

Espagne : un budget 2018 dans les clous, n'en déplaise à la Commission

Par [Christine Rifflart](#)

Avec un déficit à 3,1 % du PIB en 2017, l'Espagne a réduit son déficit de 1,4 point par rapport à 2016 et satisfait ses engagements vis-à-vis de la Commission européenne. Elle devrait franchir le seuil des 3 % en 2018 sans difficulté et serait donc le dernier pays à sortir de la Procédure pour déficit excessif (PDE), après la France en 2017. Après avoir été présenté à la Commission européenne le 30 avril, le budget 2018 a été voté au Congrès des députés espagnols le 23 mai dans un contexte politique extrêmement tendu qui a conduit le 1^{er} juin à la destitution du président du gouvernement Mariano Rajoy (avec notamment le soutien des élus nationalistes basques du PNV qui avaient voté le budget 2018 quelques jours plus tôt). Il devrait être adopté au Sénat prochainement par une nouvelle majorité. L'orientation expansionniste du budget 2018, validée par le gouvernement du nouveau président socialiste Pedro Sanchez, ne satisfait pas la Commission qui juge l'ajustement des finances publiques insuffisant pour atteindre l'objectif de 2,2 % du PIB repris dans le Pacte de stabilité et de croissance 2018-2021. Selon les hypothèses du gouvernement précédent, non seulement le déficit reviendrait en dessous des 3 % mais la cible nominale serait respectée.

Certes, si, compte tenu de la vigueur de la croissance espagnole attendue en 2018, le déficit public sera facilement inférieur à 3 % en 2018 et répondra donc aux exigences fixées dans le cadre de la PDE, la nouvelle loi budgétaire ne va pas dans le sens de l'orthodoxie budgétaire attendue à Bruxelles. L'absence de majorité au Congrès des élus du Parti Populaire a conduit l'ex-président Mariano Rajoy à des alliances

stratégiques avec Ciudadanos et le PNV pour faire adopter le budget 2018 (avec notamment l'espoir d'éviter des élections législatives anticipées), au prix d'importantes concessions :

- Une hausse du salaire des fonctionnaires de 1,75 %^[1] en 2018 et d'au moins 2,5 % en 2019, avec une hausse plus importante si la croissance du PIB est supérieure à 2,5 % (coût estimé à 2,7 milliards en 2018 et à 3,5 milliards en 2019 selon le gouvernement sortant) ;
- Une baisse des impôts pour les ménages à bas revenus (via la hausse du seuil d'abattement fiscal de 12 000 à 14 000 euros de revenu par an, des crédits d'impôt pour les frais de garde, l'aide aux personnes handicapées et les familles nombreuses, baisse de l'impôt sur les revenus bruts salariaux compris entre 14 000 et 18 000 euros) (coût 835 millions en 2018 et 1,4 milliard en 2019) ;
- La revalorisation des pensions et des retraites de 1,6 % en 2018 et 1,5 % en 2019 (coût de 1,5 et 2,2 milliards), en plus d'une hausse jusqu'à 3 % des pensions minimales et des non contribuables, et entre 1 et 1,5 % pour les pensions les plus basses (coût 1,1 milliard en 2018).

Selon l'ancien gouvernement, ces mesures coûteraient un peu plus de 6 milliards en 2018 (0,5 % du PIB) et près de 7 milliards en 2019 (0,6 % du PIB). La revalorisation des retraites devrait être en partie couverte par l'introduction d'une taxe sur les activités numériques (Google tax) en 2018 et 2019 dont les recettes sont attendues à 2,1 milliards d'euros. Au final, les dépenses qui devaient baisser de 0,9 point de PIB en 2018 selon les engagements inscrits dans le précédent PSC 2017-2020, ne baisseraient que de 0,5 point de PIB dans le PSC 2018-2021 (à 40,5 % du PIB) (tableau). Mais surtout, malgré les baisses d'impôts qui viennent d'être introduites, le surcroît de recettes attendu du supplément de croissance devrait représenter 0,1 point de PIB (à 38,3 % du PIB). De fait, le caractère redistributif du budget, combiné à

la révision à la baisse de l'impact de la crise catalane sur l'économie (0,1 % du PIB selon l'AIReF[2]) ont conduit tous les instituts (Banque d'Espagne, gouvernement, Commission européenne) à relever leurs prévisions de croissance 2018 par rapport à celles de l'hiver dernier de 0,2 ou 0,3 point de PIB pour l'amener légèrement en dessous de 3 % (2,6 % pour l'OFCE selon nos prévisions d'avril[3]).

Tableau. Décomposition des finances publiques espagnoles

En % du PIB	2017			2018			2019*		
	Gvt	CE	OFCE	Gvt	CE	OFCE	Gvt	CE	OFCE
PIB	3,1	3,1	3,1	2,7	2,9	2,6	2,4	2,4	1,9
PIB potentiel	1,0	1,0	0,9	1,0	1,2	1,1	1,3	1,4	1,1
Output gap	-1,6	-0,2	-2,9	0,1	1,4	-1,4	1,2	2,3	-0,6
Solde budgétaire	-3,1	-3,1	-3,1	-2,2	-2,6	-2,3	-1,3	-1,9	-1,5
Recettes	37,9	37,9		38,3	38,1		38,5	38,1	
Dépenses	41,0	41,0		40,5	40,7		39,8	40,0	
Solde conjoncturel	-0,8	-0,1	-1,5	0,0	0,8	-0,7	0,6	1,3	-0,3
Intérêts	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3
Solde primaire ajusté du cycle	0,3	-0,4	1,0	0,2	-1,0	0,8	0,4	-0,8	1,1

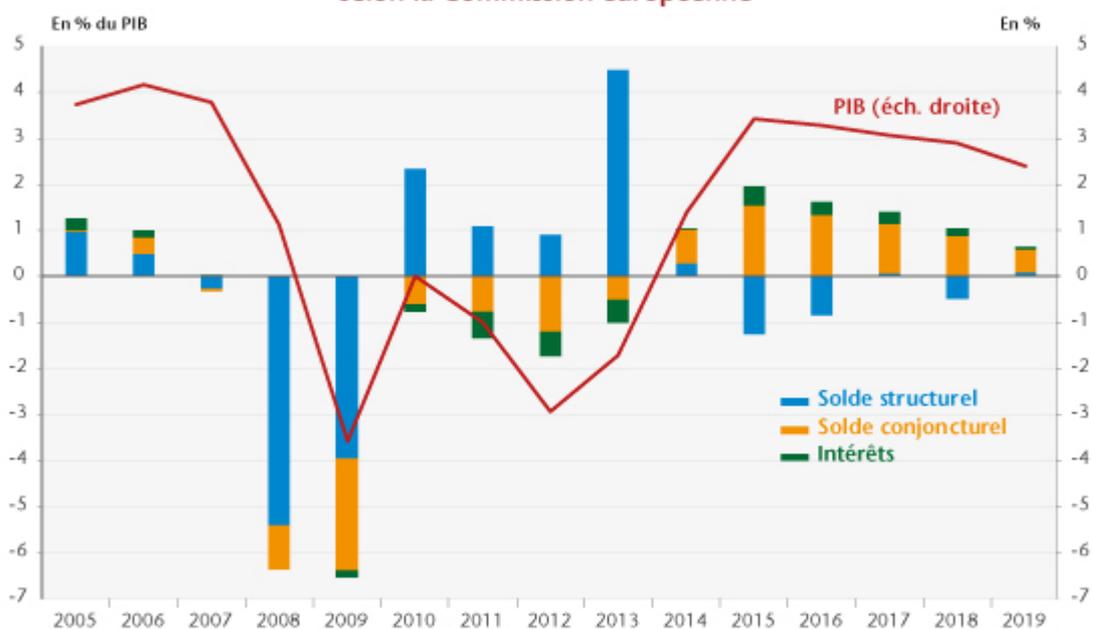
* En 2019, le solde primaire ajusté du cycle devrait s'améliorer de 0,2 point de PIB du fait de la suppression de mesures exceptionnelles estimées par le gouvernement espagnol à 0,2 point de PIB.

