Annuler les dettes publiques détenues par la BCE : pourquoi les objections ne tiennent pas

Nicolas Dufrêne, directeur de l'Institut Rousseau

Août 2026

Nicolas Dufrêne est haut fonctionnaire depuis 2012, économiste et directeur de l'Institut Rousseau depuis mars 2020. Il est co-auteur de « Une monnaie écologique » avec Alain Grandjean (Odile Jacob, 2020) et auteur de « La dette au XXIe siècle, comment s'en libérer » (Odile Jacob, 2023). Spécialiste des questions institutionnelles, monétaires et des outils de financement public.

> *« Il suffit d'aller à la Banque de France, de prendre les titres de dette et de les foutre au feu. » La formule est de Jean-Luc Mélenchon, elle est celle d'un tribun, et elle a suffi à rouvrir en quelques heures un débat que beaucoup croyaient enterré depuis cinq ans. Les mêmes réflexes ont resurgi avec lui : les mêmes haussements d'épaules, les mêmes adjectifs — absurde, illusoire, dangereux —, la même certitude qu'il s'agit là d'une question qui ne mérite pas d'être posée.*

Elle mérite pourtant de l'être, et elle est bien plus ancienne que la sortie qui la relance. **La proposition d'annuler les dettes publiques détenues par la banque centrale, en conditionnant cette annulation à des réinvestissements, a été formulée en mars 2020 dans un ouvrage que j'ai coécrit avec Alain Grandjean *Une monnaie écologique* (Odile Jacob).** Elle a été reprise depuis par plus de cent cinquante économistes européens, par des parlementaires de tous bords et de plusieurs pays, et par des financiers que nul ne soupçonnerait de sympathies révolutionnaires. Les réfutations, en cinq ans, n'ont pas manqué, et certaines émanent d'économistes sérieux dont les objections seront ici discutées une à une. Mais elles reposent presque toutes sur des prémisses inexactes, quand elles ne visent pas une opération qui n'est pas celle que nous proposons.

Disons-le donc d'emblée : financièrement et comptablement, l'annulation des dettes publiques détenues par l'Eurosystème bénéficierait directement aux États. Ce n'est pas une opinion, c'est une opération de bilan, et cette note en fait la démonstration pas à pas — textes des traités, écritures comptables et comptes publiés à l'appui. Ceux qui soutiennent le contraire n'ont, à ce jour, jamais produit la démonstration inverse.

Que l'on s'oppose à cette proposition pour des raisons philosophiques, politiques ou économiques est parfaitement légitime, et j'y reviendrai. Mais s'y opposer n'autorise pas à la déclarer absurde, illusoire ou vaudou : ces mots ne sont pas des arguments, ils dispensent d'en avoir. Surtout quand certains font mine de ne pas comprendre que le débat porte sur les seules dettes publiques détenues par l'Eurosystème — la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales de la zone euro —, à l'exclusion de celles détenues par des créanciers privés. Aucun épargnant, aucun assureur, aucun fonds de pension, aucun détenteur d'assurance-vie ne perdrait un euro. **L'opération ne fait aucune victime, et c'est précisément ce qui la rend insupportable à ceux qui préfèrent l'idée d'une dette intangible. On réfute un projet imaginaire pour éviter d'examiner le vrai.** Cette confusion, chez certains, peut être due à une méconnaissance compréhensible des mécanismes monétaires et juridiques en jeu ; chez d'autres, dont c'est le métier de les connaître, elle relève parfois d'un choix.

Vient ensuite le débat technique et juridique. Il se trouve que six années ont passé depuis la formulation de la proposition. C'est peu dans l'histoire des idées ; c'est beaucoup pour une controverse technique. Le temps a fait son office, et les faits ont tranché plusieurs des questions que l'on disait indécidables. On nous annonçait que les banques centrales ne pouvaient pas perdre d'argent : elles en ont perdu des dizaines de milliards en rémunérant les banques privées. Qu'il faudrait alors les recapitaliser : personne ne l'a fait, et la Banque de France explique aujourd'hui que ce ne serait pas nécessaire. Que l'État perdrait le dividende de sa banque centrale : il l'a perdu, sans annulation. Que la « planche à billets » nous menaçait : elle tourne, en ce moment même, au bénéfice des banques commerciales.

Aucune des objections qui nous ont été opposées depuis cinq ans ne résiste à l'examen. C'est ce que cette note entend établir, en les reprenant une à une — de manière d'autant plus rigoureuse que la plupart des débats autour de ces questions, conduits de manière expéditive, s'appuient sur des faits inexacts et des interprétations souvent simplistes.

Reprenons donc point par point.

I. Petite histoire d'une proposition

Mars 2020 : la première formulation, dans Une monnaie écologique

Des projets de transformation en dette perpétuelle des titres détenus par la BCE existent de longue date. Dans ces schémas, la BCE transformerait les titres qu'elle détient en titres perpétuels ne rapportant pas d'intérêt. Mais aucun ne portait sur l'annulation sèche des dettes publiques détenues par la banque centrale, encore moins sur une annulation conditionnée à des réinvestissements.

Cette formulation-là — annulation conditionnée à des réinvestissements écologiques — apparaît pour la première fois dans *Une monnaie écologique*, ouvrage que j'ai coécrit avec Alain Grandjean et publié chez Odile Jacob en mars 2020, avant même le déclenchement de la pandémie. Nous écrivions ainsi :

> *« Si la dette pose un problème trop important, même avec des méthodes de comptabilité et d'émission modifiées, il existe une autre solution radicale et sans aucune victime collatérale qui peut être utilisée : annuler tout ou partie des dettes publiques détenues par la BCE. »*
>
> *— Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, Une monnaie écologique, Odile Jacob, mars 2020, p. 167*

Le mécanisme économique y était déjà exposé dans les termes exacts qui sont discutés depuis cinq ans :

> *« Annuler une dette, dans un régime de création monétaire fondé sur l'endettement, n'est pas un acte anodin : cela revient à "libérer" d'un coup une partie de la monnaie promise à la destruction. […] Si la BCE décidait d'annuler ces dettes, elle libérerait d'un coup des centaines de milliards d'euros au profit des États membres, qui disposeraient de marges de manœuvre élargies pour réinvestir. »*
>
> *— Une monnaie écologique, p. 167-168*

La conditionnalité d'investissement y figurait également :

> *« Le principal risque de cette méthode serait finalement que les États ne se saisissent pas de cette opportunité pour investir, par idéologie ou par calcul. Aussi, il pourrait être nécessaire de conditionner les annulations de dette à la conduite de programmes d'investissements dans la transition écologique. »*
>
> *— Une monnaie écologique, p. 172*

Cette précaution a une raison concrète : pendant la phase du *quantitative easing* (QE), soit entre 2015 et la pandémie en 2020, nombre d'États n'ont pas profité des taux zéro, voire négatifs, provoqués par l'action de la banque centrale pour investir. Au contraire, certains, comme l'Allemagne, ont choisi de se désendetter plutôt que d'investir pour l'avenir, avec les résultats désastreux que l'on connaît en matière de retard d'investissements dans les infrastructures, l'innovation et la transition écologique. Mario Draghi lui-même s'en était ému, en considérant que la BCE avait fait une part du « job » et qu'il revenait aux États de prendre leurs responsabilités. C'est pourquoi une annulation des dettes devrait être conditionnée, au moins en partie, à des réinvestissements (cf. infra).

Février 2021 : la tribune, puis le déchaînement officiel

La proposition a ensuite été reprise dans une série de notes de l'Institut Rousseau[1], dans des notes d'économistes tels que Laurence Scialom et Baptiste Bridonneau[2], puis dans une grande tribune collective que j'ai portée avec d'autres, publiée le 5 février 2021 dans *Le Monde* et simultanément dans plus de huit grands journaux européens, réunissant plus de cent cinquante économistes de différents pays : « La BCE peut offrir aux États européens les moyens de leur reconstruction écologique, sociale, économique et culturelle ». C'est cette tribune qui fut le point de départ d'un grand débat dans les sphères politiques, institutionnelles et académiques.

La réaction fut immédiate et disproportionnée. Christine Lagarde entamait dès le 7 février — deux jours après la parution — une tournée européenne des médias pour répéter que la proposition ne devait surtout pas être écoutée (Le Monde, 7 février 2021). L'idée fut tour à tour qualifiée d'« absurde », de « stupide », d'« illégale » ou inspirée d'une « pensée vaudou ».

Cette virulence mérite d'être interprétée, car elle est en elle-même une information. Les critiques générales du capitalisme financier ne suscitent ordinairement aucune riposte de cette intensité : on les laisse s'exprimer. Ce qui a déclenché la contre-offensive, c'est que la proposition est concrète, chiffrée, et d'application immédiate — un gouvernement peut la mettre en œuvre. On a observé exactement le même phénomène, plus récemment, avec la proposition de taxation des hauts patrimoines portée par Gabriel Zucman : la réaction n'est jamais si forte que lorsqu'une idée cesse d'être une critique pour devenir un instrument immédiatement disponible.

Elle est plus forte encore lorsque cet instrument touche à la politique monétaire. En Europe singulièrement, le rôle de la banque centrale et le principe du remboursement des dettes publiques ont acquis un statut qui les met hors de portée de la délibération collective et politique — sauf lorsqu'il s'agit de sauver le système financier, comme en 2008 puis en 2020. Et l'on aura noté que, même dans ces circonstances, l'objectif affiché fut toujours de revenir au plus vite à la « normale », de sorte que rien ne puisse accréditer l'idée qu'une autre conduite serait durablement possible.

La reprise politique, parlementaire et financière

La proposition a pourtant essaimé bien au-delà de ses initiateurs, et de manière remarquablement transpartisane : Jean-Luc Mélenchon (*L'Opinion*, 18 mars 2021), François Baroin, Aurore Lalucq, Arnaud Montebourg, ou encore Éric Coquerel, président de la commission des finances de l'Assemblée nationale, l'ont soutenue (voir les références en bibliographie). Il faut y ajouter des membres du gouvernement italien (Les Échos ; Bloomberg), le président du Parlement européen, ainsi que des parlementaires nationaux et européens de différents partis et de différents pays, réunis dans une tribune collective publiée par le JDD.

