

# Une économie fondée sur l à dette - y a-t-il une issue ?

---

*Version française du transcript, fondée sur les sous-titres définitifs soigneusement vérifiés.*

## Ouverture

Bonjour et bienvenue. Je m'appelle Samuel et je viens de Positiva Pengar, la branche suédoise de l'International Movement for Monetary Reform. C'est vraiment formidable de vous voir si nombreux. Nous avons en fait dépassé les 300, comme prévu. C'est excellent. Nous sommes réunis du monde entier pour ce webinar : « Une économie bâtie sur l à dette ». Y a-t-il une issue ? L à dette mondiale a récemment atteint un record historique de 348 000 milliards de dollars. C'est plus de trois fois la taille de l'économie mondiale. Crédits immobiliers, prêts à la consommation, dette des entreprises, déficits publics continuent de croître à une vitesse extraordinaire. Pourquoi ? Il existe une raison dont on ne parle presque jamais aujourd'hui.

La monnaie elle-même est créée comme dette. Pour ceux d'entre vous qui découvrent totalement ce sujet, voici une explication très brève de la manière dont tout cela fonctionne. Vous allez dans une banque et vous empruntez 100 000 dollars. Vous êtes désormais endetté. Vous avez promis de payer 100 000 à la banque à l'avenir. Vous recevez aussi le montant sur votre compte bancaire. Rien d'étrange jusque-là. Mais attendez une minute. Vous êtes-vous déjà demandé d'où venait réellement cet argent ? La réponse est qu'il a été créé à partir de rien. La banque ne l'a pas d'abord emprunté à quelqu'un d'autre pour vous le prêter ensuite. Elle a simplement saisi ce montant dans son ordinateur et, abracadabra, de la nouvelle monnaie est créée.

C'est ainsi que la nouvelle monnaie entre aujourd'hui dans l'économie. Les banques prêtent la monnaie pour la faire exister. De plus, cette nouvelle monnaie est elle aussi une dette. C'est une promesse de vous payer en espèces si vous allez, par exemple, à un distributeur retirer des billets. La monnaie numérique n'est que le passif des banques envers leurs clients. C'est ce que nous utilisons aujourd'hui comme moyen de paiement. L'origine de presque toute la monnaie numérique est un prêt, et, de plus, la monnaie est elle-même une dette. Alors, quel est le problème avec toutes ces dettes ? Le problème avec cette montagne, c'est qu'elle ne cesse de grandir. Disons que le revenu de ces personnes est leur vitesse d'ascension.

Si le PIB augmente, leur revenu augmente et elles grimpent plus vite. Le problème, c'est simplement que la masse monétaire et donc les dettes correspondantes ont, depuis longtemps, augmenté deux à trois fois plus vite que le PIB. Autrement dit, aujourd'hui, la montagne de dette grandit bien plus vite qu'ils ne peuvent grimper. Cela signifie qu'ils n'atteindront jamais le sommet. Ce n'est évidemment pas une situation durable. Que devons-nous faire ? Existe-t-il une issue pour sortir de dessous cette montagne de dette

toujours croissante ? Pour nous aider à répondre à cette question, nous, 23 organisations travaillant pour une meilleure économie, avons invité le Dr Michael Kumhof. Michael est un chercheur de premier plan en économie monétaire, qui a récemment travaillé comme chercheur senior à la Bank of England.

Michael possède une connaissance approfondie de la monnaie, des banques et du système financier. Il est particulièrement compétent pour construire des modèles et simulations macroéconomiques qui nous aident à comprendre comment fonctionnent différents systèmes monétaires et leurs conséquences possibles. Il a même travaillé au Fonds monétaire international, le FMI, et développé son principal modèle de simulation de l'économie mondiale. Par son analyse économique rigoureuse, ses articles influents et ses conférences réfléchies, il a joué un rôle clé pour introduire la monnaie sans dette et la réforme monétaire dans le débat académique et public. C'est donc un grand plaisir de vous avoir parmi nous, Michael.

Nous attendons votre intervention avec beaucoup d'intérêt. Peut-être pourriez-vous commencer par nous raconter comment vous vous êtes engagé dans ces questions et ces sujets.