Sources : Commission européenne, OFCE - prévisions avril 2018.

Néanmoins, au-delà de l'optimisme partagé sur la croissance espagnole, le chiffrage diverge sur le coût des nouvelles mesures entre autorités espagnoles et Commission. Selon le gouvernement, le surcroît de croissance devrait comme on l'a dit, doper les recettes fiscales et neutraliser le coût attendu des nouvelles dépenses. En 2018, la réduction de 0,9 point du déficit (qui passerait de 3,1 % à 2,2 %) serait donc atteint par l'accroissement de 0,8 point de PIB du solde conjoncturel, combiné à la baisse de 0,2 point des charges de la dette, le solde structurel restant stable (la politique budgétaire deviendrait neutre au lieu d'être restrictive comme inscrit dans la version antérieure du Pacte). Mais ce scénario n'est pas partagé par Bruxelles[4], pour qui le coût des mesures, et notamment de la hausse du salaire des fonctionnaires est sous-évalué. Les dépenses devraient être plus importantes de 0,2 point de PIB et les recettes inférieures de 0,2 point de PIB que ce qui est annoncé par le gouvernement. Selon la

Commission, le solde conjoncturel devrait certes s'améliorer de 0,9 point de PIB mais l'impulsion budgétaire dégraderait le solde structurel de 0,6 point de PIB. Dans ces conditions, le déficit franchirait bien la barre des 3 % mais la politique budgétaire deviendrait clairement expansionniste et l'objectif des 2,2 % ne serait pas atteint. Le déficit public se situerait à 2,6 % en 2018 (graphique 1).

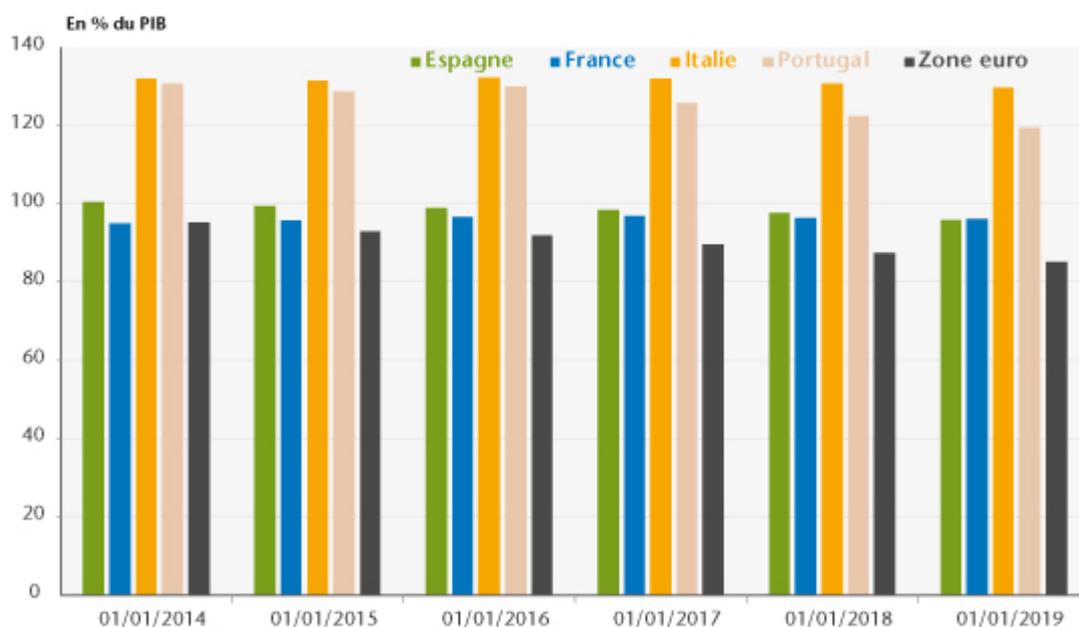
Graphique 1. Décomposition du solde public, en % du PIB, selon la Commission européenne



Source : Commission européenne.

Cette orientation plus expansionniste du budget 2018 résulte avant tout de considérations politiciennes de l'ancien gouvernement Rajoy pour débloquer une impossibilité à gouverner (les faits ont d'ailleurs démontré la fragilité de cette posture). Néanmoins, le *timing* est idéal. Car le seul engagement budgétaire qui s'impose en 2018 est de franchir le seuil des 3 % de déficit afin de sortir du volet correctif du PSC. L'année 2018 rend donc encore possible de mener une politique budgétaire généreuse, tout en franchissant la barre des 3 %, sans s'exposer à des sanctions. La situation aurait été plus délicate en 2019, lorsque s'appliqueront les règles communautaires visant à réduire une dette encore très supérieure au 60 % du PIB, notamment par l'ajustement du solde structurel (graphique 2).

Graphique 2. La dette publique en zone euro



Source : Commission européenne.

[1]

<https://www.boe.es/boe/dias/2018/03/26/pdfs/B0E-A-2018-4222.pdf>

[2]

https://elpais.com/economia/2018/04/17/actualidad/1523949570_477094.html?rel=str_articulo#1526464987471

[3] Voir la Partie Espagne du dossier :

<https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/11-1550FCE.pdf> , pp 137-141.

[4] Ni par l'AIReF d'ailleurs.

Taux d'activité et durée du

travail : des impacts différenciés sur le taux de chômage

par [Bruno Ducoudré](#) et [Pierre Madec](#)

La plupart des pays européens ont, au cours de la crise, réduit plus ou moins fortement la durée effective de travail, *via* des dispositifs de chômage partiel, la réduction des heures supplémentaires ou le recours aux comptes épargne-temps, mais aussi *via* le développement du temps partiel (particulièrement en Italie et en Espagne), notamment du temps partiel subi. A contrario, l'évolution favorable du chômage américain s'explique en partie par une baisse importante du taux d'activité.

En supposant qu'une hausse d'un point du taux d'activité entraîne, à emploi constant, une hausse du taux de chômage, il est possible de mesurer l'impact de ces ajustements (durée du travail et taux d'activité) sur le chômage, en calculant un taux de chômage à emploi constant et contrôlé de ces ajustements. Excepté aux États-Unis, les pays étudiés ont connu une augmentation de leur population active (actifs occupés + chômeurs) plus importante que celle observée dans la population générale, du fait entre autres des réformes des retraites menées. Mécaniquement, sans création d'emploi, ce dynamisme démographique a pour effet d'accroître le taux de chômage des pays concernés.