Du côté de la finance, les ralliements ne furent pas moins notables. Alain Minc, lucide sur les obstacles d'acceptabilité, concluait : « à situation extraordinaire, mesure extraordinaire » (Les Échos, avril 2020). Hubert Rodarie, président de l'Association française des investisseurs institutionnels, relevait dans la *Revue Banque* que les opposants recouraient à des arguments juridiques ou à des images « plus faits pour convaincre que pour prouver » (janvier 2021). Matthieu

1 Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert, « Sortir vite et durablement de la crise économique en utilisant la création monétaire et l'annulation de dettes », Institut Rousseau, 2020, institut-rousseau.fr.

2 Baptiste Bridonneau et Laurence Scialom, « Des annulations de dette publique par la BCE : lançons le débat », Terra Nova, 2020, tnova.fr.

Pigasse s'est également prononcé pour l'effacement de la part détenue par l'Eurosystème (*L'Express*, 21 avril 2023).

À l'autre extrémité du spectre, les Économistes atterrés ont apporté un soutien conditionnel : si les ratios dette/PIB devaient servir à justifier un désengagement de l'État ou un renoncement au financement de la transition écologique, ils soutiendraient sans hésiter l'annulation des titres souverains détenus par l'Eurosystème (*La Dette publique. Précis d'économie citoyenne*, Seuil, 2021). Ces conditions étant aujourd'hui pleinement réalisées, on peut donc imaginer qu'ils soutiennent désormais la proposition. Aux États-Unis, Stephanie Kelton, figure de la MMT (*modern monetary theory*), a également soutenu la proposition (Le Vent se lève, 11 avril 2021).

Ainsi, à la faveur de la sortie de Jean-Luc Mélenchon, ce débat ressurgit — au grand dam de ceux qui pensaient l'avoir clos, en 2021, à renfort d'arguments d'autorité jamais démontrés.

On peut en effet s'opposer à cette proposition parce que l'on estime que la monnaie doit être soustraite au pouvoir politique et citoyen, que seule la consolidation budgétaire nous sauvera, que le poids de l'État est excessif, ou que les règles monétaires et budgétaires de la zone euro sont les meilleures possibles —, ce sont là des positions que je ne partage pas, mais qui sont légitimes et abondamment défendues. Le débat démocratique consiste précisément à les confronter.

Une autre chose est pourtant de disqualifier, sans jamais l'examiner, une proposition concrète et opérationnelle en la qualifiant de « vaudou » ou d'« illusoire ». Ce glissement de l'argument vers l'anathème appauvrit le débat public et interdit aux citoyens de se forger un jugement. C'est pourquoi il paraît nécessaire de reprendre une à une les objections habituellement formulées et de les confronter aux faits, aux textes et aux écritures comptables. Cet exercice s'adresse d'ailleurs autant aux contradicteurs qu'à celles et ceux qui s'interrogent de bonne foi, sans être spécialistes des questions monétaires.

II. Ce que l'annulation change réellement

A. Comprendre le contexte

Rappelons d'abord de quoi l'on parle, car le débat souffre d'un défaut de contexte : la BCE n'a pas toujours détenu de dette publique, et rien dans les traités ne l'y destinait. Sa position actuelle de premier créancier des États de la zone euro est le produit de deux crises successives et de décisions parfaitement identifiables.

Premier temps : la déflation. En 2014, la zone euro sort à peine de la crise des dettes souveraines et fait face à un risque déflationniste caractérisé, doublé d'une fragmentation du canal de transmission de la politique monétaire — les décisions de taux de la BCE ne parvenaient plus à se répercuter uniformément sur les conditions de financement des différents pays. Les taux directeurs ayant atteint leur plancher effectif, la BCE se dote d'instruments dits non conventionnels : c'est le programme d'achats d'actifs (APP), lancé mi-2014, dont le volet souverain — le *public sector purchase programme* (PSPP) — démarre le 9 mars 2015.

Il conduit la banque centrale à acheter des titres de dette des États sur le marché secondaire, c'est-à-dire auprès d'acteurs financiers qui les ont eux-mêmes souscrits à l'émission. Car l'article 123 du TFUE prohibe l'acquisition directe, à l'émission, des instruments de dette des États par la banque

centrale. Il en résulte un dispositif dont la logique mérite d'être méditée : les banques et les investisseurs achètent la dette des États pour la revendre à la banque centrale, laquelle s'était engagée à acquérir des volumes prédéterminés — un débouché garanti, sans risque de portage, et rémunéré. L'intermédiation privée est ici rendue obligatoire par le traité, sans qu'elle apporte autre chose qu'un coût supplémentaire pour le contribuable. Il faut le retenir pour la suite : lorsque la BCE acquiert ces titres, le financement de l'État a déjà eu lieu, et les investisseurs privés ont déjà été payés.

L'opération menée par Mario Draghi a néanmoins permis de faire fortement baisser les taux d'emprunt des États — c'est là son mérite principal, étant entendu qu'elle ne constitue en aucun cas une « monétisation » de la dette publique au sens où l'État serait dispensé de rembourser. Le rythme des achats nets est considérable : 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 à mars 2016, 80 milliards jusqu'en mars 2017, puis une décrue progressive jusqu'à l'arrêt des achats nets fin 2018, avant une reprise à 20 milliards mensuels à partir de novembre 2019.

Deuxième temps : la pandémie. Le 18 mars 2020, face à l'effondrement de l'activité et à la tension immédiate sur les *spreads* souverains, la BCE crée le *pandemic emergency purchase programme* (PEPP), doté initialement de 750 milliards d'euros, porté à 1 350 milliards le 4 juin 2020, puis à 1 850 milliards le 10 décembre 2020 — auxquels s'ajoute une enveloppe supplémentaire de 120 milliards au titre de l'APP. En quelques mois, l'Eurosystème absorbe ainsi l'essentiel des émissions nettes des États. C'est précisément le moment où la question de l'annulation devient d'actualité : au plus fort du dispositif, en 2021, l'Eurosystème détient près du tiers des dettes publiques de la zone euro, situation que les rédacteurs du traité de Maastricht n'avaient jamais envisagée — le traité ayant même été conçu pour l'empêcher.

Troisième temps : le retournement de 2022. Le retour de l'inflation déclenche un double mouvement, dont on n'a pas mesuré la portée cumulée. D'une part, la BCE relève ses taux directeurs à une vitesse inédite, faisant passer le taux de la facilité de dépôt de −0,50 % en juillet 2022 à 4,00 % en septembre 2023. D'autre part, et simultanément, elle cesse d'alimenter puis de renouveler ses programmes d'achats d'actifs : arrêt des achats nets du PEPP fin mars 2022 et de l'APP au 1*er* juillet 2022, arrêt des réinvestissements de l'APP en juillet 2023, puis du PEPP fin décembre 2024. Depuis cette date, les deux portefeuilles s'éteignent passivement, au rythme des tombées d'échéances. Après avoir facilité l'endettement des États, la BCE les laisse aux prises avec des stocks de dettes plus élevés et des taux d'intérêts sensiblement augmentés. C'est cette situation que j'ai récemment dénoncée dans une tribune au *Monde*[3], sans parler à cette occasion de l'annulation des dettes publiques, mais simplement du mouvement des taux.

Où en est-on concrètement aujourd'hui ? Au 7 août 2026, l'Eurosystème détenait encore 1 679 milliards d'euros de titres au titre du PSPP et 1 291 milliards au titre du PEPP, soit près de 2 800 milliards d'euros de dette souveraine une fois retranchés les titres privés du PEPP et les émetteurs supranationaux — de l'ordre du cinquième de l'encours de dette publique de la zone euro, contre près du tiers au plus fort du dispositif. Ces titres ne sont d'ailleurs pas logés à Francfort : environ 90 % d'entre eux figurent au bilan des banques centrales nationales et, en application du principe de non-partage des risques, seuls 20 % des gains et pertes sur ces portefeuilles sont mutualisés au sein de l'Eurosystème. Pour la France, cela représente de l'ordre de 600 milliards d'euros de titres

3 Nicolas Dufrêne, « Après avoir encouragé un fort endettement public, la Banque centrale européenne étrangle aujourd'hui des finances publiques déjà dégradées », *Le Monde*, 22 juillet 2026, lemonde.fr.

publics inscrits au bilan de la Banque de France, soit près d'un cinquième de la dette négociable de l'État.

Une précision s'impose ici, car elle commande toute la suite du raisonnement. L'État est bien l'unique détenteur du capital de la Banque de France, mais il ne faut pas en déduire qu'ils ne feraient qu'un. Cette confusion — celle des « comptes consolidés » entre l'État et sa banque centrale — est l'une des erreurs les plus répandues du débat, et elle conduit à soutenir que l'annulation serait sans effet puisque l'État se rembourserait à lui-même. Il n'en est rien. L'État et la banque centrale constituent deux personnes juridiques et deux périmètres comptables distincts, et cette séparation n'est pas une subtilité formelle : elle est la raison pour laquelle le remboursement produit des effets bien réels. Ce que l'actionnariat public procure à l'État, c'est un droit au dividende lorsque la banque centrale dégage un bénéfice — un flux, résiduel et conditionnel, dont on verra qu'il s'est tari : le dernier dividende a été versé en 2021, au titre de l'exercice 2020. Ce que l'actionnariat ne lui procure en aucun cas, c'est une dispense de rembourser le principal. Or c'est bien le principal qui est ici en jeu, et pour le rembourser l'État n'a que trois voies : lever l'impôt, réduire ses dépenses, ou emprunter de nouveau sur les marchés. À l'échéance, rembourser la Banque de France mobilise donc exactement les mêmes ressources que rembourser un créancier privé. Nous y reviendrons en détail, car cet argument des comptes consolidés est celui qu'il faut démonter en premier.

