

# MMT, APPROCHE PAR LE CIRCUIT ET PARADOXE DU PROFIT MONÉTAIRE

## *MMT, the Circuit Approach and the Paradox of the Monetary Profits*

Février 2020\*

*Résumé* Des auteurs emblématiques de la mouvance *MMT* ont publié, en 2019, un ouvrage intitulé *Macroeconomics*, qui fournit les bases d'un enseignement entièrement renouvelé de la discipline. Un évènement qui mérite d'être salué. La façon dont le secteur privé y est traité – il est supposé en permanence à l'équilibre, sauf ce qui concerne l'emploi – laisse néanmoins à désirer. Une lacune qui peut être comblée en faisant appel à l'approche par le circuit. Certains voient, toutefois, une incompatibilité entre cette approche et la thèse, centrale pour la *MMT*, de la création monétaire *ex nihilo* – c'est le « paradoxe du profit monétaire ». Un paradoxe qui disparaît si on tient compte de l'existence d'un « stock de monnaie », résultat de l'accumulation au cours du temps de créations monétaires *ex nihilo* mais non « retournées au néant », pour diverses raisons. Ce qui ouvre la voie à la rédaction d'un manuel de macroéconomie qui adopte clairement le point de vue circuitiste, en y intégrant l'essentiel de *Macroeconomics*.

*Abstract* Some leading authors of the *MMT* movement have recently published a *Macroeconomics* textbook which provides the basis for a completely renewed teaching of the discipline. This is a praiseworthy event. However, the way in which the private sector is treated in the book - it is supposed to be permanently in equilibrium, except for employment – leaves something to be desired. This shortcoming can be addressed by having recourse to the circuit approach. But some see an incompatibility between this approach and the thesis, central to *MMT*, of monetary creation *ex nihilo* - the "paradox of monetary profit". This paradox no longer exists if one accepts the existence of a "stock of money", resulting from the accumulation over time of money previously created *ex nihilo* but not extinguished for various reasons.

La *Modern Monetary Theory (MMT)* est à l'origine d'un phénomène surprenant : tout le monde, ou presque, en économie se sent obligé d'en parler. Cela va de certains banquiers centraux, généralement pour la désapprouver, aux journalistes écrivant dans les rubriques « économie » des médias destinés à un large public ([The Economist](#), 2019). Du jamais vu, au moins depuis Keynes<sup>1</sup>. Il est frappant de constater, en particulier, que le gratin des économistes concernés par la macroéconomie et la politique économique a éprouvé le besoin de donner son avis, souvent critique et sommaire, sur la *MMT* – alors que leur comportement habituel est d'ignorer

---

\* Texte soumis, à cette date, à la *Revue de la Régulation*, qui ne l'a pas retenu, en considérant, à juste titre, qu'il ne correspondait pas à sa rubrique de compte rendu de livres. Une rubrique à laquelle il n'était pas destiné, même s'il accorde une place importante à *Macroeconomics* de la *MMT*, en relevant ses points forts mais aussi ses lacunes et parties discutables.

<sup>1</sup> Il y a bien eu le « monétarisme », un mot apparu à la fin des années 60 dont se sont emparés les media, mais qui ne caractérisait aucune théorie bien précise – comme, d'ailleurs, le mot « néo-libéralisme », venu ensuite le remplacer.

superbement tout ce que propose l'hétérodoxie. Une réaction que Louis-Philippe Rochon explique par leur crainte que la *MMT* leur enlève leur argument ultime face aux critiques, le fameux TINA (*There Is No Alternative*) (Rochon, 2019).

Une alternative qui a pourtant pris corps dans un texte, le [MMT Primer](#), publié au début des années 2010 sur le site internet *New Economic Perspective*, animé par un groupe d'économistes se situant dans la mouvance post-keynésienne, avant d'aboutir à un ouvrage publié en 2019 par Randall Wray, William Mitchell et Martin Watts avec pour titre *Macroeconomics*<sup>2</sup> qui propose une vision totalement nouvelle de cette discipline. Se réclamant du Keynes « des origines », elle dénie toute validité au modèle *IS-LM*, et à son prolongement *AD-AS* – sans même parler des élucubrations autour de la figure aberrante de l'« agent représentatif ».

On ne peut que saluer la publication de *Macroeconomics*, qui brise le monopole exercé depuis des décennies par des manuels dont l'ineptie est devenue flagrante avec la crise commencée en 2008 (Autisme-économie, 2019 ; Guerrien, 2019), en proposant un manuel alternatif « clé en mains », qui peut (devrait) dès à présent les remplacer – pour le plus grand bien, à la fois, des enseignants et des étudiants.

Le fait d'applaudir à la publication de *Macroeconomics* n'empêche pas, cependant, de lui porter un certain nombre de critiques, qui découlent toutes plus ou moins directement du choix fait par la *MMT* de privilégier ce qu'elle appelle les « transactions verticales » (entre secteur public et secteur privé), au détriment des « transactions horizontales » au sein du secteur privé – supposé, de fait, en équilibre permanent, sauf en ce qui concerne l'emploi.

Un choix qui a notamment pour inconvénient de ne pas accorder la place qu'elle mérite à la création monétaire « privée » et, surtout, de laisser dans l'ombre le rôle joué par le profit dans des économies que la *MMT* qualifie elle-même de « capitalistes ».