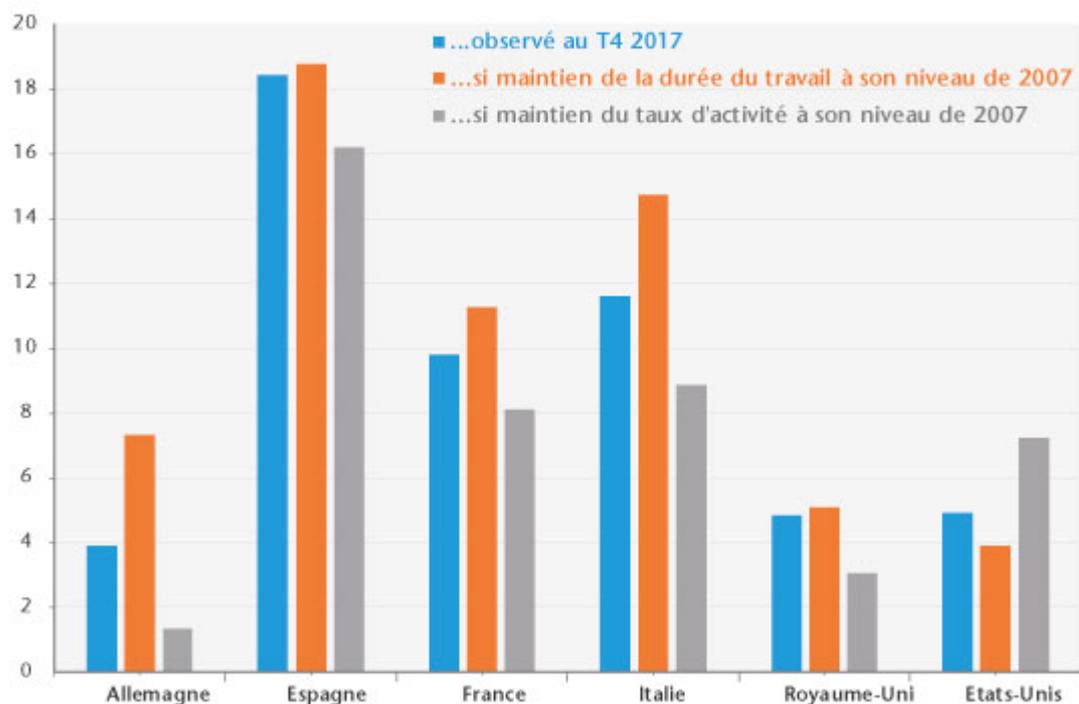
Si le taux d'activité s'était maintenu à son niveau de 2007, le taux de chômage serait inférieur de 2,3 points en France, de 3,1 points en Italie et de 2 points au Royaume-Uni (graphique). Par contre, sans la contraction importante de la population active américaine, le taux de chômage aurait été supérieur de plus de 3,2 points à celui observé fin 2017. Il

apparaît également que l'Allemagne a connu depuis la crise une baisse importante de son chômage alors même que son taux d'activité croissait. À taux d'activité inchangé, le taux de chômage allemand serait de ... 0,9%. Il reste que les évolutions des taux d'activité résultent aussi de facteurs démographiques structurels si bien que l'hypothèse d'un retour vers les taux de 2007 est arbitraire. Pour les États-Unis, une partie de la baisse du taux d'activité s'explique par l'évolution de la structure de la population. Aussi, le chiffre de sous-emploi peut être considéré comme surévalué.

Concernant la durée du travail, les enseignements semblent bien différents. Il apparaît que si la durée du travail avait été maintenue dans l'ensemble des pays à son niveau d'avant-crise, le taux de chômage aurait été supérieur de 3,7 points en Allemagne et de 2,9 points en Italie. En France, en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le temps de travail n'a que faiblement baissé depuis la crise. A durée du travail identique à celle de 2007, le taux de chômage aurait été très légèrement supérieur dans l'ensemble de ces pays.

Notons que les évolutions à la baisse de la durée du travail ont largement précédé la crise économique de 2007 (tableau). Si l'Allemagne a prolongé la dynamique à l'œuvre avant la crise et si l'Italie l'a largement accentuée, la France, l'Espagne et les États-Unis ont continué à réduire leur durée du travail mais de façon moins marquée. Le Royaume-Uni a quant à lui interrompu la baisse du temps de travail entamé avant 2007.

Graphique. Taux de chômage observé au T4 2017 et taux de chômage sous l'hypothèse ...



Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Tableau. Évolution du nombre d'heures travaillées avant et après la crise de 2007

En %

	Allemagne	Espagne	France	Italie	Royaume-Uni	États-Unis
1997-2007	-5,3	-2,4	-4,0	-2,9	-3,5	-2,6
2007-2017	-5,4	-1,2	-1,6	-5,7	0,0	-0,6

Sources : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Budget 2018-2019 : quel impact des mesures socio-fiscales sur le taux d'épargne des ménages ?

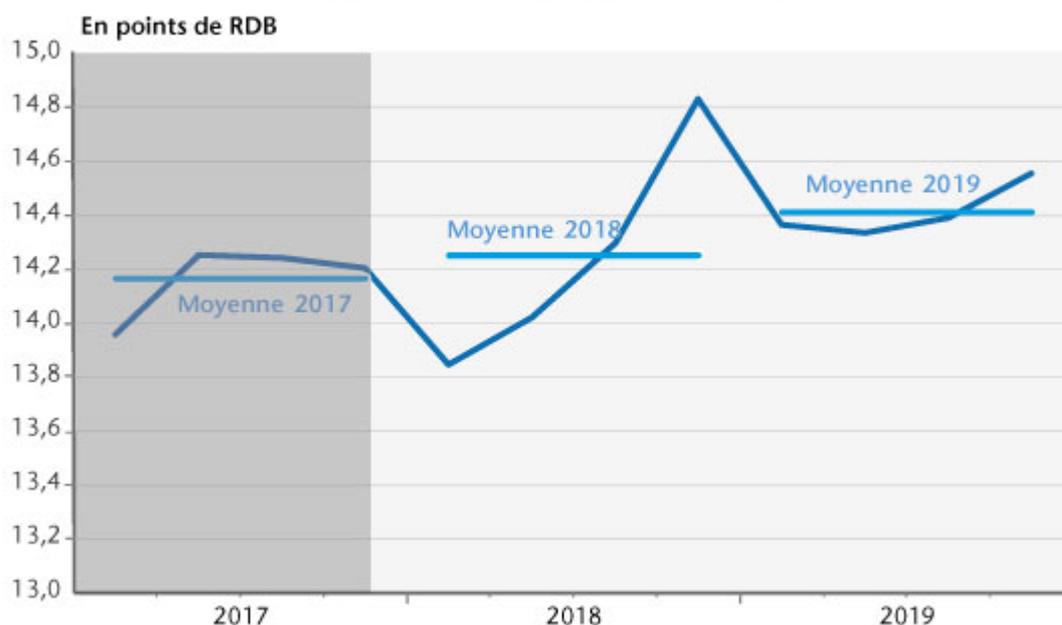
Par [Pierre Madec](#) et [Mathieu Plane](#)

La montée en charge des différentes mesures fiscales prises dans le cadre de la Loi de finances pour 2018 devrait affecter de manière différente les ménages selon qu'ils se situent en bas ou en haut de la distribution des niveaux de vie. Si, globalement, les mesures du budget devraient être [quasiment neutres sur le pouvoir d'achat global des ménages en moyenne en 2018](#), les ménages les plus aisés bénéficieraient dès 2018 des réformes visant à réduire la taxation du capital (suppression de l'ISF et instauration du PFU sur les revenus du capital). Les 17,7 millions de ménages éligibles à l'exonération totale de la taxe d'habitation en 2020 devraient quant à eux voir celle-ci réduite de l'ordre de 30 % dès 2018. Les ménages du bas de la distribution devraient bénéficier des revalorisations de certains minima sociaux et de la Prime d'activité. Les salariés verront leur pouvoir d'achat s'accroître sous l'effet de l'entame de la bascule cotisation/CSG au détriment des retraités et des détenteurs de capital qui verront leur pouvoir d'achat amputé par la hausse de la CSG. Les fumeurs ainsi que les ménages utilisant un véhicule à combustion ou se chauffant au fioul verront leur niveau de vie amputé de l'accroissement de la fiscalité écologique et du tabac. De fait, l'analyse à elle seule de l'évolution du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique ne permet pas d'éclairer le débat sur les nombreux transferts s'opérant sous l'effet des nouvelles mesures au sein même des ménages. En 2019, la montée en charge des mesures d'aides aux bas revenus ainsi que le renforcement de la fiscalité indirecte devraient également affecter de manière différente les ménages selon leur position dans la distribution des niveaux de vie.