Notons également que ces 600 milliards ne restent pas indéfiniment au bilan de la banque centrale : ils arrivent à échéance, et chaque échéance renvoie l'État sur les marchés. Les tableaux publiés par la BCE permettent d'en mesurer l'ampleur. Sur les dix-sept mois allant d'août 2026 à décembre 2027, 482 milliards d'euros de titres publics arriveront à maturité dans le bilan de l'Eurosystème — 292 milliards au titre du PSPP et 189 milliards au titre du volet souverain du PEPP. Rapporté à la France, par application de la clé de détention, cela représente un ordre de grandeur de 67 milliards d'euros à refinancer en 2027, et d'environ 90 milliards sur l'ensemble de la période — la BCE ne publiant pas de ventilation par pays des tombées d'échéances, ces derniers montants sont des estimations et non des données publiées.

Le lien avec la proposition d'annulation est alors direct. Ces dizaines de milliards, que la banque centrale absorbait elle-même lorsque la tribune de février 2021 a été publiée, doivent désormais être placés auprès de créanciers privés, à des taux sans commune mesure avec ceux de la période 2015-2021, et pour des intérêts qui ne seront jamais rétrocédés à l'État. C'est très exactement le mécanisme de l'effet « boule de neige » : l'État emprunte pour rembourser, à un coût croissant, sans que la dépense correspondante finance quoi que ce soit de nouveau.

Annuler ces titres revient à les soustraire au refinancement de marché — non par un artifice comptable, mais par une économie de charge d'intérêts mesurable, année après année. C'est un effet financier concret et direct. L'État économise de la charge d'intérêts, pour plusieurs milliards d'euros chaque année, et peut utiliser sa capacité d'emprunt non pour refinancer les dettes correspondantes mais pour investir dans de nouveaux actifs par exemple.

Il pourrait même décider de ne pas réemprunter du tout, et de laisser simplement décroître son encours de dette et sa charge d'intérêts. C'est ce dernier point qui mérite réflexion pour les partisans de la rigueur budgétaire : dans cette configuration, la proposition produit exactement le résultat que recherchent ceux qui s'alarment du niveau de la dette publique — une baisse du ratio d'endettement et de la charge d'intérêts, sans hausse d'un euro de dépense ni prélèvement supplémentaire.

B. Identifier les avantages concrets

L'annulation des dettes détenues par l'Eurosystème conduirait donc à soulager immédiatement la situation budgétaire des États du point de vue du refinancement de leur dette. C'est l'avantage le plus direct et le plus manifeste. Elle présente cependant d'autres atouts moins connus, pourtant plus importants, qui ne sont jamais évoqués dans le débat public.

1. Elle libère la monnaie de la promesse de destruction

C'est le cœur de l'affaire, et c'est ce qui échappe le plus souvent aux commentateurs. Le principal avantage macroéconomique d'une annulation ne réside pas dans la baisse optique du ratio dette/PIB, mais dans un effet monétaire de premier ordre :

> *« Au moment du remboursement de l'État à la banque centrale, il y a destruction monétaire. […] En revanche, si la banque centrale décide d'annuler sa créance, cette dernière disparaît mais pas les liquidités qui ont été dépensées dans l'économie. La monnaie émise initialement devient donc permanente : elle est "libre" car elle échappe à la contrainte du remboursement, et donc de la destruction. »*
>
> *— Nicolas Dufrêne, La dette au XXIe siècle, p. 192*

Il faut prendre cette mécanique au sérieux, car elle est contre-intuitive. Dans un système où la monnaie naît du crédit, tout remboursement détruit de la monnaie. Lorsque l'État rembourse la Banque de France, la créance disparaît de l'actif de celle-ci et la monnaie centrale correspondante est détruite. À l'inverse, l'annulation rend permanente la monnaie centrale créée lors de l'acquisition du titre : elle n'a plus pour contrepartie une créance appelée à être remboursée par l'État. Elle cesse d'être une avance remboursable pour devenir un actif définitif entre les mains des agents économiques.

On mesure alors ce que signifie réellement le remboursement. Pour se procurer les liquidités nécessaires au remboursement, l'État n'a que trois voies : réemprunter sur les marchés, dégager un excédent par l'impôt, ou le dégager par la coupe budgétaire. La première, on l'a vu, alimente l'effet « boule de neige », puisque le taux d'emprunt excède durablement le taux de croissance, et elle a ceci de particulier qu'elle ne finance rien — ni école, ni réseau, ni transition. Les deux autres retirent directement de la monnaie du circuit économique, et à des montants tels qu'elles supposeraient un choc récessif majeur. Aucune des trois ne crée quoi que ce soit ; toutes détruisent.

L'annulation constitue donc, à défaut d'un mécanisme de financement monétaire ciblé et placé sous contrôle démocratique — que j'appelle par ailleurs de mes vœux et que je décris en détail dans *La dette au XXIe siècle* —, la solution la moins coûteuse : elle soulage les États du refinancement, interrompt l'alimentation de l'effet « boule de neige », et évite d'avoir à choisir entre l'impôt de rendement et le démantèlement des services publics. Certes, cela ne porte que sur 20 % de la dette publique, mais cela représente un impact potentiel énorme sur l'économie.

2. Elle améliore la transmission de la politique monétaire

Un autre avantage, rarement relevé, tient à la transmission de la politique monétaire. Par construction institutionnelle — et il faut rappeler qu'il s'agit d'un choix, non d'une nécessité technique —, la banque centrale ne peut interagir qu'avec les banques disposant d'un compte auprès d'elle. Ses instruments, taux directeurs comme achats d'actifs, n'atteignent donc jamais directement l'économie réelle : ils transitent par des intermédiaires dont les décisions d'octroi de crédit lui échappent. Il en résulte une déperdition considérable.

Qu'on en juge. De janvier 2020 à mars 2021, la base monétaire a progressé de 70 à 80 % en zone euro, quand la masse monétaire M2 n'augmentait que de 13 %. On mesure là ce que vaut le prétendu multiplicateur monétaire : non pas qu'il aurait cessé de fonctionner, mais qu'il n'a jamais eu la portée causale que lui prête la théorie manuélisée — ce sont les crédits qui font les dépôts, et non les réserves qui font les crédits. L'injection massive de liquidités n'a donc pas produit de financement de l'économie réelle à proportion : l'essentiel est resté bloqué dans la sphère financière. D'où cette conclusion, trop peu relevée :

> *« La création monétaire libre et ciblée ou bien la conversion en investissements des dettes publiques détenues par la BCE permettrait au contraire que la monnaie centrale se déverse directement dans l'économie réelle. […] Finalement, la politique monétaire serait dans son rôle en aidant la politique budgétaire à prendre le relais et en obéissant à l'intérêt général dont elle s'est aujourd'hui coupée. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 212-213*

Autrement dit, des mécanismes de financement direct d'activités d'intérêt général auraient permis d'atteindre le même objectif macroéconomique de soutien de l'activité en créant beaucoup moins de liquidités. Nous n'aurions ni cette inflation du prix des actifs, ni ces réserves surabondantes qu'il faut aujourd'hui rémunérer à grands frais sans qu'elles financent quoi que ce soit.

On touche là, sans doute, à l'une des raisons de la vivacité des oppositions rencontrées. Les politiques d'assouplissement quantitatif ont procuré aux marchés financiers un débouché garanti et une valorisation soutenue de leurs portefeuilles. La proposition d'annulation ne leur retire rien — aucun créancier privé n'est lésé, nous y reviendrons. Mais elle établit qu'un autre circuit de financement de l'économie est possible, dans lequel la monnaie centrale n'aurait plus à transiter par eux. C'est une brèche intellectuelle et politique dans un édifice dont ils sont, en l'état, les principaux bénéficiaires.

3. Conditionnée à des réinvestissements, elle permettrait d'investir massivement

Notons d'abord que l'opération devrait, en bonne logique, satisfaire les tenants de l'orthodoxie budgétaire : elle réduit mécaniquement le ratio dette/PIB, indicateur auquel ils accordent une importance décisive — bien qu'il constitue, on le sait, une mesure très imparfaite de la soutenabilité d'un endettement public. Mais annuler une dette pour le seul bénéfice d'un ratio serait une occasion manquée. Il est préférable d'en conditionner une partie au réinvestissement, à hauteur de 50 % par exemple.

Ma préférence ne va donc pas à l'annulation sèche mais à une conversion associée à un allègement. Appliqué au périmètre français : sur les quelque 600 milliards d'euros de titres d'État détenus par la Banque de France, la moitié servirait à l'allègement de la dette, l'autre moitié serait conditionnée à un plan d'investissement en faveur de la reconstruction écologique et de l'innovation. Le principe, à l'échelle européenne, est exposé ainsi dans *La dette au XXIe siècle* :

> *« Si l'on imaginait par exemple que 50 % des 4 000 milliards d'euros de dette publique européenne annulés par le système européen des banques centrales faisaient l'objet d'une clause de réinvestissement obligatoire dans un plan d'investissement pluriannuel, nous aurions à la fois une diminution de la dette publique et un plan d'investissement "gratuit" de 2 000 milliards d'euros. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 216*

Les montants ont évolué depuis la parution de l'ouvrage — l'encours souverain de l'Eurosystème s'établit aujourd'hui autour de 2 800 milliards d'euros —, mais le mécanisme est inchangé, et son

ordre de grandeur reste sans commune mesure avec les plans d'investissement européens existants.

Précisons le raisonnement, car il est souvent mal compris. À défaut d'un financement monétaire direct, les sommes destinées à l'investissement devraient effectivement être empruntées sur les marchés. L'opération n'est donc pas « gratuite » au sens absolu. Mais elle l'est en termes nets : sur 600 milliards annulés, 300 sont définitivement soustraits à l'encours, et 300 sont remobilisés par emprunt nouveau. L'État se retrouve avec une dette inférieure de 300 milliards à sa situation de départ, et un plan d'investissement de 300 milliards qu'il n'aurait pas pu financer autrement. Sa solvabilité s'améliore alors même qu'il investit — configuration qu'aucun autre instrument de politique économique ne permet d'atteindre. Ajoutons que les investisseurs privés y trouveraient leur compte, puisque ces émissions nouvelles leur offriraient des placements rémunérés dans le contexte de taux actuel : l'opération n'a pas de perdant.

