. A la lecture des quelques contributions sur le sujet, on ne voit pas quels seraient les indicateurs à surveiller par le régulateur. Plus gênant, aucune contrainte sur les institutions financière n'est clairement formulée pour limiter la prise de risque. Aucun dispositif de régulation du système bancaire et financier n'est ainsi formalisé. Deuxièmement, en limitant le champ d'action de la banque centrale au financement des dépenses publiques, la TMM lui retire toute possibilité de piloter la stabilité financière à partir du taux d'intérêt de court terme. La TMM s'expose ainsi à une critique évidente selon laquelle une politique monétaire accommodante permanente entre en contradiction avec une politique de crédits prudente de la part des banques de second rang limitant l'effet de levier. Dans un contexte de dominance monétaire, le taux d'intérêt fixé par l'autorité monétaire vise à réguler le flux de crédit en incitant les banques à réévaluer les risques encourus au regard du coût de financement. Si ce coût de financement est maintenu artificiellement bas, les banques ne font plus face aux mêmes contraintes et peuvent délivrer continuellement du crédit à des contreparties potentiellement risquées. Pourtant, aucune précision n'est apportée quant à l'évaluation de ce risque de contrepartie. Est-il évalué par la banque ou par le régulateur<sup>35</sup> ?

## CONCLUSION

Ces dernières années, les préconisations formulées par la TMM ont trouvé un relai médiatique et politique important avant d'être versées dans le débat académique où la controverse est vive. Les crises économique et sanitaire ainsi que les défis auxquels sont confrontés les décideurs publics ont accru l'exposition d'un courant défendant la dominance budgétaire. Toutefois ce régime contient des limites macroéconomiques importantes comme le risque inflationniste et l'instabilité financière que les contributions actuelles ne parviennent pas à écarter. Elle peine en outre à convaincre des membres de sa propre famille de pensée quant à une généralisation de son modèle à des pays émergents dépendants du reste du monde. Enfin, la TMM révèle certaines failles du point de vue de son économie politique fragilisant un peu plus le volet théorique des travaux. Les garanties nécessaires à la mise en œuvre de politiques de stabilisation macroéconomique et financière efficaces ne sont pas avancées par la TMM et l'application d'un régime de changes flexibles à tout prix peut constituer un handicap dans la perspective du développement.

Les derniers évènements géopolitiques participent à la montée de l'inflation qui a émergé après les phases de confinement liés à la gestion de la crise sanitaire. De nouvelles ruptures d'approvisionnement en matières premières sont venues s'ajouter aux problèmes initiaux de disponibilités de produits semi-finis et de transports. La TMM d'inspiration keynésienne se retrouve dans une situation similaire à celles des années 70, où, face à un choc d'offre, la stimulation budgétaire et une politique monétaire accommodante pourraient être vues comme un accélérateur de l'inflation. Pour le moment, selon les auteurs de la TMM, les pressions inflationnistes reflètent essentiellement des dysfonctionnements microéconomiques du côté des firmes relatifs à la chaîne logistique et non un excès de la demande globale dû à une création monétaire excessive. Si le resserrement monétaire est écarté, le soutien budgétaire nécessaire destiné à ramener l'emploi américain à son niveau d'avant la pandémie doit privilégier des dépenses d'investissements ciblées sur certains secteurs (ressources primaires, énergie) qui permettraient d'atténuer les contraintes d'offre et lutter contre le dérèglement climatique. Les auteurs demeurent en revanche plus silencieux sur les effets de la relation prix-salaire qui peuvent nourrir l'inflation, spécifiquement dans certains secteurs touchés par des pénuries de main-d'œuvre.

## BIBLIOGRAPHIE

BONIZZZI, B., KALTENBRUNNER, A. et MITCHELL, J. (2019), “*Monetary sovereignty is a spectrum: modern monetary theory and developing countries*”. *Real-world economics review*, 89.

BUITER, W.H. et MANN C.L. (2019), “*Modern Monetary Theory. What’s right is not new, what’s new is not right, and what’s left is too simplistic*” Working paper Global Perspectives and Solution CitiGroup, April 2019.

DRUMETZ, F. et PFISTER, C. (2021), “*The meaning of MMT*”, Working paper No. 833, Banque de France, September 2021.

EDWARDS, S. (2019), “*Modern monetary theory: Cautionary tales from Latin America.*” Hoover Institution Economics Working Paper No. 19106. Stanford, CA: Hoover Institution.

EPSTEIN, G.A. (2019), “*What’s Wrong with Modern Money Theory? A Policy Critique*”, New York: Palgrave Macmillan.