Ces effets différenciés auront un impact sur le comportement d'épargne et de consommation au niveau macroéconomique. Comme la propension à épargner s'accroît avec le revenu des ménages[1], le taux d'épargne des 5 % les plus aisés est très élevé. Principaux bénéficiaires des mesures discrétionnaires de 2018, ils sont aussi les plus susceptibles d'augmenter leur

épargne. À titre d'illustration, le taux d'épargne des ménages appartenant aux 20% les plus modestes est, selon l'Insee, de 3% alors que celui des 10% les plus aisés s'établit à 65%. La politique fiscale a donc de fortes chances de se traduire par une hausse marquée du taux d'épargne des ménages entre 2017 et 2019, hausse que nous chiffrons à 0,2 point (graphique).

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

[1] Voir Céline Antonin, « Les liens entre taux d'épargne, revenu et incertitude. Une illustration sur données françaises », *Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 19 -2018/05/09.

Investissement des ménages : en attendant l'ELAN

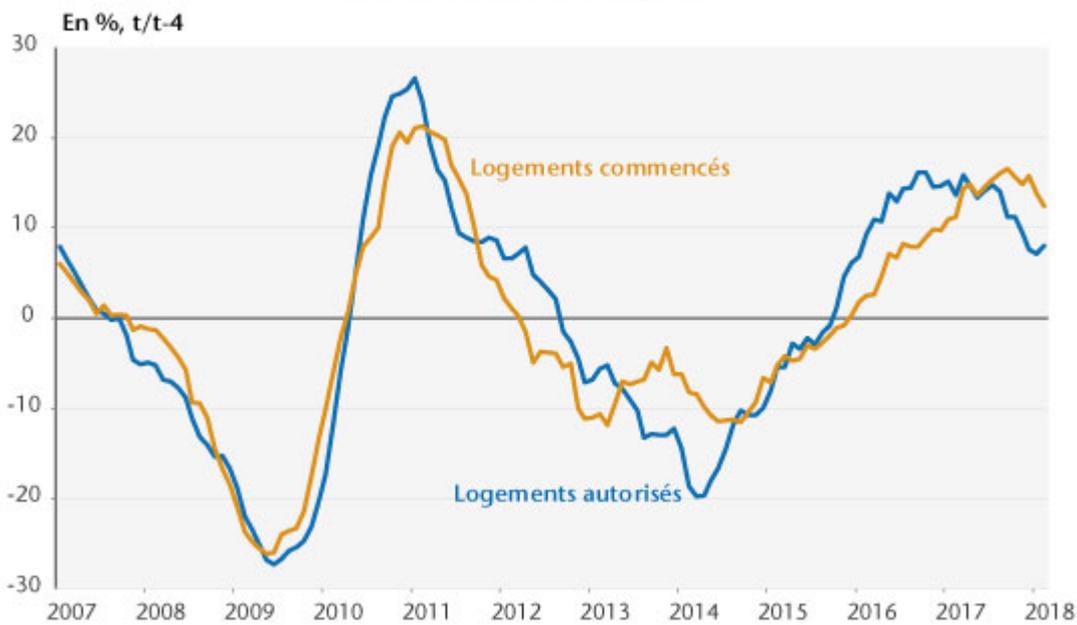
par [Pierre Madec](#)

Le 4 avril dernier a été présenté en Conseil des ministres le projet de loi « Évolution du logement et aménagement numérique » (ELAN). Depuis l'automne 2017, les thématiques de la construction et du logement sont réapparues dans le débat public lorsque le gouvernement a annoncé sa volonté de faire des économies budgétaires sur les aides à la personne et sur la politique du logement. Alors que l'analyse des déterminants structurels de l'investissement des ménages laissait présager son fort redressement en 2017, il semblerait que les déclarations du gouvernement aient provoqué un certain attentisme sur le marché de la construction.

Associés à des taux d'intérêt bas et des prix immobiliers de nouveau orientés à la hausse, l'amélioration du marché de l'emploi et le dynamisme du pouvoir d'achat ont dynamisé le marché de la construction dès le début de l'année 2016. Au cours de cette année, plus de 460 000 logements ont été autorisés à la construction et 370 000 ont été commencés. Jusqu'à la mi-2017, le mouvement de reprise s'est poursuivi et l'investissement des ménages, à plus de 80% constitué d'investissement en logement, a progressé à des rythmes trimestriels élevés.

A partir de la mi-2017, la reprise du marché de la construction s'est quelque peu tassée. Grâce à un premier semestre dynamique, l'année 2017 a affiché des chiffres de production de logements neufs record. Néanmoins, un ralentissement est observable à partir du troisième trimestre. Si fin 2017 le nombre de logements autorisés sur un an s'établissait à 505 000 et le nombre de logements commencés à 427 000, chiffres inobservés depuis 2012, la tendance s'oriente désormais vers une moindre progression des mises en chantier et des permis de construire (graphique 1).

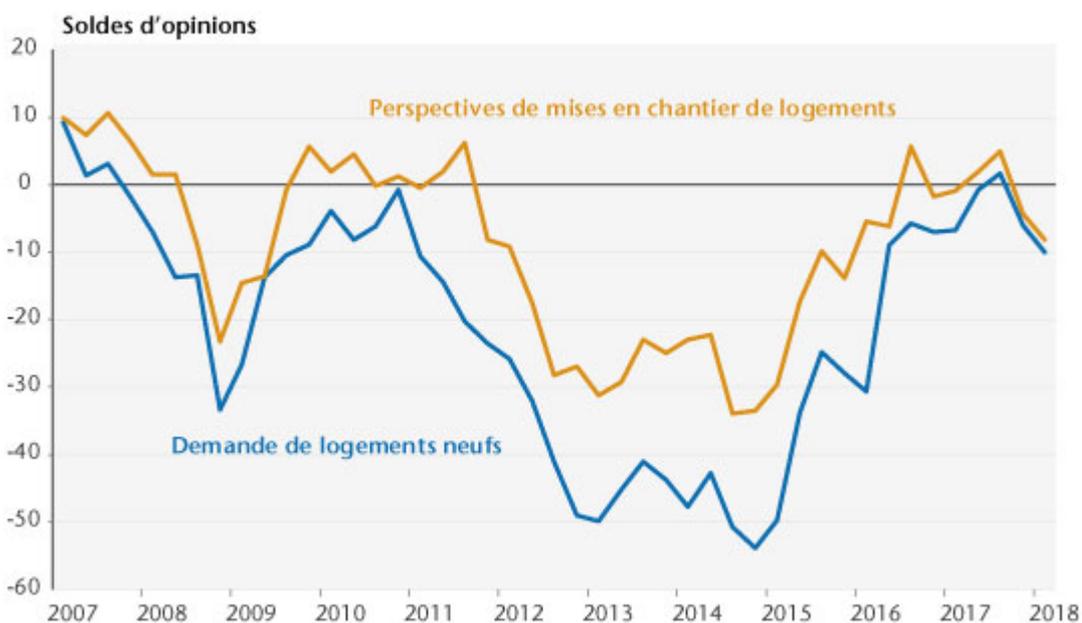
Graphique 1. Évolution du nombre de logements autorisés et commencés sur 12 mois



Sources : INSEE, ministère de la Transition écologique et solidaire, SDES.

Signe de l'attentisme des acteurs du secteur et de leurs inquiétudes, les enquêtes menées auprès de ces derniers, qui étaient revenues à leur moyenne de longue période au premier semestre 2017, ont de nouveau chuté à partir de la mi-2017 (graphique 2).