Les États pourraient ainsi financer ce qu'ils ne financent pas aujourd'hui, à commencer, pour la France, par les quelque 60 milliards d'euros d'investissements annuels nécessaires à l'atteinte de la neutralité carbone — ordre de grandeur que nos propres travaux, comme ceux de l'I4CE et de la Cour des comptes européenne, situent dans la même fourchette[4].

Ce faisant, ils conduiraient à un regain d'activité économique, réduiraient leurs importations d'hydrocarbures (source d'inflation contre laquelle doit lutter la politique monétaire), augmenteraient leurs recettes fiscales, ce qui enclencherait un cercle vertueux tant pour l'activité privée que pour les finances publiques. Ainsi, tout le monde pourrait être gagnant, États comme entreprises, investisseurs privés comme citoyens.

Mais les banques centrales dans tout cela ?

4. Une opération indolore, voire gagnante, pour les banques centrales

L'opération serait également gagnante pour la BCE. En soulageant les États et en les aidant à atteindre leurs objectifs de politique publique, elle s'inscrirait dans son mandat : l'article 127 du TFUE dispose que le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix — politiques dont l'article 3 du TUE précise qu'elles comprennent le développement durable et le plein emploi. En finançant l'indépendance énergétique, elle contribuerait en outre à réduire l'inflation importée, dont l'expérience de 2022 a rappelé qu'elle échappe largement aux instruments conventionnels, et soutiendrait par là même la valeur externe de l'euro.

Reste l'objection du bilan. L'opération l'affecterait, c'est entendu ; encore faut-il établir en quoi cela poserait un problème. Deux voies sont ouvertes.

La première, la plus directe, consiste à sortir les titres de l'actif et à constater la dépréciation correspondante au compte de résultat, avec répercussion sur les fonds propres. La banque centrale se retrouverait alors, le cas échéant, en situation de fonds propres négatifs — sans que cela n'affecte en rien sa capacité à conduire la politique monétaire, comme nous le verrons en détail dans la partie suivante, et comme l'illustrent aujourd'hui les comptes de plusieurs banques centrales de l'Eurosystème.

4 Institut Rousseau, *Road to Net Zero* — 2 % du PIB pour la neutralité carbone, institut-rousseau.fr/road-to-net-zero.

La seconde, si l'on tient à préserver un bilan équilibré, consiste à reclasser ces titres : ils quitteraient la rubrique des créances de politique monétaire pour rejoindre une ligne d'immobilisation permanente, que l'on pourrait intituler « contribution définitive au redressement de l'économie européenne ». L'actif demeure, sa nature change, et les fonds propres ne sont pas affectés. On objectera qu'il s'agit là d'une convention. Certes — mais toute la comptabilité d'une banque centrale en est une. La Banque des règlements internationaux le reconnaît explicitement : une banque centrale peut et doit déroger de manière sélective et transparente aux normes d'information financière, parce qu'elle détient des actifs et des passifs dont les variations de valeur n'ont pas la signification qu'elles auraient chez un acteur privé.

Faut-il rappeler, du reste, que l'innovation monétaire est la règle plutôt que l'exception dès qu'une crise l'exige ? L'assouplissement quantitatif engagé en 2015 constituait déjà une innovation considérable au regard de l'esprit des traités, et fut abondamment dénoncé comme tel. La suspension des règles budgétaires européennes, le 20 mars 2020, en fut une autre. Aujourd'hui, plus personne ne songe à s'en plaindre. L'annulation ne ferait que compléter ce cycle, en tirant les conséquences d'un fait désormais établi : le financement de marché des États, dans certaines situations, ne suffit plus.

Voyons désormais pourquoi les objections financières, économiques, juridiques ou comptables ne tiennent pas.

III. Réfutation des contre-arguments

1. « L'annulation spolierait les investisseurs et les épargnants »

C'est l'argument brandi en premier, et le plus facile à écarter. L'annulation proposée porte uniquement sur les créances détenues par l'Eurosystème.

> *« Aucun investisseur, aucun épargnant, ne sera lésé par une opération d'annulation des dettes publiques détenues par la BCE. […] Les investisseurs privés sont donc "sortis" du jeu et remplacés par la banque centrale en tant que créancier de l'État. Ils ne peuvent pas, matériellement, être lésés. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 221-222*

Reste l'argument psychologique : les marchés « prendraient peur » et le sempiternel « si on ne rembourse pas, on ne nous prêtera plus ». Deux réponses. D'abord, le fait que la France n'ait quasiment jamais fait défaut, en tout cas depuis 1797, ne l'a nullement protégée de la remontée actuelle des taux. Et le fait que l'Allemagne ait bénéficié en 1953, par l'accord de Londres, d'une réduction de près des deux tiers de sa dette extérieure — 62,6 % exactement, sa dette d'avant-guerre passant de 22,6 à 7,5 milliards de marks et celle d'après-guerre de 16,2 à 7 milliards —, qui a contribué à sa prospérité économique postérieure, n'a pas empêché les marchés de lui prêter ni d'être aujourd'hui le pays qui emprunte le moins cher en Europe. Le cœur même d'une opération d'annulation ou de restructuration est de rétablir des fondamentaux sains et de relancer l'activité économique, source de solvabilité à long terme. C'est exactement ce que cette proposition conduit à faire. Pourquoi les marchés s'en inquiéteraient-ils ?

Ensuite, la seule déclaration de Mario Draghi du 26 juillet 2012 a suffi à faire immédiatement redescendre les taux italiens et espagnols : une banque centrale peut toujours, si elle le décide, contrôler le niveau des taux, comme l'a démontré le QE. Autrement dit, même en cas de réaction des

marchés, la banque centrale peut en conjurer les effets. Ajoutons que l'opération, comme décrit plus haut, pourrait profiter aux marchés financiers si les États réinvestissaient une partie des sommes annulées : ils pourraient prêter davantage.

2. « L'annulation serait nécessairement inflationniste »

C'est l'objection réflexe, opposée à toute proposition monétaire expansionniste. Elle a l'apparence du bon sens : le monde réel est fini, le monde monétaire ne l'est pas, donc créer de la monnaie sans créer de biens ferait mécaniquement monter les prix. Il faut prendre l'argument au sérieux, car il repose sur une intuition largement partagée. Mais il repose aussi sur une théorie — la théorie quantitative de la monnaie — qui est largement contredite par la réalité.

Commençons par les faits, car ils sont sans appel :

> *« La masse monétaire M2 a progressé de 143 % aux États-Unis entre 2007 et 2020 et les prix ne se sont accrus que de 19 % au cours de la même période. Idem pour l'Europe avec une progression de 60 % de la masse monétaire M3 et une augmentation des prix de 17 % au cours de la même période. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 229*

Treize années d'expansion monétaire sans précédent dans l'histoire, pour une inflation restée obstinément sous la cible de 2 %. Si le lien était automatique, il aurait dû se manifester là. Il ne l'a pas fait, et les banquiers centraux passèrent au contraire cette décennie à s'alarmer du risque déflationniste.

Et pour cause : le volume ne fait pas l'inflation ; c'est l'allocation de la monnaie créée qui la fait. Pour qu'une augmentation du stock de monnaie se traduise en hausse des prix, deux conditions supplémentaires doivent être réunies : que cette monnaie soit affectée à des dépenses de consommation plutôt qu'épargnée, ce qui suppose qu'elle sorte du circuit interbancaire — or nous avons vu qu'elle n'en sort qu'à la marge dans le système actuel ; et que les entreprises réagissent à la hausse de la demande en augmentant leurs prix plutôt qu'en augmentant leurs volumes. Aucune de ces deux conditions n'est automatique.

> *« C'est donc l'usage plus que le volume de la masse monétaire qui compte avant tout en matière d'inflation. Il est possible d'avoir trop de monnaie à un endroit, et donc une inflation dans un domaine précis (par exemple le prix des actifs financiers), tandis que l'on connaît une diminution générale du niveau des prix par ailleurs. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 231*

C'est exactement ce que nous avons observé : les liquidités déversées depuis 2015 ont produit une inflation, mais du prix des actifs, immobiliers et financiers. Ceux qui s'en inquiétaient étaient beaucoup moins nombreux.

En outre, les prix se forment largement par les coûts, non par la seule confrontation de l'offre et de la demande. Ce point, démontré par Steve Keen[5] dans la lignée de Kalecki, Robinson, Kaldor et Sraffa, est décisif. Les coûts de production fixent un prix plancher. Les capacités de production étant généralement supérieures à la demande, un accroissement de celle-ci se traduit d'abord par un effet volume et non par un effet prix — souvent même par une baisse du coût marginal, donc des prix, comme l'illustre l'informatique. La loi de l'offre et de la demande ne gouverne réellement la formation des prix qu'en cas de saturation des capacités, ou de spéculation. Or les marges

5 Steve Keen, *L'Imposture économique*, Les Éditions de l'Atelier, 2014, en particulier le chapitre « Le prix de tout et la valeur de rien » (trad. de *Debunking Economics*, Zed Books, 2011).

disponibles sont considérables : dans la quasi-totalité des pays développés, le taux d'utilisation des capacités de production oscille entre 70 et 90 %. Investir dans un secteur sous-utilisé n'y produit pas d'inflation mais une hausse du taux d'utilisation et une baisse du chômage. Et si l'investissement finance l'extension des capacités elles-mêmes — infrastructures bas-carbone, production de véhicules électriques, rénovation —, il peut faire *baisser* les prix en abaissant les coûts de revient. L'exemple de l'informatique ou des énergies renouvelables démontrent ce fait.