L'approche par le circuit permet de pallier ces inconvénients. Le premier, sur la place de la création monétaire privée dans le circuit, ne pose pas de problème majeur – c'est seulement une question d'ordre de présentation. Le second, sur le profit, demande un traitement plus élaboré, certains voyant une incompatibilité entre création monétaire *ex nihilo* et réalisation du produit – ce qu'ils appellent le « paradoxe du profit monétaire ». Un « paradoxe » qui disparaît toutefois dès qu'on prend en compte l'existence, *de fait*, d'un « stock de monnaie », résultat de l'accumulation de créations monétaires (*ex nihilo*) passées qui ne sont pas « retournées au néant » pour diverses raisons – les faillites (non remboursement « définitif » de crédits bancaires) étant la plus évidente. Un stock de monnaie dont la présence ne remet nullement en cause les principales thèses de la *MMT* et, plus généralement, des post-keynésiens – à commencer par celle qui dénie toute validité à l'idée que les crédits octroyés par les banques proviennent forcément d'un « fonds prêtable » préexistant.

## 1. Une présentation restrictive de la création monétaire

La *MMT* s'est fait connaître par l'importance qu'elle attribue, à juste titre, à la création monétaire *ex nihilo* – *out of thin air*, selon son expression préférée. Bien que l'essentiel de cette création soit le fait des banques commerciales « privées », les auteurs de *Macroeconomics* expliquent dans leur introduction que

« en plaçant l'Etat (*government*) au centre du système monétaire, en tant qu'émetteur de monnaie (*currency*), l'approche par la *MMT* attire l'attention, dès le départ, sur comment

---

<sup>2</sup> Ouvrage qui est en fait une réédition, très largement augmentée, d'un livre publié en 2016 par les mêmes auteurs avec un titre moins ambitieux : *Modern Monetary Theory and Practice : an Introductory Text*.

l'Etat dépense ainsi que sur la façon dont cette dépense agit sur les agrégats macroéconomiques qu'elle cherche à expliquer" (Mitchell, Wray et Watts, 2019, p. 13),

de sorte que

“la plus importante conclusion à laquelle parvient la *MMT* est que celui qui émet une monnaie souveraine (*currency*) ne fait pas face à des contraintes financières” (*ibid*, p. 13).

La question de la monnaie « privée » n'est abordée que dans la partie B de l'ouvrage (*Currency, Money and Banking*) – plus précisément dans le chapitre X, *Money and Banking*. Il faut ainsi attendre la fin de ce chapitre pour voir apparaître pour la première fois la formule-fétiche de la *MMT*, et des post-keynésiens, en général :

« Les prêts créent les dépôts (*Loans create deposits*) » (*ibid*, p. 155).

La politique monétaire n'est, elle, abordée qu'au chapitre XXIII, après de longs développements sur la politique budgétaire où l'accent est mis sur l'émission (ou la destruction) de monnaie souveraine (*currency*)<sup>3</sup>.

La place relativement faible accordée à la création monétaire privée par la *MMT* s'explique par la conviction de ses adhérents que la politique monétaire est largement inopérante – seule la politique budgétaire le serait vraiment. Une conviction en accord avec son postulat selon lequel le secteur privé est, aux ajustements passagers près, toujours à l'équilibre, sauf en ce qui concerne l'emploi<sup>4</sup> – dont le niveau relève, selon la *MMT*, essentiellement de la politique budgétaire.

Un postulat d'équilibre du secteur privé – hormis en ce qui concerne l'emploi – auquel on n'est nullement obligé d'adhérer. C'est pourquoi un manuel alternatif qui se situe dans la même perspective que celui de la *MMT* doit commencer par donner à la création monétaire « privée » la place première qui est la sienne. Quitte, ensuite, à reprendre *Macroeconomics* pour tout ce qui a trait aux « transactions verticales » – sans, toutefois, adhérer forcément à certaines de ses préconisations les plus controversées, tel le *Job Guarantee*.

Remettre le secteur privé au premier plan redonne toute son importance à ce qui est son principal – voire unique – moteur, le profit. Ce qui ne l'empêche pas d'être traité de façon plutôt cavalière dans *Macroeconomics*.

## 2. Les hésitations de la *MMT* sur le profit

Le profit ne fait qu'une apparition fugace dans *Macroeconomics* – hormis les passages relatifs à Marx, qui relèvent essentiellement de l'histoire de la pensée économique. Sa raison d'être varie d'ailleurs d'un chapitre à l'autre – une preuve de plus du peu d'intérêt que lui porte la *MMT*, comme tout ce qui relève des transactions au sein du secteur privé. Ainsi, dans le chapitre IV (« Les comptes du système du revenu et du produit national »), le profit apparaît comme la rémunération des « services » rendus par un « facteur de production », le PIB « au coût des facteurs » étant obtenu :

« en additionnant les revenus des producteurs que *les entreprises paient en échange de leurs services* – autrement dit, les salaires pour le travail, les intérêts pour le capital, la

---

<sup>3</sup> Marc Lavoie remarque qu'en se focalisant presque exclusivement sur l'action de l'Etat dans le domaine monétaire, la *MMT* laisse dans l'ombre la question – pourtant essentielle – du caractère endogène de la création monétaire (Lavoie, 2019).

<sup>4</sup> Dans la section 2 du chapitre 12 (« L'existence d'un chômage de masse en tant que phénomène d'équilibre »), il est expliqué qu'"il faut faire très attention de ne pas confondre l'équilibre avec le plein emploi" (Mitchell, Wray et Watts, 2019, p. 228).

rente pour la terre et *le profit pour les capitalistes* » (Mitchell, Wray et Watts, 2019, p. 55, je souligne).

Il y aurait ainsi, d'un côté, le « capital », rémunéré par des intérêts, et de l'autre, des « capitalistes », auxquels revient le profit. Une distinction étrange que même les néoclassiques se gardent de faire – ils préfèrent supposer, contre toute évidence, que le profit est (« tendancielle ») nul (Guerrien, 2007).