FIEBIGER, B. (2012a), “*Modern Money Theory and the real-world accounting of  $1-1<0$ : The U.S. Treasury does not spend as per a bank*” PERI Working Paper No. 279. Amherst, MA:

FIEBIGER, B. (2012b), “*A rejoinder to ‘Modern Money Theory: A response to critics.’*” PERI Working Paper No. 279. Amherst, MA:

FULLBROOK, E., et MORGAN, J. (2020), “*Modern Monetary Theory and its Critics*”. Bristol: World Economic Association.

FULLWILLER, S.T., KELTON, S.A., et WRAY, L.R., (2012), “*Modern Money Theory: A response to critics*”. PERI Working Paper No. 279. Amherst, MA.

GALVIN, R. et HEALY, N., (2020), “*The Green New Deal in the United States: What it is and how to pay for it.*” *Energy Research and Science* 67.

HARTLEY, J. (2020), “The weakness of modern monetary theory.”, *National Affairs*, Fall, 2020, 70–82.

JEANNERET, A. et SOUISSI, S., (2016), “*Sovereign defaults by currency denomination*”. *Journal of International Money and Finance* 60: 197–222.

KELTON, S.A., (2020), “*The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy*”. New York: Public Affairs.

KNAPP, G.F., (1924), “*The State Theory of Money*”. London: Macmillan.

KRUGMAN, P., (2019), “*Running on MMT (Wonkish)*”, *New York Times*, Opinion, 25 février 2019.

- LAVOIE, M., (2013), “*The monetary and fiscal nexus of Neo-Chartalism: A friendly critique*”. *Journal of Economic Issues* 47 (1): 1–31.
- LAVOIE, M., (2019), “*Modern monetary theory and post-Keynesian economics*”. *Real-World Economics Review* 89.
- LERNER, A.P., (1943), “*Functional finance and the federal debt*”. *Social Research* 10 (1): 38–51.
- LERNER, A.P., (1978), “*A Wage-Increase Permit Plan to Stop Inflation*”. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 9(2): 491-505.
- MANKIWI, N.G., (2019), “*A skeptic guide to Modern Money Theory*”. Mimeo.
- MINSKY, H.P., (1965), “*The role of employment policy*”. In *Poverty in America* edited by M. S. Gordon.
- MINSKY, H.P., (1986), “*Stabilizing an Unstable Economy*”. New Haven, CT: Yale University Press.
- MITCHELL, W.F., (2019), “*Marxists getting all tied up on MMT*”. Article de Blog 1/09/2019. <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?m=20190307>
- MITCHELL, W.F., WRAY, L.R., et Watts, M. (2019), “*Macroeconomics*”. London: Red Globe Press.
- NERSISYAN, Y., et Wray., L.R., (2019), “*How to pay for the Green New Deal*”. *Levy Institute Working Paper* No. 931. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- PALLEY, T. I., (2015a), “*Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Money Theory*”. *Review of Political Economy*, 27(1): 1-27.
- PALLEY, T. I., (2015b), “*The Critics of Modern Money Theory (MMT) Are Right*”. *Review of Political Economy*, 27(1): 45-61.
- PALLEY, T. I., (2019a), “*What’s Wrong with Modern Money Theory (MMT): A Critical Primer*.” FMM Working Paper No. 44, Institute for Macroeconomics, Dusseldorf, Germany, March.
- PALLEY, T. I., (2019b), “*Macroeconomics vs. modern money theory: some unpleasant Keynesian arithmetic and monetary dynamics*”. *Real-World Economics*, 89.
- PALLEY, T. I., (2020), “*What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy*”. *Review of Keynesian Economics*, vol. 8 (4)

PEW RESEARCH CENTER, (2019), “*Public’s 2019 Priorities: Economy, Health Care, Education and Security All Near Top of List*”. January 24, 2019.

ROGOFF, K., (2019), “*Modern monetary nonsense*”. Project Syndicate.

RUML, B., (1946), “*Taxes for revenue are obsolete*”, *American Affairs* 8 (1): 35–39.

SHIRAI, S., (2019), “*Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan*”. VoxEu.org. 18 Juillet 2019.

SUMMERS, L.H., (2019), “*The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster*”. *Washington Post*, March 4 2019.

TCHERNEVA, P.R., (2020), “*The Case for a Job Guarantee*”. Medford: Polity.

TYMOIGNE, E., (2011), “*Financial stability, regulatory buffers, and economic growth after the great recession: Some regulatory implications*”. In C.J. Whalen (ed.), *Financial Instability and Economic Security after the Great Recession*. Northampton: Edward Elgar.

TYMOIGNE, E., (2021), “*Seven Replies to the Critiques of Modern Money Theory*”. Levy Institute Working Paper No. 996. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

TYMOIGNE, E., et WRAY, L.R., (2013), “*Modern Money Theory 101: A reply to critics*”, Levy Economics Institute, Working Papers Series No. 778.