Ajoutons que ce qui a réellement causé l'inflation depuis 2022 n'était pas d'ordre monétaire. Elle est venue de la désorganisation des chaînes de production après le Covid, puis de la guerre en Ukraine et de la pénurie de matières premières et de composants. S'y est ajouté le comportement des entreprises en matière de marges. Notons d'ailleurs le paradoxe : la création monétaire massive des années 2010 n'a pas réussi à produire l'inflation que les banques centrales recherchaient, tandis qu'un choc d'offre y est parvenu en quelques mois.

Il faut aller plus loin : c'est l'inaction qui est inflationniste. Ceux qui redoutent une inflation d'origine monétaire devraient plutôt se préoccuper de celle qui vient du monde réel. Le dérèglement climatique produit déjà ses effets sur les prix : sécheresses et rendements agricoles dégradés, hausse du coût de l'assurance, destruction récurrente d'infrastructures, et surtout dépendance persistante aux hydrocarbures importés, dont l'année 2022 a rappelé qu'ils peuvent à eux seuls faire dérailler l'indice des prix — sans que les taux directeurs n'y puissent grand-chose. Ne pas investir dans la transition, ce n'est donc pas éviter l'inflation : c'est en garantir une, durable et subie, contre laquelle la politique monétaire est désarmée. Le choix n'est pas entre une inflation d'investissement et la stabilité des prix ; il est entre une inflation que l'on maîtrise et une inflation que l'on subit.

Et si le risque se matérialisait ? L'objection suppose implicitement qu'une politique monétaire expansionniste serait irréversible. Elle ne l'est pas : s'il est facile d'injecter de la monnaie dans le circuit économique, il est tout aussi facile de l'en retirer par l'impôt. En cas de tension inflationniste dont les causes seraient effectivement monétaires, il suffirait de réduire ou d'interrompre le programme et de lever des prélèvements. Quant à l'hyperinflation, régulièrement brandie, elle relève d'une autre catégorie de phénomènes. Les épisodes historiques — Allemagne 1923, Zimbabwe des années 2000 — présentent presque systématiquement une forte dépendance extérieure : endettement en devises, épuisement des réserves de change lié à un déficit commercial massif, effondrement spéculatif du taux de change. Aucun de ces mécanismes ne caractérise aujourd'hui la zone euro, qui emprunte dans sa propre monnaie et dispose d'une balance courante excédentaire.

Ajoutons un argument que l'on n'entend jamais. L'inflation, lorsqu'elle s'accompagne d'une progression parallèle des revenus, allège le poids relatif des dettes — publiques comme privées —, dont la valeur nominale est fixe. C'est même historiquement le principal mode de résorption des endettements élevés. Il est singulier que ceux qui s'alarment simultanément du niveau de la dette et du moindre risque inflationniste ne relèvent jamais cette tension dans leur propre raisonnement.

Il reste enfin une conclusion logique à tirer : si l'annulation était inflationniste, c'est qu'elle produirait un effet monétaire réel. Or on nous soutient par ailleurs qu'elle serait sans effet, l'État et la banque centrale ne faisant qu'un (ce qui est faux). C'est l'objection suivante.

3. « La banque centrale et l'État, c'est pareil : ça ne changerait rien »

Je l'écrivais dès l'introduction de *La dette au XXIe siècle*, cet argument est absurde et contradictoire avec celui qui, généralement employé en même temps, y voit un financement monétaire :

> *« L'annulation ne peut pas être simultanément dépourvue d'effet réel sur le financement des États et constituer dans le même temps un financement monétaire de ces derniers. En toute logique, l'un, au moins, de ces deux arguments est faux. En réalité, nous verrons pourquoi ils sont faux tous les deux. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle. Comment s'en libérer ?, Odile Jacob, 2023, p. 12*

Cet argument, que l'on retrouve chez des économistes de droite comme de gauche, est erroné de tous points de vue : juridique, économique, comptable, financier et budgétaire. Il suffit de le retourner pour en saisir l'absurdité.

> *« Si l'on soutient que la dette publique détenue par la banque centrale n'existe pas vraiment, alors pourquoi faut-il la rembourser ? Si l'État et la BCE c'est pareil, alors pourquoi l'État [...] devrait-il à nouveau payer pour rembourser la dette qu'il s'est lui-même achetée, s'infligeant ainsi une double peine ? »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 241-242*

Au-delà de l'absurdité logique, il existe une raison juridique objective. En effet, dans le système européen des comptes (SEC 2010), la banque centrale et l'État constituent deux entités séparées, classées dans deux catégories distinctes : la Banque de France relève du secteur des sociétés financières (S.121), l'État de celui des administrations publiques (S.13). Cela peut être difficile à comprendre, mais c'est la réalité juridique et comptable : la Banque de France, bien qu'étant propriété publique, est une entité complètement à part de l'État, qui n'appartient pas à la sphère des administrations publiques. Par conséquent, l'État n'est en rien comptable des engagements de la banque centrale et inversement. Quand l'État rembourse une dette à la banque centrale, c'est exactement comme s'il remboursait une banque privée : la monnaie est détruite. Seul le reversement de dividendes, lorsque la banque centrale fait des profits, constitue un lien privilégié, mais cela ne vaut pas contrôle. C'est pourquoi la théorie des « comptes consolidés » n'a en pratique aucun sens : si tel était le cas, l'indépendance des banques centrales serait une illusion et les pertes de l'État s'imputeraient à la banque centrale. Précisons : la consolidation de l'État et de la banque centrale peut constituer une convention analytique utile pour certaines questions macroéconomiques, bien que j'en doute à titre personnel. Mais en tout état de cause, elle ne saurait effacer la réalité juridique, budgétaire et monétaire des flux entre les deux institutions : dans le cadre comptable européen, la créance détenue par la Banque de France demeure une dette de l'État, comptabilisée dans la dette Maastricht et exigible à son échéance. La question pertinente n'est donc pas de savoir si l'on peut construire analytiquement un secteur public consolidé, mais si l'annulation modifie les obligations futures de paiement et de refinancement de l'État. La réponse est oui.

Notons une autre contradiction chez les contradicteurs : le fait que l'annulation ferait perdre à l'État les dividendes que la banque centrale lui reverse. C'est l'argument officiel de la Direction générale du Trésor, formulé en novembre 2020 sous l'autorité de son économiste en chef d'alors, Agnès Bénassy-Quéré[6], aujourd'hui seconde sous-gouverneure de la Banque de France. Le texte concède d'ailleurs un point essentiel que j'ai fait remarquer par ailleurs — une banque centrale

6 Agnès Bénassy-Quéré, « Annuler la dette détenue par la BCE, est-ce légal ? Utile ? Souhaitable ? », Direction générale du Trésor, 30 novembre 2020, tresor.economie.gouv.fr.

peut poursuivre sa mission avec des fonds propres négatifs, elle ne fera pas faillite — avant de se replier sur le seigneuriage : la valeur économique d'une banque centrale résiderait dans la somme actualisée des dividendes futurs versés à son actionnaire, la Banque de France ayant versé 6,1 milliards d'euros à l'État en 2019.

L'argument ne tient pas, pour trois raisons. D'abord parce qu'il s'annule lui-même : ces dividendes sont alimentés par les intérêts que l'État verse à sa banque centrale. Annuler les titres, c'est cesser de payer ces intérêts — donc renoncer à un reversement qu'on n'aurait de toute façon pas eu à financer. On ne perd rien…et même on y gagne ! En effet, la rétrocession n'a jamais été intégrale : entre 2015 et 2022, la Banque de France a dégagé 45,8 milliards d'euros de résultat ordinaire avant impôt et en a restitué près de 32 à l'État, impôt sur les sociétés compris. Ces bénéfices étaient alimentés par les intérêts versés par l'Etat mais aussi par les opérations de la banque centrale sur les titres privés. Il n'en demeure pas moins qu'une banque centrale ne reverse jamais tous ses profits, elle en garde en réserve. Ainsi, l'État versait cent pour cent des intérêts et n'en récupérait qu'environ deux tiers ; il gagne donc au change. Enfin parce que valoriser une banque centrale par l'actualisation de ses dividendes futurs revient à lui appliquer la grille d'analyse d'une société cotée — après avoir concédé qu'elle n'en est pas une. Nul ne rachètera la Banque de France, nul ne la liquidera, et elle n'a besoin d'aucun rendement pour émettre de la monnaie.

L'histoire, du reste, a tranché. Ce raisonnement reposait sur un flux annuel de six milliards d'euros. Ce flux a disparu : le dernier dividende a été versé en 2021, au titre de l'exercice 2020, et il n'y en a plus eu depuis — non pas du fait d'une annulation, mais de la décision de rémunérer les réserves excédentaires des banques. Le coût que l'on opposait à notre proposition s'est réalisé sans elle. Et c'est aujourd'hui la Banque de France elle-même qui explique que cette disparition des profits comme le fait de gérer les pertes des banques centrales ne sont « ni une surprise ni un drame », puisqu'une banque centrale n'en a pas besoin pour remplir ses missions.

Il faut noter qu'à ma connaissance, cette objection du seigneuriage n'a jamais fait l'objet d'une réponse publique de ses auteurs depuis que les faits l'ont invalidée. Ce serait pourtant intéressant.

Un dernier argument consiste à soutenir que les banques centrales ne pourraient plus, sans les intérêts versés par les États, faire face à la rémunération des réserves excédentaires des banques. L'objection mérite d'être examinée, car elle se retourne complètement.

Rappelons d'abord de quoi il s'agit. Depuis juillet 2022, l'Eurosystème rémunère à un taux positif — jusqu'à 4 %, ramené à 2,5 % en mars 2025 — des réserves que les banques ont constituées à taux nul, voire négatif, et dont le volume résulte des achats d'actifs de la banque centrale elle-même.