L'assimilation du profit en tant que rémunération d'un « facteur » n'apparaît, en fait, que de façon fortuite dans ce chapitre, qui est consacré aux identités comptables – avec pour seul but de donner un semblant de justification « économique » à l'identité comptable, assimilée à un équilibre, entre produit et revenu national (Guerrien, 2019).

Lorsque le profit réapparaît bien plus loin – dans une section consacrée à la « détermination des prix » (section 16.3) du chapitre XVI (*Aggregate Supply*) –, il n'est plus question de « services » d'un facteur mais d'une *marge* qui s'ajoute au coût des entrants :

« une unité vendue doit alors couvrir ses coûts (variables) de production par unité produite, tels ceux relatifs au travail et aux matières premières, auxquels s'ajoute *la marge de profit* » (Mitchell, Wray et Watts, 2019, p. 244, je souligne).

On peut enfin noter que tout à la fin de son livre *Modern Monetary Theory* (version papier, pour l'essentiel, du *Primer*), Randall Wray évoque, dans un encadré intitulé « d'où viennent les profits ? », une *troisième façon* de concevoir le profit, en tant que partage du produit entre travailleurs et « capitalistes ». Un partage qui est, selon lui, une « question compliquée » qui, toutefois, ne le concerne pas dans le cadre de cet ouvrage (Wray, 2012, p. 273-274).

La question du profit est effectivement « compliquée », du moins si on se réfère aux débats auxquels elle a donné lieu parmi les hétérodoxes qui refusent, à juste titre, de voir en lui la rémunération d'un (fantomatique) « facteur de production ». Elle est même à l'origine du « paradoxe du profit monétaire » qui surgirait lorsque l'approche par le circuit est combinée avec la thèse de la création *ex nihilo* de la monnaie (Bruun et Heyn-Johnsen, 2009).

### 3. *MMT* et circuit : le « paradoxe du profit monétaire »

La *MMT* s'appuie sur deux propositions fondamentales, auxquelles adhèrent d'ailleurs la grande majorité des (macro)économistes actuels qui se réclament, d'une façon ou d'une autre, de la pensée de Keynes :

1. La monnaie est créée *ex nihilo* par les banques commerciales – l'Etat émettant la sienne, accessible aux seules banques de second rang (si on fait abstraction des espèces).
2. « La société ne peut décider d'avoir un revenu plus élevé, mais elle peut décider de dépenser plus » (*Macroeconomics*, p 97), ce que résume la formule « la dépense cause le revenu » (*ibid*, p. 97). ....

Ces deux propositions ne sont pas, toutefois, complètement indépendantes puisque c'est la création de monnaie « à partir de rien » qui fournit le moyen de dépenser plus. D'où la séquence :

création monétaire (*ex nihilo*) → dépenses → revenu,

qui sert de point de départ au circuit. Si tous les crédits sont remboursés – donc si le circuit « boucle » – la monnaie créée « retourne au néant », après avoir rendu possible la mise en œuvre de nouvelles productions.

La *MMT* et l'approche par le circuit (qualifiée de « franco-italienne » par Wray, 2019) divergent lors de l'étape de l'affectation du revenu, les « circuitistes » – dont les principales thèses sont

présentées de façon très claire dans le livre d'Antonio Graziani *The Monetary Theory of Production* – optant sans hésiter pour la décomposition du revenu en salaires et profits (Graziani, 2003, p. 67).

Le paradoxe du profit monétaire provient de ce que la monnaie créée par les banques commerciales pour permettre aux entreprises de payer ce que Graziani appelle la « note salariale » (*wage bill*) ne suffit pas à acheter l'ensemble du produit – il manque la part correspondant au profit.

Graziani contourne ce problème en supposant que les biens d'investissement produits

« sont échangés à l'intérieur du secteur des entreprises (les entreprises qui ont produit des moyens de production les vendent aux entreprises qui en font usage) » (Graziani, 2003, p. 29, je souligne),

toute la monnaie créée (ex nihilo) ayant servi à payer les travailleurs, qui achètent avec elle la part en biens de consommation de la production.

Graziani assimile les échanges de biens d'investissement entre entreprises à de l'« auto financement » (*self-financing*), qu'il distingue du financement « initial » par les banques :

« Si nous considérons le secteur des entreprises comme un tout ... l'auto financement peut seulement apparaître sous la forme de profits accumulés, jamais comme provenant du financement initial » (*ibid*, p. 154).

Faute de monnaie suffisante, Graziani explique ainsi que les intérêts, une composante du profit (brut),

« peuvent seulement être payés *en nature* » (*ibid*, p. 155, je souligne)<sup>5</sup>.

Une solution bien peu satisfaisante qu'Olivier Allain et Steve Keen, deux auteurs se situant dans la mouvance post-keynésienne, ont cherché à rendre plus crédible en reprenant l'idée de « fonds de roulement » (*revolving fund*) avancée par Keynes dans un article publié en 1937 (Allain, 2009, Keen, 2010)<sup>6</sup>.

## 4. Keynes et le “revolving fund of credit”

Dans cet article, Keynes appelle « fonds de roulement » (*revolving fund*) une somme de monnaie

« qui peut être utilisée encore et encore (*over and over again*)” (Keynes, 1937, p. 247), pour le financement des investissements, tout en

« demeurant plus ou moins constante ... un entrepreneur voyant ses finances renflouées (*replenished*) en vue d'un investissement projeté alors qu'un autre voit les siennes disparaître (*exhaust*) suite au paiement de l'investissement effectué” (*ibid*, p. 248).