TYMOIGNE, E., et WRAY, L.R., (2015), “*Modern Money Theory: A reply to Palley*.” *Review of Political Economy* 27 (1):24–44.

VERNENGO, M., et CALDENTEY, P.E., (2020), “*Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional finance in developing countries*.” *Challenge* 63 (6): 332–48.

---

<sup>1</sup> Cette remise en cause s’est traduite par un changement de stratégie de politique monétaire aux Etats-Unis et dans la zone euro avec une lecture plus souple de la cible des 2%.

<sup>2</sup> Plus précisément, la TMM repose sur deux piliers. Le premier concerne la vision chartaliste de la monnaie développée par Knapp (1924) selon laquelle la monnaie est une « créature de l’Etat » et non un simple moyen d’échange comme le suggère la théorie orthodoxe. Le second pilier est celui de la finance fonctionnelle de Lerner (1943) stipulant que l’équilibre budgétaire du gouvernement n’est pas nécessaire et que les dépenses gouvernementales peuvent être déconnectées des taxes et les précéder (« *Spend first* »). Ce principe se rapproche du point de vue de Minsky établissant une correspondance entre la situation financière du secteur public et celle du secteur privé : le déficit du premier répond nécessairement à l’excédent du deuxième.

<sup>3</sup> A partir d’une recherche sur *Google Scholar*, on recense 3510 résultats associés à la recherche « *Modern Monetary Theory* » entre 2009 et 2021. Un quart de ces références sont concentrées sur la seule année 2021. Les contributions se retrouvent essentiellement dans des revues comme *Review of Keynesian Economics*, *Journal of Post-Keynesian Economics*, *Review of Political Economy* ou *International Journal of Political Economy*.

<sup>4</sup> Krugman (2019) dans le *New York Times* ou Summers (2019) dans le *Washington Post*.

<sup>5</sup> Voir Mankiw (2019) lors de la réunion annuelle de l’*American Economic Association (AEA)* de janvier 2020 dans une session intitulée « *Is united States deficit Policy playing with fire ?* ».

---

<sup>6</sup> Voir le détail du sondage : <https://www.igmchicago.org/surveys/modern-monetary-theory/>

<sup>7</sup> En mentionnant le soutien financier de Leon Levy et Warren Mosler, il l'assimile à un cercle de réflexion. Si la plupart des membres de la TMM appartient au *Levy Institute*, ils occupent simultanément des postes dans des universités en Australie et aux Etats-Unis notamment. On retrouve également la TMM lors des congrès de l'*American Economic Association*, notamment en 2020 où un panel spécifique lui a été consacré.

<sup>8</sup> Krugman fait référence au « Calvinball », jeu issu de la bande dessinée Calvin et Hobbes aux règles initialement inexistantes et que les participants font évoluer progressivement au cours du jeu.

<sup>9</sup> Ce point qui reprend le concept de finance fonctionnelle de Lerner fait débat au sein des keynésiens. Certains privilégient une approche budgétaire plus contracyclique visant un équilibre budgétaire à l'échelle du cycle.

<sup>10</sup> Voir plus précisément Galvin et Healy (2019) pour un *Green New Deal*, dont le projet est porté par des élus démocrates comme Sanders et Ocasio-Cortez réclamant une conversion du Parti à la TMM.

<sup>11</sup> Toutefois, selon le *PEW Research Center* (2019), 54% d'électeurs républicains voient la réduction du budget comme une priorité de la politique économique, contre 82% six ans plus tôt.

<sup>12</sup> Le Vice-président américain entre 1981 et 1988, Georges Bush Senior, avait qualifié « d'économie Vaudou » les orientations budgétaires des mandats Reagan. Lawrence Summers a repris cette expression au sujet de la TMM.

<sup>13</sup> Voir le site <http://presidentialdata.org/> pour des visualisations à partir des données du *Congress Budget office*.

<sup>14</sup> Lerner (1978) avait bien identifié les risques concernant les anticipations d'inflation et une éventuelle boucle prix-salaire. Il avait également perçu l'hétérogénéité sectorielle de l'évolution sectorielle au gré des évolutions de la productivité et des changements de consommation. Ainsi, il a conçu un système permettant de préserver la stabilité des prix moyenne dans l'économie au voisinage du plein emploi en délivrant des permis de hausse de salaire. Plutôt que de contrôler directement les prix et les salaires, le gouvernement a la possibilité de délivrer des permis limitant la hausse des salaires aux gains de productivité. Ces permis s'échangeraient ensuite entre les firmes sur un marché. La TMM ne se réfère curieusement jamais à cet apport de Lerner.