On objectera que cette rémunération est l'instrument par lequel se pilotent les taux courts en régime de liquidité abondante. C'est inexact : elle en est *une* modalité, et non la seule. La même orientation de politique monétaire s'obtiendrait en stérilisant la liquidité excédentaire par des réserves obligatoires non rémunérées, comme l'Eurosystème le faisait avant 2008. Faute d'avoir choisi cette voie, les réserves excédentaires ont littéralement explosé jusqu'à atteindre plus de 3500 milliards d'euros. Et les banques centrales ont – volontairement – payé la facture. Il en résulte des transferts massifs vers le secteur bancaire, et des pertes que les banques centrales ont dû absorber : 12,4 milliards d'euros pour la seule Banque de France en 2023, puis 7,7 milliards de perte nette en 2024 — pour un résultat ordinaire avant impôt de −17,4 milliards ; 7,9 milliards pour la BCE en 2024, 1,3 milliard en 2025.

Ces montants dépassent de loin ce que les États versent en intérêts. Les banques centrales couvrent donc l'écart de la seule manière dont elles le peuvent : en créditant les comptes des banques, c'est-à-dire en créant de la monnaie centrale, et en constatant la perte correspondante à leur compte de résultat. Notons au passage que cela suffit à réfuter l'objection dans son principe : si une banque centrale peut payer des dizaines de milliards d'euros sans disposer des recettes correspondantes, c'est bien qu'elle n'a jamais besoin d'être remboursée pour fonctionner. L'objection présuppose ce qu'elle prétend démontrer.

Là où l'on fustige la « planche à billets » au profit des États, celle-ci est donc en train de tourner, en ce moment même, à fond au profit des banques privées !

4. « Une banque centrale ne peut pas avoir des fonds propres négatifs »

Une banque centrale est l'émettrice de la liquidité ultime : elle ne peut ni faire faillite ni être à court d'argent. Le point était déjà tranché en 2020, appuyé sur les travaux de la Banque des règlements internationaux, qui indiquent que la plupart des banques centrales pourraient perdre de l'argent au point d'avoir des fonds propres négatifs tout en continuant à fonctionner normalement — les cas chilien, tchèque et israélien en font foi.

Et voici la démonstration la plus éclatante, apportée par les faits eux-mêmes. Les liquidités que les banques avaient empruntées à taux nul, voire négatif, jusqu'à mi-2022 leur ont ensuite rapporté plusieurs points d'intérêt, pour un coût de l'ordre de 125 milliards d'euros par an à l'Eurosystème au plus fort du cycle — soit une subvention directe aux banques.

> *« Ce que les banquiers centraux redoutaient avec l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE est en train de se produire du fait de la rémunération excessive des banques privées par la même banque centrale ! Mais face à ces pertes qui pourraient se chiffrer en centaines de milliards d'euros, nul cri d'orfraie comme ceux que nous avons entendu quand nous avons proposé la conversion des dettes publiques détenues par la BCE en investissements. Bien au contraire, on nous rassure en nous disant que la banque centrale n'est pas soumise aux mêmes contraintes qu'une banque privée. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 210*

Rappelons ce qu'on nous opposait en 2021 : l'annulation ferait perdre à l'État le reversement des bénéfices de sa banque centrale, et creuserait au bilan de celle-ci un trou qu'il faudrait bien combler. Or ce scénario s'est intégralement réalisé — sans annulation. Entre 2015 et 2022, la Banque de France avait accumulé 45,8 milliards d'euros de résultat ordinaire avant impôt, versant à son actionnaire unique près de 32 milliards au titre de l'impôt sur les sociétés et des dividendes, avec un maximum atteint en 2019, à plus de 6 milliards.

Puis la remontée des taux directeurs a inversé la mécanique : les réserves que les banques commerciales détiennent auprès de l'Eurosystème, constituées précisément par les achats d'actifs, sont devenues coûteuses à rémunérer, tandis que les titres logés à l'actif continuaient de rapporter les taux faibles de la décennie précédente. Le résultat ne s'est pas fait attendre. Aucun dividende versé depuis 2021 — le dernier, 1,9 milliard d'euros, portait sur l'exercice 2020, l'année même où notre proposition était qualifiée de pensée vaudou. Aucun impôt sur les sociétés au titre de 2023. Une perte ordinaire de 12,4 milliards en 2023, absorbée par le fonds pour risques généraux. Une perte nette de 7,7 milliards en 2024, et un report à nouveau déficitaire. En 2025, le retour à un résultat positif de 8,1 milliards n'a trompé personne : il tient pour l'essentiel à une opération exceptionnelle sur le stock d'or, à savoir la mise aux normes des 129 tonnes d'or encore conservées

à New York, vendues puis rachetées en Europe au standard LBMA — le stock demeurant inchangé à 2 437 tonnes. L'opération a cristallisé une plus-value latente de 12,8 milliards d'euros, dont 11 milliards imputés à l'exercice 2025. C'est donc la revalorisation comptable d'un actif dormant qui a permis d'afficher 8,1 milliards de bénéfice, et par là d'apurer le report à nouveau déficitaire creusé par deux exercices de pertes. Autrement dit, ce sont les plus-values sur l'or qui ont soldé les conséquences comptables de la rémunération des réserves bancaires.

Nous voici donc, cinq ans plus tard, dans la situation exacte que l'on nous décrivait comme inconcevable : plus de dividende à l'État, des pertes de plusieurs dizaines de milliards, des réserves largement entamées, une perte portée au bilan en attendant des jours meilleurs. Et alors ? Rien.

Aucune recapitalisation, aucune crise de confiance, aucune remise en cause de la capacité de l'institution à conduire la politique monétaire. Mieux : c'est la Banque de France elle-même qui l'explique, sous la plume d'Agnès Bénassy-Quéré[7], écrivant que la disparition des profits n'est ni une surprise ni un drame, et rappelant que l'objectif d'une banque centrale est de combattre l'inflation comme la déflation, non de réaliser des profits. La BCE ne dit pas autre chose lorsqu'elle indique, en publiant ses états financiers, qu'elle peut opérer efficacement et remplir sa mission de stabilité des prix quelles que soient les pertes subies[8]. Nous ne disons rien de différent depuis 2020. La différence est que lorsque ces pertes servent à rémunérer les réserves des banques commerciales, elles sont présentées comme la conséquence normale d'une politique monétaire active ; lorsqu'il s'agirait d'alléger la dette des États, les mêmes écritures deviennent une impossibilité de principe. On voudra bien nous accorder que la comptabilité n'y est pour rien.

Subventionner les banques : pas de problème. Soulager les États : impossible. Cherchez l'erreur.

5. « Il faudrait recapitaliser la banque centrale »

Cette objection, que nous qualifiions dès 2020 de « légende urbaine » dans *Une monnaie écologique*, ne repose sur aucun fondement juridique.

Le capital de la BCE n'est pas régi par le TFUE mais par le protocole n° 4 sur les statuts du SEBC et de la BCE, qui fait partie intégrante des traités au titre de l'article 51 du TUE et en possède donc le rang. Or son article 28.2 réserve aux seules banques centrales nationales le droit de souscrire et de détenir le capital de la BCE. Son article 33.2 dispose que la perte éventuelle *peut* être couverte par le fonds de réserve général puis, sur décision du Conseil des gouverneurs, par le revenu monétaire de l'exercice : les États n'y sont pas mentionnés, et le texte n'impose même pas de couvrir la perte.

Son article 32.4 autorise enfin le Conseil des gouverneurs à indemniser les banques centrales nationales de pertes exceptionnelles liées aux opérations de politique monétaire « sous la forme qu'il juge appropriée » — formule qui lui laisse le choix entier du procédé, y compris, donc, par la création monétaire.

7 Agnès Bénassy-Quéré, « Comptes des banques centrales : le trou d'air était attendu », tribune, Banque de France, 28 mars 2024, banque-france.fr ; « Comptes des banques centrales : le corollaire du succès », tribune, Banque de France, 27 mars 2025, banque-france.fr.

8 Banque centrale européenne, « États financiers de la BCE pour 2024 », 20 février 2025, ecb.europa.eu ; « États financiers de la BCE pour 2025 », 26 février 2026, ecb.europa.eu. Sur les comptes de la Banque de France, voir le Rapport annuel 2025 et la note 23 des états financiers.

> *« Autrement dit, même s'ils le voulaient, les États n'auraient pas le droit de recapitaliser légalement la BCE. […] La rédaction de ces différents articles permet aux institutions monétaires et politiques de disposer des marges de manœuvre nécessaires pour aller dans le sens d'une annulation. »*
>
> *— Une monnaie écologique, p. 171*

On objectera que l'essentiel des titres souverains figure au bilan des banques centrales nationales, à leurs risques propres, et non à celui de la BCE. C'est exact, et cela ne change rien : aucune disposition ne lui impose un capital minimum, et aucune procédure d'insolvabilité ne lui est applicable. Une recapitalisation n'est donc ni exigible, ni nécessaire, ni prévue où que ce soit dans le droit français comme européen.

Sur ce point, il n'est plus besoin de nous croire sur parole : c'est désormais la Banque de France qui l'écrit. Dans la tribune déjà citée, sa seconde sous-gouverneure indique que, même en l'absence de réserves suffisantes, les banques centrales de la zone euro n'auraient pas besoin d'être recapitalisées, puisqu'il leur suffirait de reporter leurs pertes vers l'avant jusqu'à ce que la rémunération de leur actif repasse au-dessus de celle de leur passif, leur permettant alors de reconstituer elles-mêmes leurs fonds propres — et elle relève que c'est précisément ainsi que procède la banque centrale d'Australie, dont les fonds propres sont négatifs[9]. On mesure le chemin parcouru depuis 2021, où la même objection nous était opposée comme un obstacle dirimant.

Surtout, l'objection a déjà été soumise à l'épreuve des faits. Depuis 2023, l'Eurosystème enregistre des pertes considérables du fait de la rémunération des réserves. Aucun État n'a recapitalisé quoi que ce soit. Les pertes ont été portées au bilan et reportées sur les exercices futurs, sans qu'aucune des catastrophes annoncées ne se produise.