Keynes utilise ici le mot « finance » au sens de « monnaie » comme le fait Bertil Ohlin, objet de ses critiques dans cet article<sup>7</sup>.

Ce « fonds » – au statut passablement vague – représente de la monnaie « qui n'est pas détruite », pour reprendre les termes de Keen, contrairement à ce qui arrive, ou devrait

---

<sup>5</sup> Dans un article précédent, Graziani avait écrit, dans la même veine : « afin d'obtenir la monnaie nécessaire pour payer les intérêts, la seule chose que les entreprises peuvent faire est de vendre une part de leur production aux banques, ce qui revient à dire que les intérêts doivent être payés en nature » (Graziani, 1984, p. 33).

<sup>6</sup> Dans leur remarquable ouvrage, *Monetary Economics*, Godley et Lavoie supposent que « les entreprises empruntent auprès des banques l'équivalent des variations de la valeur de leurs stocks » ce qui leur permet « de distribuer le total des profits sous la forme de dividendes » avant la réalisation du produit (Godley et Lavoie, 2007, p. 260 mais aussi p. 322). Une solution en désaccord avec ce qu'on observe en faisant assumer par les banques tout le risque de l'entreprise.

<sup>7</sup> « Appelons cette avance de cash la “finance” requise pour rendre effective la décision courante d'investir » (*ibid*, p. 247).

« normalement » arriver, avec toute monnaie créée *ex nihilo* par les banques. Admettre l'existence de cette monnaie « persistante » évite d'avoir à considérer des paiements en nature entre les entreprises comme le fait Graziani – en raison de son hypothèse sur la création de monnaie limitée au seul *wage bill*.

Dans cet article, Keynes, évoque à plusieurs reprises

“le pouvoir des banques à travers le contrôle de la création monétaire – *i.e.* de la liquidité” (*ibid* p. 248),

tout en admettant que

“la monnaie coïncide (*overlap*) seulement partiellement et temporairement avec ... la dette auprès des banques” (*ibid*, p. 245).

C'est ainsi qu'après avoir constaté que des entreprises “accumulent des excédents en cash” (*ibid*, p. 246), il explique que les décisions d'investissement peuvent ne pas devenir effectives parce que

“le système bancaire n'est pas disposé à augmenter la création de monnaie », mais aussi parce que

« l'offre de ceux qui en détiennent (*existing holders*) est inélastique” (*ibid*, p. 248, je souligne).

Il y aurait ainsi des « détenteurs de monnaie », disposés à l'« offrir », qui se distinguent des banques qui « créent » la monnaie. Une idée essentielle qui, si elle est pleinement prise en compte, permet de résoudre de façon simple le paradoxe du profit monétaire<sup>8</sup>.

## 5. La solution au paradoxe du profit : le stock de monnaie

Il est évident que pour Keynes – ainsi que pour la grande majorité des économistes, d'ailleurs –, il existe, à côté de la monnaie créée *ex nihilo* à tout moment par les banques, une monnaie héritée du passé, qui est détenue par les divers acteurs de l'économie et qui peut, comme elle, servir comme moyen d'échange ou être prêtée. Marx, de son côté, n'envisage qu'une monnaie réduite à sa forme « métallique »,

« à l'exclusion de l'argent symbolique, simples signes de valeur qui ne sont que la spécialité de certains Etats, et de la monnaie de crédit, qui n'est pas encore développée » (Marx, 1885, L2, chap. II, p. 1113).

L'ensemble de cette monnaie (métallique) forme une « masse d'argent (masse de métal précieux) », « graduellement accumulée » par « la société », qui

« se divise en trésor et en monnaie circulante » (Marx, 1885, LII, chap. XI, p. 1265).

Un « trésor » – que Marx appelle aussi « fonds de réserve de moyens de paiement » (p. 1269) – que les capitalistes possèdent ou dans lequel ils peuvent puiser (emprunter), permettant ainsi la réalisation du produit<sup>9</sup>.

Il n'y a donc pas de paradoxe du profit monétaire chez Marx, le problème de la réalisation de la plus-value (profit) étant résolu dans son cas par la présence du « fonds de réserve » (métallique) accumulé au cours du temps par la société<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Allain et Keen proposent des solutions peu convaincantes, avec des hypothèses de leur cru, qui ont en commun de supposer une vitesse de circulation de la monnaie plus élevée dans le « revolving fund » que dans le reste de l'économie.

<sup>9</sup> « En fait, aussi paradoxal que cela puisse paraître, la classe des capitalistes elle-même met en circulation la monnaie qui sert à la réalisation de la plus-value incorporée dans les marchandises » (Marx, 1885, p. 1273, cité par Bruun et Heyn-Johnsen, 2009, p.3). Du Kalecki avant l'heure !

<sup>10</sup> On peut trouver, à juste titre, que Marx a une vision trop restrictive, ou même inappropriée, de la monnaie. On veut ici seulement noter qu'il est conscient du problème de la réalisation du profit, dont il propose une solution cohérente.

Une solution qu'on peut transposer – quitte à penser à des « déchets » plutôt qu'à un « trésor » ... – dans le cadre des sociétés actuelles, où la monnaie est, pour l'essentiel, dématérialisée. Créée *ex nihilo*, elle a pour vocation de retourner au néant – du moins dans le cas du secteur privé. Une vocation qui n'est pas toujours réalisée : des entreprises font faillite, après avoir dépensé la monnaie reçue (crédit bancaire), des ménages ne remboursent pas (complètement) les prêts immobiliers accordés par leur banque, etc. La part de la dette publique détenue par la banque centrale a également pour contrepartie de la monnaie qui, n'étant pas le produit d'un crédit bancaire, n'a pas pour vocation d'être détruite – seuls des excédents budgétaires de l'Etat peuvent le faire. La banque centrale des Etats Unis détient ainsi, depuis le début des années 1950, en moyenne 10 % de la dette publique (Waller et Ricketts, 2014, fig. 3). Les réserves créées lors de l'acquisition de cette dette a pour contrepartie de la monnaie créée par les banques commerciales pour, disons, payer les fonctionnaires – qui la gardent ou la font circuler, sans qu'elle retourne au néant, comme dans le cas d'un crédit<sup>11</sup>.