Graphique 2. Indicateurs de conjoncture dans le secteur du bâtiment

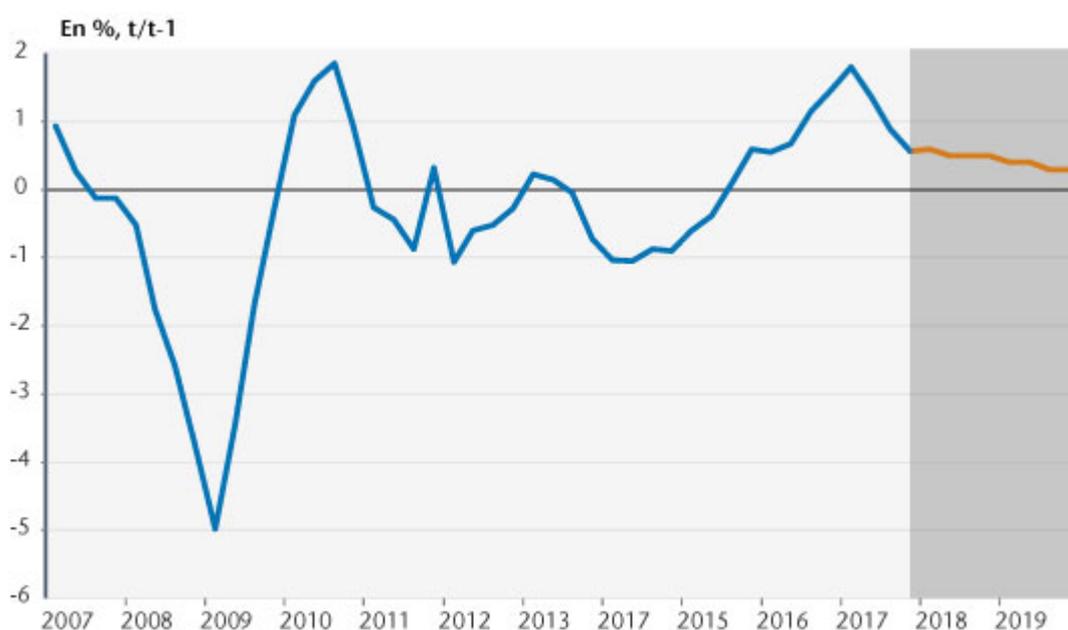


Source : INSEE.

Les économies demandées aux organismes de logements sociaux,

associées à la contraction des enveloppes consacrées aux aides à l'accession à la propriété et à l'investissement locatif privé, laissent planer le risque d'un repli du marché de la construction dans les trimestres à venir, même si celui-ci pourrait être en partie compensé par le dynamisme du pouvoir d'achat et des taux d'emprunt toujours bas. À l'horizon 2019, l'investissement des ménages devrait ralentir. Après 5,3% en 2017, il croîtrait de 2,5% en 2018 et de 1,3% en 2019 (graphique 3).

Graphique 3. Évolution trimestrielle de l'investissement des ménages en volume



Sources : INSEE, prévisions OFCE avril 2018.

Que doit-on déduire des chiffres d'inflation ?

par [Eric Heyer](#)

En mai, l'inflation en zone euro s'est rapprochée de

l'objectif de la BCE. En passant d'un rythme annuel de 1,2% à 1,9% en l'espace d'1 mois, cette nette hausse de l'inflation n'a pourtant suscité aucun émoi, la nature principale de celle-ci étant commune à tous les pays et parfaitement identifiée : la flambée des cours du pétrole. Après avoir dégringolé jusqu'à 30 dollars le baril en début d'année 2016, celui-ci s'établit aujourd'hui autour de 77 dollars, niveau jamais atteint depuis 2014. Même corrigé du taux de change – l'euro s'est apprécié par rapport au dollar – le prix du baril a augmenté de près de 40 % (soit 18 euros) au cours des 12 derniers mois engendrant mécaniquement une accélération des prix dans les pays importateurs nets de pétrole. A cet effet commun vient se greffer pour la France l'incidence de la hausse de la fiscalité indirecte sur le tabac et les carburants entrée en vigueur en début d'année qui, [selon nos évaluations](#), augmenterait de 0,4 point l'indice des prix.

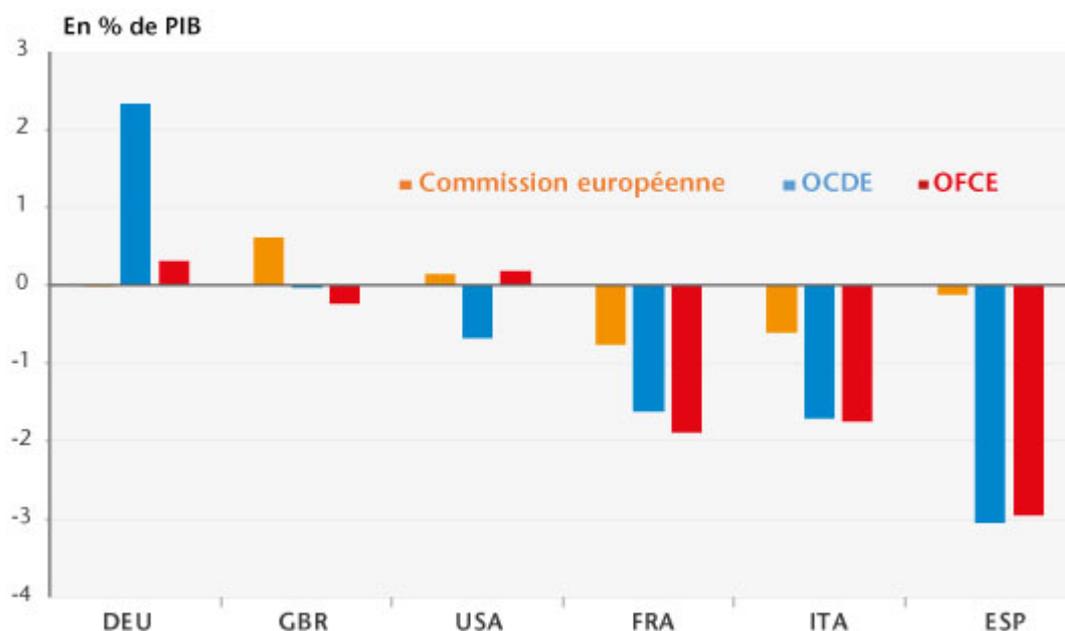
Dans le même temps, l'inflation sous-jacente (ou *core inflation*) – indice excluant les produits à prix volatils (comme le pétrole ou les produits frais) ainsi que les prix soumis à l'intervention de l'État (électricité, gaz, tabac...) – n'accélère toujours pas et reste en dessous de 1%. L'effet de second tour d'un choc pétrolier transitant par une hausse des salaires ne semble donc pas s'enclencher, le consommateur absorbant l'essentiel du choc par une baisse de son pouvoir d'achat. Cela explique une partie du ralentissement observé de la consommation des ménages en ce début d'année ainsi que le peu de réactions des autorités monétaires à l'annonce des chiffres d'inflation.

Reste alors la question de la faiblesse de l'inflation tendancielle et de son lien avec la situation conjoncturelle. Avons-nous déjà rattrapé le retard de production engendré depuis la Grande crise de 2008 (*output gap* proche de zéro) ou reste-il encore des capacités de production mobilisables en cas de supplément de demande (*output gap* positif) ? Dans le premier cas, cela signifierait que le lien entre la croissance

et l'inflation est significativement rompu ; dans le second cas, cela indiquerait que le faible niveau de l'inflation n'est pas surprenant et que la normalisation de la politique monétaire doit être progressive.