Reste alors la question de fond, que nous posions il y a six ans :

> *« Pourquoi recapitaliser la seule institution qui dispose d'un pouvoir de création monétaire absolument illimité ? La banque centrale n'a pas besoin de liquidités : elle en est la créatrice et pourvoyeuse. »*
>
> *— Une monnaie écologique, p. 168*

6. « C'est comptablement impossible »

C'est l'objection la plus facile à lever, parce qu'elle est purement technique — et parce qu'elle a déjà été traitée. Le détail des écritures a été établi par André Peters dans sa note pour l'Institut Rousseau, « Traitement comptable d'une annulation de la dette publique détenue par une banque centrale » (19 avril 2021), reprise au chapitre 6 de *La dette au XXIe siècle* (p. 202-207).

Rappelons d'abord que la comptabilité d'une banque centrale n'est pas celle d'une entreprise. Selon la BRI elle-même, il est normal qu'elle déroge de manière sélective et transparente aux normes d'information financière, y compris aux normes IFRS, parce qu'elle détient de nombreux actifs et passifs dont les variations de valeur ne sont pas pertinentes au regard de son mandat (BIS Papers n° 71, avril 2013). Il ne s'agit donc pas d'aménager les règles pour les besoins de la cause : le régime dérogatoire préexiste et il est reconnu.

Deux voies sont ouvertes.

La première consiste à sortir les titres de l'actif et à constater la dépréciation correspondante au compte de résultat. Contrairement à ce que l'on entend, le bilan ne s'en trouve nullement

9

déséquilibré : la perte s'impute sur les fonds propres, qui peuvent devenir négatifs. Une banque centrale peut fonctionner indéfiniment dans cette situation, parce que ses engagements sont libellés dans la monnaie qu'elle émet elle-même et qu'elle ne peut donc jamais se trouver en défaut de paiement. Ce n'est pas une hypothèse d'école : plusieurs banques centrales ont opéré des années durant avec des fonds propres négatifs sans que leur monnaie, leur crédibilité ou leur politique monétaire s'en trouvent affectées.

La seconde consiste à reclasser les titres au sein de l'actif, dans un poste nouveau — « Contribution définitive aux objectifs de la politique européenne » — permanent, non rémunéré et non amortissable, présenté en regard du capital et des fonds de réserve afin d'en marquer le caractère d'immobilisation. Le total de l'actif demeure inchangé. L'annulation est entière pour l'État, qui cesse de verser intérêts et principal, tandis que le bilan de la banque centrale reste formellement équilibré.

> *« L'avantage de cette approche est de conserver un bilan totalement équilibré par une forme de "neutralisation" de la dette dans les écritures comptables : les fonds propres de la banque centrale ne seraient pas impactés. Par conséquent, l'opération ne pourrait pas avoir l'effet dévastateur tant redouté qui serait dû aux perceptions erronées que peuvent avoir les marchés financiers, les responsables politiques et le grand public. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 207*

C'est cette seconde voie que je privilégie, non parce que la première présenterait un risque — elle n'en présente aucun —, mais parce qu'elle prive d'objet un débat qui n'aurait jamais dû avoir lieu. Cela étant, il faut redire que le débat lui-même est mal posé :

> *« Les notions de solidité financière, de bilan équilibré et de solvabilité n'ont pas vraiment de sens s'agissant d'une banque centrale. […] Ce sont des attributs externes à la monnaie qui en fondent la confiance et non l'équilibre du bilan d'une banque centrale qui n'est qu'une fiction. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 207*

7. « C'est illégal et contraire aux traités »

Le 7 février 2021, Christine Lagarde expliquait qu'annuler la dette détenue par la BCE correspondrait exactement à ce que le traité interdit. Je confesse mon amusement à entendre ces propos de la part de celle qui déclarait au *Wall Street Journal*, en décembre 2010, que l'Union « avait violé toutes ses règles » pour sauver la zone euro.

> *« On pourrait aussi s'étonner que des dirigeants nationaux et européens déclarent que l'annulation des dettes publiques détenues par la BCE est illégale, alors que rien ne l'interdit expressément, tandis qu'ils ne disent mot sur le fait que la majorité des États européens violent constamment […] les limitations en matière de déficit et d'endettement public. […] La règle des 3 % a été violée cent soixante et onze fois en vingt ans, sans aucune sanction. L'appréciation du droit est pour le moins à géométrie variable. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 257-258*

Sur le fond, comme nous l'avons montré avec Gaël Giraud et Clémentine Felter dans la note « Les arguments juridiques en faveur d'une conversion des titres de dette publique détenus par la BCE en investissements verts » (7 novembre 2021), le traitement des dettes publiques détenues par la BCE ne figure nulle part dans le TFUE : il n'est ni explicitement autorisé, ni explicitement interdit. Les opposants se fondent sur l'article 123, qui interdit la monétisation. Or :

> *« Les dettes publiques en question ont déjà été financées par les banques lors de l'opération initiale d'achat du titre de dette publique et c'est ensuite la BCE qui rachète ces titres aux investisseurs sur le marché secondaire. Annuler des titres pour lesquels un financement a déjà été octroyé ne conduirait pas à un nouveau financement monétaire. S'il y a des bénéficiaires de la création monétaire opérée par la banque centrale, ce sont les investisseurs qui lui revendent ces titres, certainement pas les États qui ne font que changer de créancier. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 259*

Il faut enfin rechercher la finalité de la norme. L'objectif de l'article 123, rappelé par la CJUE dans l'arrêt *Gauweiler* du 16 juin 2015 puis dans l'arrêt *Weiss* du 11 décembre 2018, est de préserver la discipline budgétaire des États membres et d'éviter que le financement monétaire ne les conduise à des déficits ou à un endettement excessifs. C'est au regard de cet objectif qu'il faut apprécier l'opération proposée — et elle y satisfait entièrement, puisqu'elle n'ouvre aucun financement nouveau et ne modifie en rien les conditions dans lesquelles les États se financeront demain.

Ajoutons que les rédacteurs du traité de Maastricht n'ont jamais envisagé un Eurosystème détenant, au plus fort du dispositif, près du tiers des dettes publiques de la zone euro. Non qu'ils l'aient exclu : la question ne se posait pas. Cette situation est le produit de programmes que la Cour de justice a expressément jugés conformes aux traités. Le silence du droit sur le sort des titres ainsi détenus n'est donc pas une prohibition tacite, mais une lacune — et une lacune se comble par la finalité de la règle, non par la présomption la plus restrictive.

8. « Si on annule une fois, on le refera »

Cet argument a le mérite de la franchise. Benoît Cœuré, alors membre du directoire de la BCE, l'a formulé sans détour : « si on annule une fois les créances des banques centrales sur les États, on le refera inévitablement » (*Les Échos*, 30 juin 2020). Autrement dit : l'opération n'est ni illégale, ni impossible, ni dangereuse en elle-même — elle est indésirable. L'aveu est considérable, car il concède tout ce que les objections précédentes prétendaient établir. Il ne reste qu'une crainte, et une crainte n'est pas un argument juridique.

Examinons-la néanmoins, car elle ne résiste pas davantage.

Annuler une seconde fois supposerait de détenir de nouveaux titres, donc de relancer un programme d'achat d'actifs. Or un tel programme ne se décide pas par convenance : la Cour de justice l'a subordonné, dans les arrêts *Gauweiler* et *Weiss*, à une justification de politique monétaire et au respect du principe de proportionnalité.

Si ces conditions devaient être à nouveau réunies, cela signifierait que le financement de marché a une nouvelle fois échoué à assurer la transmission de la politique monétaire et la stabilité des prix. L'argument de la récidive contient ainsi un aveu que ses auteurs n'ont pas mesuré : ce n'est pas l'annulation qui serait appelée à se répéter, mais l'incapacité des marchés à financer les États sans intervention de la banque centrale. Trois fois en quinze ans — le SMP puis les OMT en 2010-2012, le PSPP en 2015, le PEPP en 2020. Ceux qui présentent la discipline de marché comme l'unique garde-fou de la dépense publique devraient s'en expliquer.

9. « La dette perpétuelle serait préférable »

Le débat entre annulation et conversion en titres perpétuels à taux zéro traverse le monde des économistes hétérodoxes. Les deux options constitueraient une avancée considérable par rapport

au *statu quo*, et je ne conteste à aucun de leurs partisans la sincérité de leur démarche. Mais le choix n'est pas neutre, et il l'est d'autant moins que la conversion est souvent présentée comme le compromis raisonnable — celui qui obtiendrait les mêmes effets sans le mot qui fâche. Ce n'est pas le cas.

Sur les flux, les deux options sont équivalentes. Un titre perpétuel à coupon nul ne donne lieu à aucun versement d'intérêts ni à aucun remboursement du principal : le soulagement budgétaire annuel est identique, de même que la disparition du risque de refinancement. C'est sur le stock que tout se joue.

Or la dette perpétuelle demeure inscrite dans la dette publique. La Banque de France est classée en S.121 dans le système européen des comptes, c'est-à-dire hors du secteur des administrations publiques : les titres qu'elle détient ne font l'objet d'aucune consolidation et figurent intégralement dans la dette au sens de Maastricht, évaluée à sa valeur nominale. Convertir un titre en instrument perpétuel n'en modifie ni la nature juridique, ni la valeur faciale, ni l'enregistrement statistique. Les quelque 600 milliards d'euros de titres français détenus par l'Eurosystème resteraient donc comptabilisés à l'euro près.

L'annulation, elle, les efface — soit près de vingt points de PIB. La différence n'est pas symbolique : c'est ce ratio qui commande la procédure pour déficit excessif, les trajectoires d'ajustement négociées avec la Commission, l'appréciation des agences de notation et, en pratique, l'essentiel du discours qui justifie depuis quinze ans la compression de la dépense publique. Si l'objet de l'opération est de restituer aux États une capacité d'investissement, l'option perpétuelle laisse intacte la contrainte même qu'il s'agissait de desserrer. Elle règle la question des intérêts et abandonne celle du stock, qui est pourtant le siège de la contrainte politique.