Les crédits « dépensés » mais non remboursés – ni remboursables dans le futur – ne concernent, en général et à chaque période, qu'une petite fraction du total des crédits octroyés. A la différence, toutefois, des autres crédits – créés « à partir de rien » et retournant au néant –, ces crédits non remboursés s'accumulent dans le temps, en formant un « stock » qui, de période en période, augmente *en quantité* (d'unités monétaires) mais pas forcément en *valeur*, puisque celle-ci diminue lorsque le niveau des prix augmente.

Le stock de monnaie est un élément indispensable au « bouclage » du circuit (équilibre du système) tout en étant le résultat de situations de déséquilibre (non bouclage du circuit) dans le passé<sup>12</sup>. Ce qui peut sembler paradoxal – mais qui ne l'est pas puisque rien n'empêche de considérer que les situations de déséquilibre et d'équilibre se succèdent dans le temps. D'où peut-être la réticence de certains à prendre en compte le stock de monnaie dans leurs analyses théoriques<sup>13</sup>. Une réticence accentuée par la crainte de voir ce « stock » assimilé à un « fonds prêtable » préalable à toute opération de crédit.

## 6. Stock de monnaie et fonds prêtable

L'existence du stock de monnaie tel qu'on l'entend ici – résultat de faillites accumulées par le passé et de déficits publics « monétisés » par la banque centrale – est indéniable. Seule son importance peut, éventuellement, être sujette à discussion. Pourtant, ni post-keynésiens, ni circuitistes n'en soufflent mot, alors qu'admettre l'existence de ce « stock » faciliterait grandement la présentation de leurs théories, sans que cela conduise à redonner vie à l'idée – honnie, à juste titre, par les uns et les autres – de « fonds prêtable ».

Le stock de monnaie peut, en fait, se réduire à une (toute) petite partie des fonds prêtés, le reste provenant de la création *ex nihilo* de monnaie par les banques commerciales, sans que leurs décisions d'accorder des crédits *ne soit contrainte par l'existence de ce « stock »*. La création de monnaie n'a d'ailleurs aucune raison de se limiter, comme dans l'exemple de Graziani, à la

---

<sup>11</sup> La banque centrale achetant, et vendant, en permanence des bons du Trésor, c'est le solde excédentaire « permanent » de ces opérations qui est concerné ici par cette monnaie « non détruite », en tant que partie intégrante du stock de monnaie.

<sup>12</sup> Le « stock de monnaie » de Godley et Lavoie – écarts accumulés dans le temps entre revenu disponible et consommation des ménages – n'a rien à voir avec le « stock » dont on parle ici (Godley et Lavoie, 2007, p 66).

<sup>13</sup> Pour Combemale et Quilès, le financement conjoint par un « fonds de roulement » et par le crédit bancaire « déroge au principe d'ouverture du circuit monétaire (préalable logique dans une économie monétaire de production) » (Combemale et Quilès, 1991, p 81, je souligne). Un « principe » adopté de fait par les post-keynésiens, sans justification, tellement il semble être évident pour eux.

seule « note salariale ». Il est très courant que les banques fournissent par avance de quoi payer les autres frais qu'entraîne la production – loyers des locaux et des équipements, brevets, intérêts des « capitaux » avancés, etc. Des frais que les banques connaissent ou peuvent estimer assez précisément au moment où elles octroient les crédits, sans que cela soit le cas pour la valeur totale de la production à venir et, surtout, à « réaliser » – la part du risque que l'entreprise assume seule (par exemple, les « dividendes » de Godley et Lavoie, 2007, p 141).

N'étant vraiment nécessaire qu'à la réalisation du *profit net* – ce qui reste après avoir payé les divers frais encourus par la production, et éventuellement financés par les banques –, le stock de monnaie peut se réduire à une (toute) petite partie de la masse monétaire (*MI*).

Si, par exemple, le profit brut – ce qui reste du produit après déduction de la « note salariale » – est de l'ordre de 40 % du PIB, et si au moins trois quarts de cette somme est consacrée aux frais autres que ceux relatifs au travail (loyers, brevets, intérêts, etc.), le stock de monnaie nécessaire à la réalisation du produit est alors (nettement) inférieur à 10 % du PIB – les (plus de) 90 % restants étant assurés par la création *ex nihilo* de monnaie.

Les sommes qui constituent le stock de monnaie peuvent, sans problème, être qualifiées de « fonds prêtables ». Elles ne font, toutefois, que s'ajouter à celles qui sont créées *ex nihilo* par les banques. L'existence d'un stock de monnaie « prêtable », quelle que soit son importance, n'est nullement contradictoire avec la thèse centrale de la *MMT* : les banques ont à tout moment le pouvoir de créer de la monnaie, en octroyant des crédits – octroi qui dépend essentiellement de leur appréciation de la situation générale et de celle, particulière, des entreprises et des ménages qui les sollicitent.

Le stock de monnaie qui permet de boucler le circuit n'a donc rien à voir avec un quelconque « fonds prêtable global » dans lequel les banques seraient *obligées* de puiser lorsqu'elles accordent des crédits. Localisé dans sa totalité dans les comptes courants des agents dans les banques commerciales, il ne constitue d'ailleurs qu'une (toute) petite partie de leur épargne, au sens (vague) qu'on donne habituellement à ce terme.