<sup>15</sup> La tradition post-keynésienne se réfère souvent à l'approche Kaleckienne considérant que la dépense globale dépend de la répartition des revenus entre capital et travail puisque le travailleur établit sa consommation à partir de son salaire quand le capitaliste dispose d'une capacité d'épargne sur les revenus du capital. La modélisation keynésienne plus usuelle consiste à généraliser une fiscalité sur le revenu global.

<sup>16</sup> Edwards (2019) analyse trois épisodes en Amérique Latine, où une politique proche de celle recommandée par la TMM a été mise en place : Chili (1970-73), Pérou (1985-90) et Venezuela (à partir de 1998). Tous ces épisodes ont conduit à de l'hyperinflation, une récession, des déséquilibres extérieurs et une dépréciation de la monnaie.

<sup>17</sup> Ce pourrait être la stratégie de fonds de pension ayant un horizon d'investissement de long terme.

<sup>18</sup> Les agents économiques doivent conserver des actifs en monnaie domestique pour payer les taxes au Trésor.

<sup>19</sup> Cette perspective ne correspond pas à la doctrine de Minsky qui refuse les schémas de Ponzi.

<sup>20</sup> Tymoigne (2021) reconnaît que la demande de crédits immobiliers est sensible au taux d'intérêt.

<sup>21</sup> Pour coller à la réalité, les partisans de la TMM précisent le fonctionnement de son modèle avec une dissociation de la banque centrale et du Trésor. Selon Fullwiler et al. (2012) puis Tymoigne et Wray (2013) cette variante ne change pas fondamentalement la mécanique monétaire même si elle la rend plus complexe.

<sup>22</sup> Voir Bonizzi et al. (2019), Epstein (2019) et Vernengo et Caldentey (2019).

<sup>23</sup> La définition de la souveraineté monétaire pourrait exclure par principe un endettement en monnaie étrangère suggérant que les agents non-résidents souhaitent détenir des actifs en monnaie nationale. Un autre point de vue « extrême » considère que la capacité du gouvernement à générer sans limite de la monnaie lui permet de faire face à ses échéances du paiement de la dette, ce qui implique que les créanciers conservent une confiance indéfectible dans les débiteurs malgré la dépréciation de la monnaie. Enfin, un point de vue intermédiaire accepte l'idée d'une hiérarchie internationale des monnaies en proposant le concept de « spectre de souveraineté monétaire » impliquant des mesures plus structurelles visant à réduire la dépendance au financement extérieur.

<sup>24</sup> Dans une étude empirique portant sur 100 pays développés et émergents, Jeanneret et Souissi (2016) recensent 58 épisodes de défaut souverain dont 31 en monnaie locale. Les coûts relatifs à la monétisation de la dette pousseraient les gouvernements à se déclarer en défaut de paiement.

<sup>25</sup> D'après les données de la Banque des Règlements Internationaux, 75% des échanges quotidiens sur le marché de gré-à-gré concernent le dollar américain, l'Euro, le Yen et la Livre Sterling. Ces quatre devises représentent 95% de l'encours total de dette émise vers l'étranger.

<sup>26</sup> La Zone euro est toutefois être exclue du champ d'application puisque l'agencement institutionnel ne prévoit pas de consolidation entre un Trésor supra-national et la Banque centrale.

<sup>27</sup> Tchernerneva (2020) a travaillé sur une version de ce programme appliquée au cas américain.

<sup>28</sup> Cette conception renvoie au point de vue de B. Ruml (1946) : « *taxes for revenue are obsolete* ».

<sup>29</sup> A partir d'une augmentation des taux marginaux sur les plus hauts revenus.

<sup>30</sup> Voir le site du CBO pour connaître l'ensemble de ses fonctions : <https://www.cbo.gov/about/products#8>.

<sup>31</sup> Tymoigne (2021) admet que l'avis du *CBO* serait utile pour apprécier l'impact inflationniste d'une mesure budgétaire ou pour juger de sa pertinence au regard de l'objectif poursuivi. Néanmoins, il réfute toute analyse portant sur son financement ou soutenabilité.

---

<sup>32</sup> La TMM n'aborde pas cette question même si elle semble désapprouver l'appartenance à une union monétaire qui revient à fixer le taux de change entre Etats membres. En s'en tenant à la notion de souveraineté monétaire, l'espace pertinent devrait être celui de l'Etat-Nation où la consolidation banque centrale-Trésor est la plus évidente.

<sup>33</sup> Tymoigne (2021) voit au contraire l'excédent budgétaire comme un indicateur avancé de crise financière.

<sup>34</sup> Un ratio de fonds propres élevé favoriserait la prise de risque. Le sentiment d'être bien capitalisé provoquerait un sentiment de sécurité poussant l'institution à prendre plus de risques pour rémunérer ses fonds propres.

<sup>35</sup> Une vague proposition de rationnement du crédit est formulée par la TMM sans être formalisée pour autant.