S'y ajoute la réversibilité, et l'histoire est ici sans ambiguïté :

> *« Si un gouvernement voulait revenir sur cette mesure pour des raisons idéologiques, ou même une banque centrale indépendante, il serait toujours possible de "dégeler" cette dette : cela s'est vu à plusieurs reprises dans l'histoire. Ainsi, la dette perpétuelle laisse planer une épée de Damoclès au-dessus de la tête des États. Rien de tel avec une annulation. »*
>
> *— La dette au XXIe siècle, p. 216*

Le cas britannique en administre la preuve la plus nette. Les *undated gilts*, titres perpétuels dont certains procédaient de consolidations du XVIII*e* et du XIX*e* siècle et du War Loan de 1917, ont été intégralement remboursés par le Trésor britannique entre 2014 et 2015. Perpétuels par leur libellé, ils ont été soldés au bout de deux siècles dès lors qu'un gouvernement y a trouvé son intérêt. Un titre perpétuel demeure un titre : il figure à l'actif d'un créancier, il peut être renégocié, racheté, transféré, et il constitue à tout moment un point d'appui pour qui souhaite rouvrir le dossier. Une créance éteinte ne se rouvre pas.

Reste l'argument comptable, que l'on avance pour justifier la conversion : elle préserverait le bilan de la banque centrale là où l'annulation le dégraderait. L'argument se retourne. Un titre perpétuel à coupon nul, actualisé à un taux positif, a une valeur actuelle nulle : la banque centrale doit le déprécier en totalité, et la perte enregistrée est rigoureusement la même que dans l'hypothèse d'une annulation. La conversion n'évite donc rien — elle dissimule. À l'inverse, le reclassement à l'actif proposé par André Peters, exposé plus haut, assure une neutralité bilancielle complète *et* l'irréversibilité. Il domine l'option perpétuelle sur les deux terrains à la fois.

J’ajoute une considération qui n’est pas technique. Nous avons montré que ces dettes ne seront remboursées ni maintenant, ni dans cinquante ans, ni jamais. La conversion en titre perpétuel consiste à inscrire cette réalité dans les comptes tout en refusant de la nommer. L’annulation consiste à la nommer. Entre les deux, la différence n’est pas de prudence mais de franchise — et l’on ne fonde pas durablement la confiance dans une monnaie sur une fiction que chacun sait telle.

Conclusion

Pourquoi, dès lors, un tel acharnement contre l'idée d'annuler les dettes publiques détenues par l'Eurosystème, malgré tous ses avantages ? La réponse ne se trouve ni dans les bilans, ni dans les arguments techniques ou juridiques qu'on lui oppose habituellement — nous avons montré qu'aucun d'eux ne résiste à l'examen. Elle tient à la puissance symbolique du geste. **Annuler une dette publique détenue par la banque centrale reviendrait à ébranler un principe présenté depuis des décennies comme une évidence presque morale : une dette doit être remboursée.**

Cette maxime connaît pourtant d'étranges accommodements dès lors qu'il s'agit de la sphère financière. En 2008, les États ont recapitalisé les banques et garanti leurs engagements. Peu importe ici que ces soutiens aient été in fine remboursés ou non : ce qui compte, c'est que des principes réputés intangibles ont été suspendus en quelques semaines, dès lors que la stabilité du système financier l'exigeait. À chaque crise, les règles ont été adaptées, les pertes absorbées, les institutions soutenues, les bilans transformés. L'ordre financier sait se montrer extraordinairement pragmatique lorsqu'il s'agit d'assurer sa propre continuité. Qu'un État puisse à son tour être libéré d'une dette détenue par sa propre banque centrale, et le débat change soudain de nature.

Ce qui serait alors menacé ne serait pas une créance inscrite dans un bilan : ce serait une représentation de l'ordre économique. **Accepter l'annulation, ce serait reconnaître que les règles monétaires ne sont ni naturelles ni éternelles, qu'elles procèdent de choix institutionnels, et qu'elles peuvent donc être soumises à d'autres finalités que celles qu'on leur assigne aujourd'hui.** Ce serait faire apparaître qu'il existe d'autres manières d'organiser les rapports entre monnaie, crédit, puissance publique et investissement, qui entrent en contradiction avec les modèles économiques et financiers dominants.

Car derrière la pratique monétaire des dernières décennies se tient une doctrine. **Le monétarisme, puis les théories de la crédibilité qui en ont pris le relais, ont installé l'idée que la politique monétaire devait être soustraite à la délibération collective et au regard des citoyens.** L'architecture monétaire européenne en porte profondément l'empreinte, et il en résulte une asymétrie remarquable : les banques et les marchés disposent d'un accès direct aux mécanismes par lesquels la banque centrale conduit sa politique — c'est même par eux qu'elle passe —, tandis que la collectivité politique ne peut, par les voies ordinaires de la démocratie, en réorienter les finalités.

Il n'est pas nécessaire de chercher au loin des architectures alternatives : la France en a pratiqué une pendant trente ans. Jusqu'au début des années 1970, le crédit y était orienté par la puissance publique, la Banque de France concourait directement au financement du Trésor, et les taux étaient bonifiés en fonction de priorités industrielles explicitement assumées. Ce modèle a permis la croissance, l'investissement public et la réduction massive de la dette publique — au prix, dira-t-on, d'une inflation plus élevée, mais dans un contexte de croissance réelle et de plein emploi que nous pourrions aujourd'hui envier.

Aujourd'hui, par idéologie et par conformisme, nous perdons du temps. **Le monde change, le climat nous presse, et nous restons empêchés par des règles devenues inadaptées à notre époque.** L'annulation des dettes détenues par l'Eurosystème ne résoudra pas tout : elle ne dispense ni de réformes structurelles du financement des États, ni de choix budgétaires. Mais elle libérerait immédiatement des marges d'investissement dans des domaines d'intérêt général pour lesquels nous n'avons plus le luxe d'attendre. Le pragmatisme, cette fois, devrait changer de camp.

Références

Ouvrages

Alain Grandjean et Nicolas Dufrêne, *Une monnaie écologique*, Odile Jacob, mars 2020 — première formalisation de la proposition (chapitre « La dépense budgétaire permise », p. 167-172).

Nicolas Dufrêne, *La dette au XXIe siècle. Comment s'en libérer ?*, Odile Jacob, 2023 — chapitre 6 (« Annuler les dettes détenues par la BCE pour mieux investir », p. 183-217) et chapitre 7 (« Répondre aux contre-arguments concernant l'annulation et la monétisation », p. 219-290).

Jézabel Couppey-Soubeyran, Pierre Delandre et Augustin Sersiron, *Le Pouvoir de la monnaie. Transformons la monnaie pour transformer la société*, Paris, Les Liens qui Libèrent, 2024, 400 p.

Publications de l'Institut Rousseau

Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert, « Comment financer une politique ambitieuse de reconstruction écologique ? », 25 février 2020 — institut-rousseau.fr

Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne et Pierre Gilbert, « Sortir vite et durablement de la crise économique en utilisant la création monétaire et l'annulation de dettes », 2020 — institut-rousseau.fr

André Peters, « Traitement comptable d'une annulation de la dette publique détenue par une banque centrale », 19 avril 2021 — institut-rousseau.fr

Gaël Giraud, Nicolas Dufrêne, Clémentine Felter, « Les arguments juridiques en faveur d'une conversion des titres de dette publique détenus par la BCE en investissements verts », 7 novembre 2021 — institut-rousseau.fr

Nicolas Dufrêne, « "Coronabonds", hélicoptère-monnaie, annulation de dettes : éviter les contre-vérités et distinguer l'essentiel de l'accessoire », 2020 — institut-rousseau.fr

> *« Pour un nouveau mode de création monétaire libre et ciblé sous contrôle démocratique »* — institut-rousseau.fr

Tribunes et prises de position

> *« La BCE peut offrir aux États européens les moyens de leur reconstruction écologique, sociale, économique et culturelle », Le Monde, 5 février 2021, plus de 150 économistes européens* — lemonde.fr

> *« Pourquoi il faut annuler la dette détenue par la Banque centrale européenne », tribune d'économistes et de députés européens, Le JDD* — lejdd.fr

Alain Minc, « Pour une dette publique à perpétuité », *Les Échos*, avril 2020 — lesechos.fr

Hubert Rodarie, « Effacer les dettes publiques », *Revue Banque*, janvier 2021 — revue-banque.fr. Voir aussi *Effacer les dettes publiques, c'est possible et nécessaire*, MA Éditions, 2020.

Stephanie Kelton, entretien au *Vent se lève*, 11 avril 2021 — lvsl.fr

Nicolas Dufrêne, « Après avoir encouragé un fort endettement public, la Banque centrale européenne étrangle aujourd'hui des finances publiques déjà dégradées », *Le Monde*, 22 juillet 2026 — lemonde.fr

Nicolas Dufrêne, post LinkedIn du 12 août 2026, en réaction aux déclarations de Jean-Luc Mélenchon sur l'annulation de la dette détenue par la Banque de France.

Sources institutionnelles

Agnès Bénassy-Quéré, « Annuler la dette détenue par la BCE, est-ce légal ? Utile ? Souhaitable ? », Direction générale du Trésor, 30 novembre 2020 — tresor.economie.gouv.fr

Agnès Bénassy-Quéré, « Comptes des banques centrales : le trou d'air était attendu », Banque de France, 28 mars 2024 — banque-france.fr

Banque centrale européenne, « La BCE ajuste la rémunération des réserves obligatoires », 27 juillet 2023 — ecb.europa.eu

Banque centrale européenne, « États financiers de la BCE pour 2025 », 26 février 2026 — ecb.europa.eu

Bank for International Settlements, *Central bank finances*, BIS Papers n° 71, avril 2013 — bis.org

Parlement européen, résolution du 10 février 2026 sur le rapport annuel 2025 de la Banque centrale européenne (2025/2182(INI)) — oeil.europarl.europa.eu