## 7. Stock de monnaie et épargne

Le stock de monnaie dont on parle ici est le résultat des « ratages » du système, des faillites de certains agents qui ne remboursent pas (définitivement) leurs crédits ou de la monétisation de la dette de l'Etat – bons du Trésor gardés (plus ou moins) en permanence par la banque centrale. Accumulation de résidus de monnaie « non détruite » après sa création *ex nihilo*, il n'est en règle générale qu'une petite partie de la masse monétaire en circulation<sup>14</sup> et donc une partie encore plus petite de l'épargne globale – celle détenue dans les comptes sur « livrets » ou sous la forme de dépôts à terme, de « bons » et de titres de toutes sortes.

Il est donc essentiel, aussi bien sur le plan théorique que pratique, d'établir une frontière très nette entre monnaie et épargne – la première ayant une mesure (relativement) précise (*MI*), la seconde étant, en revanche, à géométrie (très) variable. Une ligne de démarcation qui permet, notamment, de ne pas confondre stock de monnaie et fonds prêtables, mais aussi de distinguer, dans l'activité bancaire, ce qui relève de la création monétaire – qui est le fait des seules banques commerciales – de ce qui ne relève que de l'intermédiation, dans laquelle la « banque parallèle » (*shadow banking*) occupe de nos jours une place de plus en plus importante (Bouguelli, 2020).

---

<sup>14</sup> De l'ordre de 10% du PIB. Le « stock de monnaie » de Godley et Lavoie oscille, dans leurs simulations, entre 80% et 47% du PIB (Godley et Lavoie, 2007, p. 69, p. 360). Une preuve « concrète » que ces « stocks » ne sont pas de même nature.



La distinction entre monnaie et épargne est aussi au cœur de la notion de « préférence pour la liquidité » de Keynes – la « liquidité » étant, en l'occurrence, synonyme de monnaie au sens où on l'entend ici (Rochon, 1999).

Bien que se réclamant de Keynes, la façon dont *Macroeconomics* traite de la frontière entre monnaie et épargne laisse beaucoup à désirer. C'est ainsi qu'après avoir constaté au chapitre 10 (« Money and Banking ») que :

« toutes les dettes financières sont libellées dans une monnaie de compte »,

il est expliqué qu'

« il est donc plutôt arbitraire d'appeler "monnaie" certaines d'entre elles et de ne pas le faire pour d'autres » (Mitchell, Wray et Watts, 2019, je souligne, p.145).

Cette vision relativiste de la monnaie conduit *Macroeconomics* à prendre l'agrégat  $M2$  – plus du triple de  $M1$  – pour représenter l'évolution de la « masse monétaire » aux Etats Unis (patrie de Watts et Wray) et la « *broad money* » – environ 6 fois  $M1$  – pour évaluer celle de l'Australie (patrie de Mitchell).

Des agrégats qui peuvent avoir un intérêt pour les banquiers centraux – pour, par exemple, leur permettre de « prévoir l'inflation » (Mitchell, Wray et Watts, 2019, p. 148) –, mais qui, en mélangeant des objets de nature différente (monnaie et titres), égarent le lecteur non averti, auquel l'ouvrage s'adresse pourtant.

## 8. Une remise en cause de la relation $A-M-A'$

Dans ce qui précède, on s'en est tenu à la question de la réalisation du produit en adoptant l'approche du circuit formulée par Graziani :

« La monnaie étant créée par le secteur bancaire, puis s'y évanouissant à son retour, son existence et sa façon d'opérer peut être représentée comme un circuit » (Graziani, 2003, p. 26).

Il existe toutefois, et depuis fort longtemps, une autre tradition « circuitiste » qui se réclame de Marx et de son célèbre schéma  $A-M-A'$  – ou, plus précisément,  $A-M...P...-M'-A'$ , en notant  $P$  le « processus de production ». Le « paradoxe du profit monétaire » surgit alors lorsqu'on cherche une réponse à ce que Jean-Philippe Rochon appelle « la question centrale » concernant cette vision du circuit :

« Dans un circuit monétaire, comment  $A$  devient  $A'$  ? » (Rochon, 2009, p. 57).

Autrement dit,

« dans un contexte où la monnaie est endogène, si les entreprises empruntent  $A$  aux banques en vue de payer des salaires et d'autres coûts de production, comment peuvent-elles récupérer plus de monnaie qu'elles n'ont pu en injecter au départ dans le circuit ? » (*ibid*, p.57).

Elles ne peuvent, en fait,

« tout au plus récupérer ce qu'elles ont injecté, de sorte que les profits et même le paiement des intérêts sur le prêt initial semble être hors de leur atteinte » (*ibid*, p. 57).

Après avoir évoqué, en montrant les limites, quatre types de solutions avancées par divers auteurs de la mouvance « marxisante », Rochon propose la sienne, qui consiste à supposer qu'

« une part des dépenses d'investissement – autrement dit, l'achat des biens capitaux et non seulement leur production – est financée par le crédit bancaire » (*ibid*, p. 67),

de sorte que

« l'investissement serait couvert en partie par des fonds propres (des gains non utilisés des périodes précédentes, par exemple) et en partie par le crédit bancaire » (*ibid*, p. 67). Pour justifier l'existence de ces « fonds propres », Rochon distingue

« deux types de crédit : un crédit à court terme destiné à couvrir le paiement des salaires, qui est remboursé pendant la période de production, et un financement à long terme, pour l'achat des biens capitaux, qui est remboursé sur plusieurs périodes » (*ibid*, p 67).