En 2017, malgré un processus de reprise qui se consolide et se généralise, la plupart des économies développées accusent encore du retard par rapport à la trajectoire d'avant-crise. Seuls certains semblent avoir déjà comblé ce retard de croissance. Ainsi, deux catégories de pays semblent émerger : la première – constituée notamment de l'Allemagne, des États-Unis et du Royaume-Uni – est celle des pays ayant rattrapé leur niveau de production potentielle et se situant en haut de cycle ; la seconde – dans laquelle figure la France, l'Italie et l'Espagne par exemple – est celle des pays connaissant encore un retard de production qui se situerait, selon les instituts de conjonctures économiques, entre 1 et 2 points de PIB pour la France et l'Italie et 3 points de PIB pour l'Espagne (graphique 1).

Graphique 1. Output gap en 2017 selon différents instituts

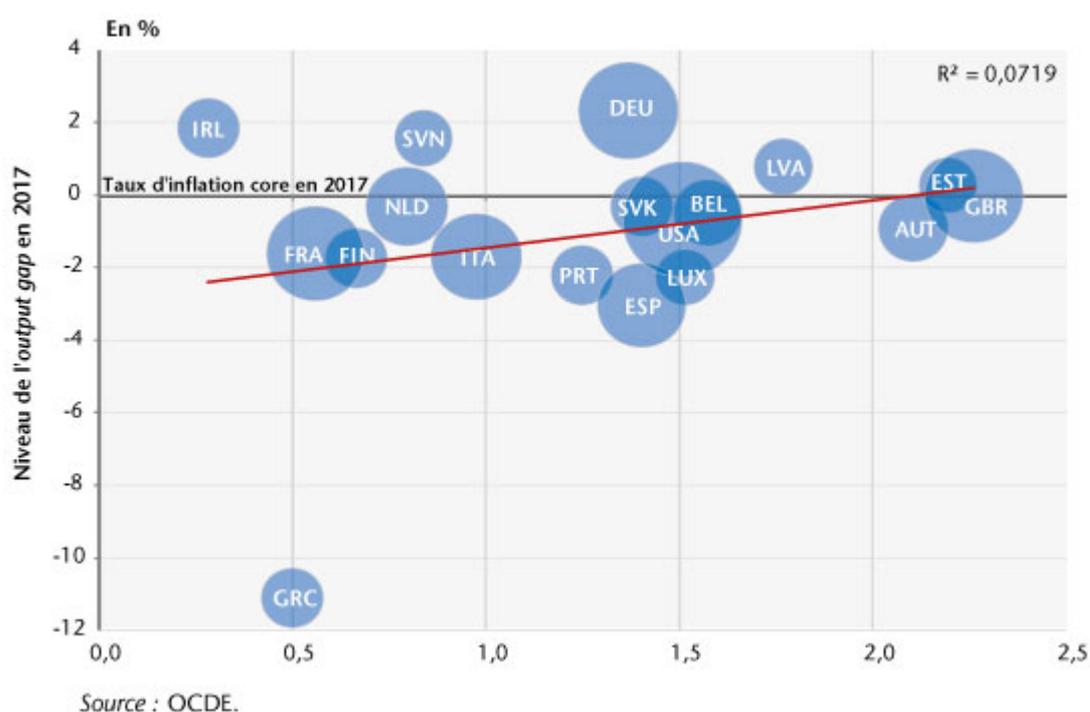


Sources : Commission européenne, OCDE, OFCE.

La présence de pays développés dans les deux catégories devrait en toute logique se traduire par l'apparition de tensions

inflationnistes dans les pays figurant dans la première, et par un écart d'inflation avec ceux de la seconde. Or, ces deux phénomènes ne sont pas apparents en 2017 : comme l'illustre le graphique 2, le lien entre le niveau de l'*output gap* et le taux d'inflation sous-jacent est loin d'être clair, jetant un doute sur l'interprétation que l'on doit avoir du niveau de l'*output gap* : aux incertitudes relatives à cette notion se rajoute celle associée au niveau de cet écart dans le passé, en 2007 par exemple.

Graphique 2. Niveau de l'*output gap* et taux d'inflation sous-jacent en 2017



Face à cette forte incertitude, il semble opportun d'établir un diagnostic sur la base de la variation de cet *output gap* depuis 2007. Une telle analyse aboutit à un consensus plus net entre les différents instituts et à la disparition de la première catégorie de pays, ceux n'ayant plus de marge de croissance supplémentaire au-delà de leur seule croissance potentielle. En effet, selon eux, aucun des grands pays développés n'aurait retrouvé en 2017 son niveau d'*output gap* de 2007, y compris l'Allemagne. Cet écart se situerait autour de 1 point de PIB pour l'Allemagne, de 2 points de PIB pour le Royaume-Uni et les États-Unis, au-delà de 3 points de PIB pour la France et l'Italie et autour de 5 points de PIB pour l'Espagne

(graphique 3).

✖ Cette analyse est davantage en ligne avec le diagnostic de reprise d'inflation basée sur le concept du sous-jacent : le fait que les économies des pays développés n'aient pas retrouvé en 2017 leur niveau cyclique de 2007 explique des taux d'inflation inférieurs à ceux observés au cours de la période pré-crise (graphique 4). Ce constat est corroboré par une analyse basée sur d'autres critères que l'*output gap*, notamment la variation du taux de chômage et du taux d'emploi depuis le début de la crise ou du taux de croissance de la durée du travail durant cette même période. Le graphique 5 illustre ces différents critères. Sur la base de ces derniers, le diagnostic qualitatif porté sur la situation cyclique des différentes économies est celui de l'existence de marges de rebond relativement élevées en Espagne, en Italie et en France. Ce potentiel de rebond est faible en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni : seule l'augmentation du temps de travail pour le premier et du taux d'emploi pour les deux suivants pourrait le permettre.



Monnaie pleine, la votation du 10 juin 2018

Par [Henri Sterdyniak](#)

En Suisse, pays démocratique s'il en est, un projet de loi ayant obtenu plus de 100 000 signatures est obligatoirement soumis à un vote populaire. Ainsi, les citoyens suisses ont-ils été consultés, par exemple, sur le revenu universel, la

sortie du nucléaire, le maintien de la redevance du service public de radio et télévision. Ils devront se prononcer ce 10 juin sur un projet intitulé par ses initiateurs : « Pour une monnaie à l'abri des crises : émission monétaire uniquement par la Banque nationale ! (Initiative Monnaie pleine) »[\[1\]](#). L'objectif de cette initiative est de donner à la Banque Nationale Suisse (BNS) le monopole de la création monétaire, d'interdire aux banques privées de créer de la monnaie, donc de faire du crédit sans épargne préalable, de les obliger à déposer auprès de la banque centrale la totalité des dépôts monétaires. Si ce projet est inspiré de la volonté de mettre un terme aux excès d'une finance dérégulée, il est cependant mal pensé et inadapté pour répondre aux défis de la financiarisation de l'économie

Donner à la BNS le monopole de l'émission monétaire.

Plus précisément, le projet propose d'inclure dans l'article 99 de la Constitution, les paragraphes 1 et 5 : «1. La Confédération seule émet de la monnaie, des billets de banque et de la monnaie scripturale » ; « 5. Les prestataires de services financiers gèrent les comptes pour le trafic des paiements des clients[\[2\]](#) en dehors de leur bilan. Ces comptes ne tombent pas dans la masse en faillite ». Il s'agit d'imposer un coefficient de réserves obligatoires de 100% sur la monnaie scripturale (les comptes à vue) dont la contrepartie devra être déposée à la BNS.

Il propose également de réécrire le paragraphe 99 a : « 1. En sa qualité de banque centrale indépendante, la Banque Nationale Suisse mène une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays ; elle gère la masse monétaire et garantit le fonctionnement du trafic des paiements ainsi que l'approvisionnement de l'économie en crédits par les prestataires de services financiers. 2. Elle peut fixer des délais de conservation minimaux pour les placements financiers. 3. Dans le cadre de son mandat légal, elle met, en circulation, sans dette, l'argent nouvellement émis, et cela

par le biais de la Confédération ou des cantons ou en l'attribuant directement aux citoyens. Elle peut octroyer aux banques des prêts limités dans le temps ».