### **Entretien : comment Michael en est venu à ces questions**

Merci pour cette aimable présentation. L'histoire remonte à peu près à l'année 2006, lorsque je travaillais au FMI. Je construisais leur modèle économique mondial. C'était encore un travail en cours à l'époque. J'ai commencé à m'inquiéter fortement de la situation sur les marchés financiers américains. Je suis un ancien banquier. J'ai accordé des prêts pendant 5 ans chez Barclays Bank, au Royaume-Uni, au Portugal et à Singapour. J'ai vu ce qui était rapporté sur les pratiques bancaires et je suis devenu très inquiet, et j'ai commencé à lire sur les questions monétaires et aussi sur la réforme monétaire à cette époque. C'était encore assez informel. Puis, en 2008, lorsque la crise a vraiment éclaté, j'ai commencé à lire plus sérieusement un certain nombre de livres.

En particulier des livres publiés à l'époque de la Grande Dépression. Les grands penseurs économiques aux États-Unis parlaient tous du système monétaire comme de l'origine clé de la crise. C'est cela qu'il nous faut corriger si nous voulons nous assurer qu'une telle chose ne se reproduise jamais. À cette époque, comme le documente un très bon livre de Ronnie Phillips, deux propositions étaient débattues. L'une était le plan de Chicago, défendu par la majorité des grands macroéconomistes de l'époque. L'autre était ce qui est devenu Glass-Steagall, moins radical et donc confronté à moins de résistance du secteur bancaire et du secteur financier. Mais le secteur financier ne pouvait pas faire grand-chose contre l'élan très fort en faveur d'une réforme financière.

Finalement, Glass-Steagall est devenu loi et a sans doute beaucoup aidé pendant plusieurs décennies par la suite. Ce que j'ai lu, ce sont divers livres sur cette période, puis je suis tombé sur « 100% Money and the Public Debt » d'Irving Fisher. Un petit ouvrage très clair et concis, de moins de 50 pages, qui exposait ses arguments. Il m'est immédiatement apparu qu'avec la boîte à outils que j'avais construite au FMI, je pouvais essayer de modéliser ses propositions de réforme et voir ce qui se passerait. J'y ai travaillé en plus de mes autres fonctions ; cela a pris un ou deux ans, je ne pouvais pas le faire à plein temps. J'ai publié

l'article sur le plan de Chicago en 2012, dans une forme que je juge encore aujourd'hui assez rudimentaire, car il y avait quelques problèmes de modélisation.

Puis j'ai été invité dans de nombreuses banques centrales, et j'ai présenté cet article dans beaucoup d'endroits. C'était encore dans le sillage de la crise financière mondiale, et les gens s'intéressaient à ces sujets, comme toujours après une crise. Puis ils se rendorment. Lorsque j'ai rejoint la Bank of England, j'ai eu des conversations intéressantes avec Andy Haldane, qui était mon responsable à l'époque, et cela m'a conduit, sous son inspiration, à examiner la question liée des monnaies numériques de banque centrale. Le Bitcoin devenait alors de plus en plus visible. La question naturelle était donc : et si les banques centrales émettaient une monnaie électronique de ce type ? J'ai compris que c'était en fait comme un petit cousin du plan de Chicago, beaucoup plus modeste, parce qu'il laisserait les banques faire ce qu'elles font aujourd'hui.

Mais il créerait ce qu'on appelle des banques étroites, adossées à des réserves, à côté de nos banques existantes, et cela aiderait l'économie. Mes recherches ont établi qu'il existe diverses raisons de penser que cela serait aussi très bénéfique. L'article que nous avons ensuite publié avec mon coauteur John Barrdear en 2016 à la Bank of England a forgé l'acronyme CBDC. Ce fut le point de départ d'une longue littérature, qui s'est développée, et toutes les banques centrales y contribuent maintenant sous une forme où une autre. Je n'aurais jamais pu l'imaginer en 2016, mais la CBDC est devenue une idée très courante. Ce qui signifie aussi que le plan de Chicago, une idée étroitement liée mais beaucoup plus radicale, devrait lui aussi pouvoir être discuté.