Une distinction qui le conduit à raconter une histoire relativement compliquée – avec une coupure (arbitraire) entre « court terme » et « long terme », qui permet de distinguer entre biens de consommation et biens d'investissement, le tout agrémentée d'une multitude de paramètres *ad hoc* –, qui a pour principal inconvénient de faire l'hypothèse allant contre toute évidence que les banques financent *toute* la production. Une hypothèse, en revanche, inutile si on admet l'existence du stock de monnaie, qui permet à la fois le « bouclage » du circuit – réalisation du profit net – et d'amortir les aléas propres à l'achat des biens d'équipement à chaque période<sup>15</sup>. On peut toutefois remarquer que, quelle que soit la façon envisagée de surmonter le paradoxe du profit monétaire, l'hypothèse de création *ex nihilo* de monnaie remet en cause le schéma marxiste traditionnel  $A-M-A'$ , avec  $A' > A$ , puisque dans le cas « normal » (équilibre), la monnaie créée est détruite en fin de période, tandis que la monnaie provenant du stock de monnaie est « récupérée » par ceux qui l'ont avancée – on retrouve  $A$  lorsque le produit est réalisé<sup>16</sup>. Une remise en cause qui, toutefois, ne modifie pas le fond de l'analyse marxiste selon laquelle le produit est réparti entre les travailleurs et les différents types de « capitalistes » (propriétaires des entreprises, des équipements, des sommes d'argent avancées). Si on s'en tient au cas stationnaire de la « reproduction simple », le seul qui nous intéresse ici, les « capitalistes » (propriétaires) s'approprient à chaque période d'une part du produit, tout en gardant la propriété des moyens de production (reconstitués en cours de période) et en récupérant les sommes d'argent avancées – qui ont permis la réalisation du produit. Le  $A$  de la fin est égal au  $A$  du début<sup>17</sup>.

## 9. Un bref retour sur les étapes du circuit

L'hypothèse du « paradoxe du profit monétaire » étant levée, on peut revenir de façon un peu plus détaillée, mais simple – songeons au futur manuel ... –, sur le déroulement des diverses opérations qui se succèdent à l'intérieur de chaque période du circuit.

Les crédits accordés par les banques en début d'une période désignée par la lettre  $t$ , permettent l'achat des intrants – moyens de subsistance des travailleurs, matières premières, biens d'équipements, etc. – nécessaires à la production de cette période, dont une partie a été produite à la période précédente, notée  $t - 1$ . La monnaie obtenue par la vente, au début de la période  $t$ , de ces intrants permet de rembourser les crédits accordés au début de la période  $t - 1$  pour l'achat des intrants nécessaires à la production pendant cette période. De façon similaire, une partie de la production de la période  $t$  est destinée à être vendue en tant qu'intrants pour la

<sup>15</sup> Les dépenses en biens d'investissement produits pendant une période peuvent être attribuées aux entreprises prises dans leur ensemble, même si seulement certaines s'équipent pendant la période – les autres le faisant à d'autres périodes. Ce qui peut, à quelques nuances près, être assimilé au cas où chacune « loue » son équipement à chaque période.

<sup>16</sup> Il y a un profit « réel », un surplus en biens, mais non « monétaire » - pas de surplus en monnaie.

<sup>17</sup> En fait, lorsque Marx explique dans le livre II du *Capital* (« Le processus de circulation du capital ») que dans le cas de la « reproduction simple ... nous aurions la forme :  $P...M'-A'-M...P$  » (Marx, 1885, LII, chap. 1, p. 1099), alors on a, par récurrence,  $P...M'-A'-M...P...M'-A'-M...P...$ , de sorte que c'est *la même somme* ( $A'$ ) qui revient indéfiniment, une partie  $A$  de cette somme servant à acheter  $M$ , la partie restante,  $A' - A$ , permettant la « réalisation » du produit  $M'$ . Encore Kalecki ...

période  $t + 1$ , les crédits accordés alors permettant de rembourser ceux qui ont été accordés au début de la période précédente, et ainsi de suite.

Les crédits accordés au début de chaque période pour l'achat des divers intrants nécessaires à la production donnent lieu, pour l'essentiel, à de la création (*ex nihilo*) de monnaie. Monnaie dont le « retour au néant » se fait au début de la période suivante, où une nouvelle création de monnaie a lieu – à moins de considérer que le crédit est renouvelé automatiquement, de sorte que les deux opérations fusionnent.

Les prêts provenant du stock de monnaie, qui permettent la réalisation du produit, peuvent en revanche être accordés à n'importe quel moment, à condition que ce soit *avant* la vente du produit – de façon à ce que cette vente devienne (ou puisse devenir) effective. Rien n'empêche, évidemment, à ce que des sommes provenant du stock de monnaie soient consacrées, par leurs détenteurs, à l'achat des produits, contribuant ainsi, et aussi, au bouclage du circuit.

Il n'y a aucune raison, *a contrario*, pour que le stock de monnaie soit complètement utilisé lorsqu'il joue son rôle d'« appoint » dans le cadre de ce bouclage. La partie restante, qui demeure sous forme de monnaie (dans les comptes courants des agents), peut être assimilée à des espèces gardées « sous le matelas », une « thésaurisation » à la Keynes qui n'empêche pas, toutefois, le bouclage du circuit – puisqu'elle « en reste dehors ».<sup>18</sup>

## 10. Conclusion

*Macroeconomics* a l'immense mérite d'exister, en proposant (enfin !) un manuel alternatif dans ce qui est la discipline centrale en économie. L'ordre de présentation adopté par ses auteurs – privilégier les « transactions verticales » entre secteurs public et privé aux dépens de celles au sein du secteur privé – le conduit, toutefois, à un certain flou en ce qui concerne la place et le rôle joué par la monnaie dans l'économie et, surtout, à des errements sur la question du profit. Des inconvénients qui peuvent être facilement évités en adoptant d'emblée une approche par le circuit, avec le secteur privé pour point de départ et le profit pour moteur – la prise en compte du stock de monnaie permettant de régler simplement la question du « bouclage » du circuit. Tous les ingrédients nécessaires à l'élaboration d'un manuel de macroéconomie alternatif sont ainsi disponibles, *Macroeconomics* fournissant (largement) de quoi traiter des « transactions verticales » entre privé et public. Plus de la moitié du travail est déjà fait ...