Ce projet s'inscrit dans une longue lignée de dénonciations du système monétaire actuel , avec des arguments plus ou moins fondés : les banquiers ont privatisé la création monétaire ; ce sont des faux-monnayeurs qui font payer des taux d'intérêt sur les crédits qu'ils créent gratuitement *ex nihilo* ; cette privatisation se fait au détriment des États qui ne peuvent plus s'endetter à taux 0 auprès de la Banque Centrale et doivent payer des charges d'intérêt exorbitantes aux marchés financiers ; la création monétaire se fait par le biais du crédit (c'est la monnaie-dette), c'est la cause du surendettement actuel ; le crédit bancaire est pro-cyclique (puisque les banques accordent plus de crédit en période de bonne conjoncture et le restreignent en période dépressive) et nourrit la spéculation (il engendre une hausse du prix des actifs qui incite les banques à distribuer encore plus de crédit).

Ces critiques s'accompagnent de projets de réforme monétaire comme le 100 % monnaie de Irving Fisher et Maurice Allais[\[3\]](#) et, depuis peu, le *QE for people*, selon lequel la Banque centrale verserait directement de l'argent aux ménages plutôt que de prêter aux banques. Autant de réformes auxquelles la majorité des économistes sont réticents[\[4\]](#), mais qui ont trouvé de nombreux partisans (en particulier sur Internet) depuis l'essor de la finance spéculative et la crise de 2017. Nous en présenterons d'abord les bases théoriques, puis l'application dans le projet de « Monnaie pleine ».

Le 100 % monnaie

Pour les partisans du « 100 % monnaie », il y a une spécificité de la monnaie (définie comme la somme des billets et des dépôts à vue) qui justifie que toute la masse monétaire (au sens M1) soit contrôlée par la Banque centrale. Il faut

donc appliquer un taux de réserve obligatoire de 100 % aux dépôts à vue. Ce système aurait quatre avantages : séparer la monnaie du crédit ; contrôler la quantité de monnaie ; interdire la création monétaire par les banques privées ; fournir des ressources gratuites à l'État, auquel la Banque Centrale prêterait à taux zéro les fonds ainsi obtenus.

Ainsi, pour Maurice Allais, les banques de dépôts devraient détenir la contrepartie de leurs dépôts en monnaie centrale et n'auraient pas le droit de consentir des crédits ; les déposants devraient rémunérer les banques pour leurs services. Par ailleurs, des banques de prêts collecteraient l'épargne sans avoir le droit d'accepter les dépôts à vue ; elles distribueraient des crédits, mais, n'ayant pas de pouvoir monétaire, ne feraient que transférer du pouvoir d'achat, pas en créer. Pour garantir leur liquidité, elles n'auraient pas le droit de prêter à un terme plus long que leurs passifs. Cette interdiction frapperait les intermédiaires financiers, dont la fonction est précisément, grâce à la loi des grands nombres, de fournir des prêts à long terme à partir de dépôts à court terme et de rendre compatible les désirs de liquidité des épargnants et les besoins de financement à long terme des investisseurs. Le financement de la construction d'HLM par le livret A serait, par exemple, interdit.

En fait, ce projet est basé sur un mythe erroné : la possibilité de mettre en place un mécanisme qui assurerait automatiquement, *ex-ante*, l'égalité entre les actifs financiers émis et ceux que les ménages veulent détenir, c'est-à-dire entre l'investissement et l'épargne. Dans une économie monétaire, on ne peut distinguer entre un bon crédit (qui serait financé par de l'épargne *ex ante* placée sous forme de titres) et un mauvais (qui induirait de l'épargne forcée conservée sous forme monétaire). Dans une économie de subsistance, l'épargne (renoncer à consommer une partie de la récolte) détermine automatiquement l'investissement (le grain conservé pour être semé). Dans une économie monétaire, comme

l'a montré Keynes, l'épargne *ex ante* crée un déficit de demande sans générer automatiquement un investissement. À chaque période, le crédit est nécessaire pour anticiper l'épargne et permettre l'écoulement de la production. Il n'existe pas de « marché des fonds prêtables » où pourraient se confronter une épargne *ex ante* et un investissement pour déterminer un taux d'intérêt d'équilibre que la création monétaire ne ferait que perturber. Le financement de l'investissement par l'émission d'actifs financiers génère l'épargne *ex post*, mais cela peut se faire par hausse de la production ou des prix, de même que la restriction de cette émission peut provoquer du chômage ou réduire l'inflation. Les déséquilibres n'apparaissent pas sur un marché épargne/investissement mais sur le marché des biens. C'est le rôle de la Banque Centrale de fixer les conditions de distribution du crédit (taux d'intérêt et règles prudentielles) pour arriver à un niveau de demande satisfaisant correspondant à la production maximale sans déséquilibre. Ce niveau ne serait pas obtenu automatiquement, en prétendant interdire le crédit, hors épargne préalable.

Certes, les banques font du crédit sans épargne préalable, mais *ex post* les dépôts sont désirés par leurs détenteurs et ont une contrepartie en terme de actif. Les banques ne créent pas de la monnaie pour elles-mêmes. Monsieur Frisch produit pour 5000 CHF, qu'il reçoit en salaire ; il n'en dépensera que 4000 CHF ; il faut bien qu'un crédit de 1000 CHF ait anticipé l'épargne de Monsieur Frisch, de sorte que la demande corresponde bien au 5000 CHF mis sur le marché

Le projet 100 % Monnaie repose sur une distinction fictive entre épargne et monnaie. Les ménages et les entreprises choisissent librement la quantité de monnaie qu'elles veulent détenir en arbitrant entre dépôts à vue (qui fournissent des services de liquidité) et des dépôts ou titres financiers, plus ou moins liquides, risqués, rémunérateurs. On ne peut dire : les dépôts bancaires ne sont pas de l'épargne

volontaire, seuls les actifs non monétaires le sont. D'autant que l'évolution des systèmes financiers tend à faire disparaître toute frontière nette entre monnaie et actif financier. Dans un système financier moderne, il n'est pas besoin de disposer d'un stock de monnaie pour faire des paiements puisque la banque peut ouvrir des lignes de crédit ou puiser dans des comptes dit non-monétaires (livrets, dépôts à terme) de sorte que le lien masse monétaire/circulation monétaire s'affaiblit.

Si Allais (comme Hyman Minsky) dénonce à juste titre l'instabilité induite par le jeu combiné du crédit et des marchés financiers spéculatifs, le système de 100% Monnaie qu'il propose n'est guère une solution puisque dans la période récente la spéculation ne s'est pas développée à partir des dépôts à vue, mais de la finance dérégulée (les *hedge funds*, le *shadow banking*). De même, la hausse de la dette publique et privée ne s'explique pas par celle de la masse monétaire.

Dans la version rigoureuse du 100% monnaie, la Banque Centrale n'intervient plus sur le marché monétaire et se contente de choisir un taux de croissance de la masse monétaire. Les banques de prêts ne sont plus garanties. Selon ses partisans, cette politique garantirait une croissance stable à inflation contrôlée. On peut en douter quand on voit que les expériences de contrôle de la masse monétaire se sont traduites par de fortes fluctuations des taux d'intérêt, (20% en juin 1981 durant l'expérience Volker) de sorte que toutes les banques centrales ont renoncé à contrôler la masse monétaire.

Dans une version plus modérée du 100% monnaie, les banques devraient avoir deux départements ; l'un avec des dépôts à vue et un taux de réserves obligatoires de 100 % ; l'autre avec des dépôts dit d'épargne, mais celui-ci pourrait se refinancer auprès de la Banque centrale qui pourrait ainsi continuer à contrôler le taux d'intérêt sur le marché monétaire. Ce système 100% monnaie ne serait pas très éloigné du système actuel.