Cela montre simplement ce qui se passerait si l'on poussait l'idée des CBDC jusqu'à son terme logique. C'est-à-dire que toute la monnaie en circulation serait une forme de CBDC. Voilà donc l'histoire. Si nous regardons aujourd'hui, quelle est votre force motrice pour continuer à vous intéresser à l'organisation du système monétaire ? Pourquoi s'en préoccuper ? Nous sommes toujours dans la même situation. On peut même dire que nous sommes dans une situation encore plus précaire si une nouvelle crise financière survient, car nous avons maintenant des niveaux de dette encore plus élevés. Il y a donc davantage de fragilité. Touchons du bois, cela n'arrivera pas, mais si cela arrive, il y aura un problème.

Les préoccupations sont donc vraiment inchangées. Mais si vous m'interrogez à un niveau plus philosophique, c'est une question de justice. Le système monétaire existant, comme je l'expliquerai dans mon intervention, n'est pas juste. Il pourrait exister un bien meilleur système monétaire qui répondrait bien mieux aux besoins du citoyen ordinaire que celui que nous avons aujourd'hui. C'est vrai à la fois en termes de niveau d'activité économique que nous pouvons atteindre avec un meilleur système financier. En faisant abstraction de toute crise et de tout cela, et en se demandant simplement combien d'activité en plus nous pourrions avoir avec un système financier différent. Et aussi les crises, car elles peuvent être extrêmement douloureuses pour beaucoup de gens, comme l'a été la crise de 2008.

Si la prochaine devait survenir, nous verrions de nouveau beaucoup de souffrance et beaucoup de tension, et je soutiens que ce n'est pas nécessaire. La justice est la valeur au niveau le plus élevé. C'est cela, la motivation. Les économistes aiment faire la moue devant des notions comme la justice. Je ne suis pas d'accord avec cela. Vous n'avez même pas besoin d'aller jusque-là. Vous pouvez simplement demander : pourrions-nous avoir une production plus élevée ? Pourrions-nous avoir moins de volatilité avec ce système

économique ? Pour un économiste, c'est une valeur en soi, n'est-ce pas ? Nous n'avons pas besoin de parler de justice. C'est très intéressant pour le large public que nous avons ici aujourd'hui.

Je pense qu'il existe aussi d'autres raisons de se soucier du système monétaire, pas seulement économiques. C'est aussi une question de valeurs. Merci de nous l'avoir expliqué, et poursuivons avec votre présentation.

## **Présentation : l'alternative du plan de Chicago**

Nous avons déjà pris 50 minutes, alors entrons directement dans le vif du sujet. Votre thème était une économie bâtie sur l à dette. J'ai mis un point d'interrogation, puis je dis : l'alternative du plan de Chicago, et normalement j'ai ici une clause de non-responsabilité, mais je n'en ai plus besoin, car je ne travaille plus pour la Bank of England depuis environ un mois et demi. Voici l'introduction. Nous avons donc déjà parlé d'une partie de cela dans les années 1930. Le plan de Chicago est issu d'un débat profond, vraiment très profond, sur la manière de rendre le système financier plus sûr après la dépression. À bien des égards, je dirais que ce débat était alors plus fondamental, plus profond que le débat qui a suivi la crise de 2008, ce qui est étonnant quand on y pense.

Cette réforme était soutenue par Irving Fisher, Henry Simons, Frank Knight, Milton Friedman, pour les économistes parmi vous. C'étaient vraiment les grandes figures de leur temps. Milton Friedman est arrivé une où deux décennies plus tard. C'étaient les fondateurs de l'école de Chicago d'économie de marché. Ils voyaient le contrôle de la monnaie comme une condition préalable aux marchés libres dans l'industrie. Ce sont les marchés libres et l'industrie qui les préoccupaient. Les premiers défenseurs du marché libre auraient adhéré aux idées que je présente aujourd'hui, même si les défenseurs actuels du marché libre, dans une large mesure, ne le feraient pas. Demandez-leur pourquoi. Bien. En résumé, le plan de Chicago proposait de séparer les fonctions monétaire et de crédit des banques, en établissant des types d'institutions distincts : des banques monétaires, dont les dépôts doivent être garantis à 100 % par de la monnaie publique.