### Bibliographie

Allain O. (2009) « Monetary circulation, the paradox of profits, and the velocity of money », in « Principles of Post-Keynesian Economic Policies », CEMF, Université de Bourgogne, Dijon. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00196485/document>

Autisme-économie (2019) « Macroéconomie 7<sup>ème</sup> édition : Messieurs Blanchard et Cohen se moquent du monde – à commencer par les étudiants ». <http://www.autisme-economie.org/article191.html>

Bellofiore R. et M. Passarella (2009) « Finance and the Realisation Problem in Rosa Luxembourg: a 'Circuitist' Reappraisal », in Ponsot J. et Rossi S. (dir.) *The Political Economy*

---

<sup>18</sup> Quand les dépôts à vue des ménages deviennent très importants (15.000 euros par compte, en moyenne début 2020 en France), les banques « prêtent » (à court terme) à l'Etat une partie importante de ces « liquidités », sans demander leur avis à leurs détenteurs. Ce faisant, elles permettent le bouclage du circuit – qui n'aurait pas lieu sans cela, vu l'importance des sommes « immobilisées » dans leurs comptes courants par les ménages.

*of Monetary Circuits. Tradition and Change in Post-Keynesians Economics*, Palgrave Macmillan.

Bouguelli R. (2020) « Is shadow banking really akin to banking? A critical analysis in light of monetary theory » *Journal of Post-Keynesian Economics*, volume 43, Issue 1, p. 1-27 <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/01603477.2019.1684826>

Bruun C. et Heyn-Johnsen C. (2009) «The Paradox of Monetary Profits: An Obstacle to Understanding Financial and Economic Crisis? », *ejournal/economics/2009-52*. <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2009-52>

Combemale P. et J-J. Quilès (1991) *L'économie par le circuit. Comprendre la macroéconomie*, Paris, Nathan.

Godley W. et M. Lavoie (2007) *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave Macmillan.

Graziani, A. (1984), 'The debate on Keynes's finance motive', *Economic Notes*, 1(1), p. 15–33.

Graziani A. (2003) *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press.

Guerrien B. (2003) *Economie critique*, « Concurrence et profit nul. Sur les incohérences de la théorie néoclassique de la répartition ». <http://bernardguerrien.com/wp-content/uploads/2017/07/concurrence-et-profit-nul.pdf>

Guerrien B. (2019) *Economie critique*, « En finir avec IS ». <http://bernardguerrien.com/wp-content/uploads/2017/07/EnFinirAvecIS.pdf>

Keen S. (2008) « Keynes's "revolving fund of finance" and transactions in the Circuit » in R. Wray et M. Forstater (dir.), *Keynes and Macroeconomics after 70 years. Critical Assessments of The General Theory*, Elgaronline. [https://www.researchgate.net/publication/253226120\\_Keynes's\\_'revolving\\_fund\\_of\\_finance'\\_and\\_transactions\\_in\\_the\\_Circuit](https://www.researchgate.net/publication/253226120_Keynes's_'revolving_fund_of_finance'_and_transactions_in_the_Circuit)

Keen, S. (2010) « Solving the Paradox of Monetary Profits », *ejournal/economics/2010-31*. <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2010-31>

Keynes J.M. (1937) « Alternative theories of the rate of interest », *The Economic Journal*, n° 47(186), p. 241-52.

Lavoie M. (2019), « Modern Monetary Theory and Post-Keynesian Economics », *Real World Economic Review*, n° 89, p. 97-08. <http://www.paecon.net/PAERReview/issue89/Lavoie89.pdf>

Marx K. (1885) *Le Capital*, Folio Essais, Gallimard, 1963.

Mitchell W., R. Wray et M. Watts (2016) *Modern Monetary Theory and Practice: An Introductory Text*, CreateSpace Independent Publishing Platform.

Mitchell W., R. Wray et M. Watts (2019) *Macroeconomics*, CreateSpace Independent Publishing Platform.

Rochon L-P. (1999) *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Rochon L-P. (2009) « The Existence of Profits within the Monetary Circuit: Some Unanswered Questions Revisited » in Ponsot J. et Rossi S. (dir.) *The Political Economy of Monetary Circuits. Tradition and Change in Post-Keynesians Economics*, Palgrave Macmillan.

Rochon L-P. (2019) « MMT and TINA » *Real World Economic Review*, n° 89, p. 156-166. <http://www.paecon.net/PAERReview/issue89/Rochon89.pdf>

Waller C. et L. Ricketts (2014) « The Rise and (Eventual) Fall in the Fed's Balance Sheet » *Federal Reserve of St Louis*. <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2014/the-rise-and-eventual-fall-in-the-feds-balance-sheet>

Wray R. (2012) *Modern Monetary Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* Palgrave Macmillan.

Wray R. (2019) « Alternative Paths to Modern Monetary Theory », *Real World Economic Review* n° 89, p. 5-21. <http://www.paecon.net/PAEReview/issue89/Wray89.pdf>