Selon les partisans du projet, l'État pourrait ainsi conserver la totalité du seigneurage, c'est-à-dire le bénéfice de l'émission de monnaie, de sorte que les impôts pourraient être réduits fortement. Mais, l'État serait incité à émettre inconsidérément de la monnaie pour bénéficier du seigneurage. L'État, à travers la Banque Centrale, a déjà le privilège de l'émission de billets. Un taux de réserves de 100% sur les dépôts à vue se ferait au détriment de leurs détenteurs qui devraient payer aux banques les coûts de fonctionnement des dépôts à vue. Si le taux du marché monétaire se normalise (à 3% par exemple), ce serait l'équivalent d'un impôt au taux de 3% sur les dépôts à vue.

Un projet mal pensé.

Le problème de la votation populaire est que le texte soumis aux électeurs est parfois mal pensé. C'est particulièrement le cas ici. Le texte instaure le dépôt obligatoire à la BNS des fonds placés sur les comptes servant aux paiements courants. Mais, *quid* des dépôts à terme, des comptes sur livret (les carnets d'épargne, en Suisse), et même des OPCVM monétaires qui sont transformables rapidement en liquidités ? Le partage est arbitraire. Le projet oublie de préciser que, si les dépôts des banques à la BNS ne sont pas rémunérés, les déposants devront payer leur banque pour qu'elle leur assure les services de trésorerie. En fait, les banques pourraient tourner la loi en assurant les paiements à partir de comptes à solde nul ou négatif (mais garantis par compte à terme ou des comptes titres).

Les partisans du projet affirment qu'ainsi les dépôts seront totalement garantis. En fait, actuellement, les dépôts auprès des institutions financières suisses sont déjà garantis jusqu'à 100 000 francs suisses par déposant et établissement (environ 87 000 euros) ; avec la réforme, seuls les dépôts à vue seraient garantis.

Selon l'article 99a, la BNS devra mettre l'argent en

circulation, sans dette, par des transferts à la Confédération, aux cantons ou aux citoyens. C'est la généralisation du *QE for people*. L'objectif est de mettre fin à la *monnaie-dette*. Mais la BNS n'aurait aucun actif face au passif que représenteraient les billets et les dépôts ; ses fonds propres seraient négatifs, ce qui n'est pas concevable pour une banque. Ce serait en fait un artifice comptable pour masquer une partie de la dette publique (car la BNS appartient à l'État). Certes, les partisans du projet proclament qu'une Banque centrale n'a pas besoin de fonds propres, pouvant toujours créer de la monnaie, mais cet argument justifierait qu'un État souverain n'a pas à se soucier de sa dette puisqu'il peut toujours faire appel à sa Banque Centrale. Que ferait la BNS s'il faut réduire la masse monétaire en circulation pour lutter contre un excès de demande ou d'inflation ou simplement parce que les déposants voudraient détenir moins de monnaie et plus de titres ? Aurait-elle le droit de reprendre ses transferts ? Par ailleurs, distribuer de l'argent aux citoyens est le rôle de la politique budgétaire et de l'État, rôle qui ne peut être confié une Banque Centrale indépendante, dont le rôle est de gérer le crédit.

Mettre la monnaie en circulation sans dette par des transferts définitifs est contradictoire avec deux autres phrases du projet : « la BNS garantit l'approvisionnement de l'économie en crédits » et « Elle peut octroyer aux banques des prêts », qui indiquent au contraire que la BNS continuera à gérer le marché monétaire et à financer les banques, donc que la création monétaire continuera à se faire en partie par du crédit bancaire. C'est effectivement le rôle de la politique monétaire de contrôler la distribution du crédit ; cela suppose qu'elle contrôle le financement des banques *via* le marché monétaire. Intervenir sur le marché monétaire, refinancer les banques, garantir la dette publique et le système bancaire nécessite que la BNS dispose de ressources, donc que son actif n'ait pas été donné à l'État ou aux

ménages.

Imaginons que les dépôts à vue représentent 100 milliards qui sont transférés des banques à la BNS. L'État ne va pas augmenter son déficit de 100 milliards et les banques ne vont pas réduire de 100 milliards leurs crédits à l'économie. Donc, ces 100 milliards devront être prêtés aux banques par la BNS. Le gain pour la BNS est que les réserves obligatoires peuvent ne pas être rémunérées et que le refinancement des banques peut se faire à un taux rémunérateur (du moins en période normale, c'est-à-dire de taux d'intérêt positif[5]).

Un projet plus modeste, la séparation des banques de dépôts et des banques de marchés[6], l'interdiction de certaines activités purement spéculatives, un certain contrôle social des critères de distribution du crédit bancaire, aurait été préférable et aurait, sans doute, eu plus de chance de succès.

Ce projet peut-il être adopté par les électeurs suisses ?

Le Conseil des États a prôné le rejet de l'initiative populaire par 42 voix contre 0 et 1 abstention. Le Conseil national l'a rejeté par 169 voix contre 9 et 12 absents. L'initiative n'est soutenue par aucun des partis politiques suisses. Elle est combattue par la BNS et les grandes banques suisses (ce qui peut braquer les électeurs). Selon le dernier sondage publié, 54% des électeurs auraient l'intention de voter contre ; 34% pour et 12 seraient indécis.

Il est évidemment difficile pour les citoyens de se prononcer sur des questions délicates de fonctionnement du système monétaire et bancaire. D'un côté, la peur de l'inconnu (faut-il singulariser le système bancaire suisse ?), la crainte d'affaiblir le système financier (qui représenterait 9,1% du PIB suisse) jouent en faveur du Contre. De l'autre, beaucoup de citoyens s'indignent des revenus excessifs des banquiers et des financiers, s'inquiètent de l'instabilité induite par la spéculation financière financée à crédit, s'étonnent du

pouvoir exorbitant des banquiers d'accorder ou de refuser un crédit sur la base de seules considérations financières. Le Contre l'emportera sans doute et heureusement (car le projet est mal conçu), mais les problèmes posés par la financiarisation des banques et les carences de leur régulation demeureront.

[1]

<https://www.admin.ch/gov/fr/accueil/documentation/votations/20180610/initiative-monnaie-pleine.html>

[2] C'est le terme suisse pour compte à vue.

[3] Voir : Maurice Allais, *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann.

[4] En 2012, cependant le FMI a publié une étude de Jaromir Benes et Michael Kumhof (2012) : *The Chicago Plan Revisited*, qui prétend évaluer le projet d'Irving Fisher à l'aide d'un modèle DSGE. Selon l'étude, le 100% monnaie permettrait d'augmenter de PIB américain de 10% et de maintenir une inflation nulle. En fait, celle-ci repose sur des hypothèses plus que contestables : le contrôle de la masse monétaire permettrait d'imposer une inflation nulle ; dans ce monde stabilisé, les crédits aux ménages et les crédits de trésorerie ne seraient plus nécessaires ; les ménages accepteraient de détenir des masses importantes de dépôts non-rémunérés de sorte que l'État pourrait se financer à coût zéro ; les économies de charges d'intérêt permettraient une baisse des taux d'imposition, qui dans leur modèle néo-classique, inciterait à l'emploi, ce qui entraînerait une forte hausse de la production, qui elle-même permettrait une nouvelle baisse des taux d'imposition, donc une hausse de la production, etc..., ceci dans un mécanisme cumulatif. Le FMI a publié cette étude, mais n'a jamais proposé de mettre en œuvre la réforme.

[5] Le taux de refinancement de la BNS est actuellement négatif de -0,75%.

[\[6\]](#) D'ailleurs, les débats autour du projet de réforme monétaire d'Irving Fisher avaient abouti au *Glass-Steagal Act*.