On pourrait aussi configurer cela comme des personnes détenant directement des comptes de dépôt à la banque centrale, mais une banque monétaire serait un intermédiaire pour de tels comptes. Et nous avons des banques de crédit. Elles pourraient financer le crédit pour ceux qui en ont besoin, mais pas comme aujourd'hui, par la création ex nihilo, à partir de rien, de monnaie privée. Elles ne pourraient le faire que par le prêt de monnaie publique, et dans les diapositives suivantes, j'expliquerai en détail ce que cela signifie.

## **Comment fonctionne vraiment la banque**

Donc, sur la diapositive deux, pour comprendre les banques d'aujourd'hui, je fais deux points importants. Les banques dans leur ensemble n'intermédièrent pas des fonds prêtables préexistants. Il y a la théorie bancaire des fonds prêtables, qui domine une grande partie de la littérature académique, selon laquelle la banque reçoit un dépôt de fonds prêtables puis le prête à quelqu'un d'autre. Cette théorie est une absurdité complète, car il n'existe pas de fonds prêtables. La chose importante à garder à l'esprit ici, c'est de penser aux banques

dans leur ensemble. C'est très important, car les gens aiment penser à une banque individuelle lorsqu'ils parlent du rôle macroéconomique des banques, mais c'est incomplet.

Il faut penser au système bancaire dans son ensemble, car je peux tirer un chèque sur mon compte dans ma banque, le déposer dans une autre banque, et il semble que l'autre banque reçoive un dépôt, mais pas le système bancaire dans son ensemble. J'ai simplement déplacé mon dépôt, et si je consolide toutes les banques en les appelant le secteur financier, rien n'a changé, et c'est cela qui compte au niveau macroéconomique. Les banques dans leur ensemble n'acceptent pas non plus de dépôts de la part des non-banques. Elles créent des dépôts au moment où elles accordent des prêts, et Samuel en a déjà expliqué un peu le principe au début. Cela a deux implications. L'une est ce que j'appellerais l'efficacité, où le niveau du PIB si vous préférez, où le niveau de bien-être, et cela implique qu'une création monétaire adéquate charge l'économie de dette.

On ne peut pas créer de monnaie sans créer aussi de la dette, et cela est vrai dans l'économie actuelle ; dans une économie typique, les espèces restent une forme de monnaie sans dette, mais elles ne représentent, disons, que 3 % de la masse monétaire totale. Le reste, ce sont les dépôts bancaires, 97 %. Ils ne peuvent être créés que par la dette. C'était l'efficacité. La seconde implication est la volatilité. Ce sont les fluctuations du PIB et de l'activité économique réelle. Ici, ce que le système actuel implique, c'est que les banques peuvent lancer rapidement un boom du crédit en imprimant simplement de la monnaie. Quand je dis imprimer, je mets cela entre guillemets. Imprimer électroniquement, n'est-ce pas ?

Vous imprimez électroniquement cet argent sur votre ordinateur. D'accord ? Cela peut très vite lancer un boom du crédit. Cela peut aussi provoquer très vite un effondrement du crédit. Le plan de Chicago changerait cela. Il ferait, et j'y reviendrai en détail dans un instant, que la plupart des dettes publiques et privées seraient remplacées par de la monnaie publique. La dette dans toute l'économie diminuerait donc fortement. Les banques de crédit ne pourraient intermédiaire que de la monnaie souveraine. Elles seraient désormais des intermédiaires, mais de monnaie souveraine, qui n'existait pas auparavant, sauf sous forme d'espèces, ce qui est négligeable. Les banques ne pourraient plus créer sur leurs ordinateurs de la monnaie privée fondée sur la dette.

Voilà donc ce que représente le plan de Chicago. Regardons cela. Cela décrit simplement le système existant. Ce n'est pas le plan de Chicago. C'est simplement le système bancaire existant, et le petit graphique en haut est un bilan. Dans un bilan, les actifs se trouvent du côté gauche, et les passifs et les fonds propres du côté droit. En haut se trouve ce modèle de banque à la Mickey Mouse que beaucoup de gens utilisent pour expliquer le fonctionnement bancaire, et au niveau microéconomique, il est complètement faux. L'histoire dit qu'un épargnant dépose de l'argent à la banque. La banque le prend ensuite et le prête à quelqu'un d'autre. Cela n'a absolument aucun sens. Je vous donne maintenant un exemple.

Qu'est-ce qui pourrait être déposé ici ? Si je donne une conférence quelque part, quelqu'un me paie 1 000 dollars pour cela et je reçois un chèque de cette personne, puis je vais à ma banque et le dépose. Alors que fait cette banque ? Au moment où la banque reçoit ce chèque, elle augmente mon dépôt, mais elle acquiert une créance sur la banque sur laquelle mon chèque est tiré pour encaisser les fonds sous-jacents. D'accord ? Cette banque gagnera alors des réserves, des réserves de banque centrale, que les banques détiennent à

la banque centrale afin de régler leurs soldes entre elles. Cette banque, ma banque, dans laquelle je dépose le chèque, voit ses dépôts augmenter. L'autre banque voit ses dépôts diminuer.

Le système bancaire, lui, ne change absolument pas. Ce ne peut pas être ce que les gens ont en tête lorsqu'ils parlent du modèle du haut sur le fonctionnement des banques. Comme je le montre dans certains de mes autres articles, cela ne fonctionne littéralement que si les gens vont à la banque et y apportent des biens. Ils apportent littéralement du blé, des gadgets ou autre chose à la banque, le déposent sur le parvis, et la banque le prête ; or, j'ai travaillé 5 ans dans une banque. Je n'ai jamais vu cela arriver. Ce qui arrive, ce sont des dépôts de chèques, et ces dépôts n'augmentent pas les dépôts agrégés. Comment les dépôts agrégés augmentent-ils ? C'est ce qui se passe en bas. Ce que j'ai appelé dans d'autres articles le financement par création monétaire.

Dans ce cas, il n'y a ni épargnant ni emprunteur. Il y a une entité qui vient à la banque, exactement comme Samuel l'a montré au début, et reçoit à la fois un prêt et un dépôt. Elle prendra le dépôt et le fera circuler, mais il pourra aussi revenir. Cela peut être l'entreprise qui paie ses travailleurs avec le dépôt. Mais les travailleurs dépensent ensuite pour les biens de l'entreprise, afin de ramener le dépôt vers l'investisseur. C'est ainsi que de la monnaie de dépôt supplémentaire peut être créée par les prêts, et aussi par des achats de titres, mais c'est quantitativement beaucoup moins important. Il existe d'autres activités encore moins importantes qui peuvent faire cela. Je suis allé aussi loin parce que les réformateurs des années 1930, Irving Fisher au premier chef, comprenaient très bien cela.

Ils comprenaient que ce qui se passe en bas peut se produire en excès. Si cette banque décide que tout va bien, que l'économie va beaucoup progresser, et qu'elle va créer beaucoup de dépôts supplémentaires. Rien ne la limite, sauf sa propre perception de la rentabilité et de la sécurité de l'opération. Et cette perception peut ne pas toujours être juste, ce qui peut provoquer un boom du crédit. Alors que si ce qui se passe en haut était vrai, ce qui n'est pas le cas, cette banque devrait toujours regarder par-dessus son épaule. Regarder l'épargnant et dire : cet épargnant va-t-il me confier son argent avant que je le prête à quelqu'un d'autre ? Ce n'est pas ce qui se passe. La banque n'a pas besoin de regarder derrière elle.

Elle doit seulement être sûre, selon son propre jugement, que cela sera sûr et que cela sera rentable.

## **Modéliser le plan de Chicago**

Je vais maintenant passer au plan de Chicago, et je suis modélisateur économique. Le modèle du plan de Chicago compte 200 équations, où quelque chose comme cela. C'est mon métier. Pour la présentation d'aujourd'hui, j'ai retiré presque tout afin de vous présenter ce modèle. Il existe un modèle économique crédible en dessous. J'ai omis presque toutes les mathématiques sous-jacentes au modèle, à l'exception des bilans et de la contrainte budgétaire. C'est parce qu'on ne peut pas vraiment discuter du plan de Chicago ou de toute réforme monétaire sans être très précis sur ce qui arrive aux bilans et aux budgets. Si vous voulez prendre cela au sérieux, étudiez la comptabilité, car une grande partie de tout cela relève de la comptabilité, et il n'y a pas moyen d'y échapper.

Sinon, on ne peut pas être assez précis. Je vous donnerai quelques exemples de cela plus tard. Et l'on peut alors finir par avancer des affirmations extravagantes sur ce que la monnaie sans dette pourrait accomplir. Alors que cela n'a en réalité aucun appui dans les bilans ni dans les contraintes budgétaires. Très bien, ce n'est que l'introduction. Dans ce modèle, les ménages ont des préférences en matière de consommation et d'heures travaillées, c'est-à-dire leur offre de travail. Il existe ce qu'on appelle des fonctions de production, où la production est réalisée à partir du capital et du travail. L'élément suivant est que les dépôts dans les banques sont indispensables à l'activité économique réelle.

Si je veux consommer, investir, ou payer mes travailleurs, j'ai besoin de dépôts, sinon tout s'arrête. Quatrième point : les banques créent ces dépôts en accordant des prêts, et elles utilisent des garanties pour s'assurer que les prêts seront remboursés. Puis il y a la contrainte budgétaire. Comme je le dis ici, je n'ometts pas les mathématiques, même si je les présente ici de manière très, très stylisée. Pour un ménage, une contrainte budgétaire se lit ainsi :  $\text{dépôts moins prêts} = \text{revenu brut moins dépenses brutes}$ . D'accord,  $\text{revenu brut moins dépenses brutes}$ , c'est ce qu'on appelle couramment l'épargne. L'épargne est un concept physique. Mon revenu brut vient du fait d'aller travailler, de faire fonctionner une machine et de faire apparaître des produits, et d'être payé pour cela.

Les dépenses brutes consistent ensuite à aller au magasin et acheter ces produits. La différence entre les deux est l'épargne. C'est un concept physique. Il a quelque chose à voir avec des activités économiques réelles. Les dépôts, en revanche, ne sont pas un concept physique. Ce sont un concept financier. Ils peuvent être créés dans des registres, sur des bilans, et les registres modernes sont tous informatiques. Ainsi, les dépôts dont les gens ont besoin pour se payer peuvent être créés par la banque au moyen de prêts. Ce que vous voyez du côté gauche, c'est que la richesse que le ménage peut accumuler finalement par l'épargne est la différence entre les dépôts et les prêts. Les dépôts eux-mêmes sont de la richesse brute, pas de la richesse nette.

Les dépôts moins les prêts constituent la richesse nette. Cela montre que si ce ménage ou cette entreprise veut obtenir plus de dépôts, elle peut le faire en obtenant plus de prêts. Si les deux éléments du côté gauche de cette équation changent d'un million, rien n'a besoin de changer du côté droit. Cette personne a maintenant un million de plus en dépôts et peut aller acheter des choses qu'elle ne pouvait pas acheter auparavant. L'épargne elle-même ne peut pas augmenter les dépôts, et j'ai déjà expliqué pourquoi en parlant de ce qui se passe si j'essaie d'épargner mes honoraires de conférence. Ce qui se passe, c'est que la personne qui me paie désépargne, et rien ne change au niveau agrégé.

Voilà l'histoire. Pour les banques, il existe un modèle très élaboré derrière cela, mais, là encore, je dois montrer un bilan. Le bilan des banques est :  $\text{prêts plus obligations d'État} = \text{dépôts plus valeur nette}$ . Leurs actifs sont des prêts, et les autres actifs sont des obligations d'État. Dans certains pays, les obligations d'État sont très importantes, comme par exemple en Hongrie, où je viens de passer quelque temps. Les obligations d'État et les réserves de banque centrale représentent presque la moitié du total des bilans bancaires. Aux États-Unis, c'est beaucoup moins, car la plupart des obligations d'État sont détenues non par des banques commerciales, mais par d'autres institutions financières.

Au passif, j'ai regroupé toutes sortes de dépôts - dépôts à vue, dépôts à terme, dépôts d'épargne - dans un seul compte agrégé, les dépôts, car ici l'enjeu est de comprendre, pas

tellement de modéliser chaque détail du fonctionnement bancaire. D'accord. Puis j'impose que ces banques doivent conserver du capital afin de ne pas enfreindre les règles de solvabilité de Bâle. C'est un détail technique, mais il est important. Ensuite, elles fixent de manière optimale les marges entre ce que j'appelle les taux de prêt de gros et le taux directeur. Le taux directeur est celui dont vous lisez toujours parler dans les journaux, celui que la Fed où votre propre banque centrale, où que vous soyez, appelle le taux directeur.

Ensuite, nous avons des banques de dépôts de détail, car, pour des raisons analytiques, je décompose le secteur bancaire en ces trois éléments. Les banques de dépôts de détail ont un pouvoir de marché vis-à-vis des détenteurs de dépôts de détail, et elles peuvent fixer une marge où le taux des dépôts de détail est inférieur au taux directeur, et les ménages acceptent de vivre avec cela. Ils acceptent de recevoir un intérêt très faible sur leurs dépôts, voire nul, parce que s'ils n'ont pas de dépôts, ils ne peuvent pas consommer ni investir, et les entreprises ne peuvent pas payer leurs salariés. Ils sont donc coincés, n'est-ce pas ? Les banques leur offrent une porte de sortie. L'un des avantages des banques est qu'elles peuvent alors payer des taux plus bas.

Ensuite, nous avons les banques de prêt de détail, du côté des actifs du secteur bancaire. Elles doivent être rémunérées pour le risque de défaut de l'emprunteur, et je pense que c'est là que les banques ajoutent vraiment de la valeur. Comme je l'ai dit, j'ai travaillé dans la banque, et je me souviens avoir suivi différents projets et projets d'investissement de nos clients. Bien sûr, c'est avant tout la responsabilité de l'entreprise, mais le banquier peut apporter de la valeur en mobilisant son point de vue, sa connaissance du secteur, etc., et aider à en faire un bon prêt, et finalement un bon projet d'investissement réel. Ces banques de prêt de détail fixent alors des marges entre les taux de prêt de détail et de gros afin de les rémunérer pour ce risque.

D'accord. Voilà pour les banques. Je ne fais ici qu'esquisser le modèle, mais il y a un modèle derrière tout cela, et je vais vous montrer de nombreuses simulations qui seront fondées sur ce modèle. D'accord. J'ai une classe d'agents appelés investisseurs obligataires, qui détiennent et arbitrent les obligations d'État et les dépôts bancaires de gros. Nous n'avons pas besoin d'y consacrer du temps.

## **Politique monétaire et politique budgétaire**

Nous arrivons maintenant aux politiques monétaire et budgétaire, et rappelez-vous que c'est le modèle avant la mise en œuvre du plan de Chicago. On peut y voir le modèle de notre système actuel, même si l'étalonnage a plutôt été fait pour 2019, quelque chose comme cela. Nous avons la politique monétaire, c'est-à-dire le taux d'intérêt que la banque centrale paie sur les réserves, et l'on suppose, comme en pratique, qu'il augmente avec l'inflation anticipée. Si la banque centrale prévoit que l'inflation va dépasser sa cible d'un point de pourcentage, elle tend à relever le taux d'intérêt d'au moins 1,5 point de pourcentage afin de reprendre le contrôle de l'inflation. Puis, en politique budgétaire, nous avons une règle de déficit où les déficits augmentent quand l'économie est molle, c'est-à-dire quand elle est en récession, que les gens n'ont pas assez de travail, ne consomment pas assez, etc.

La politique budgétaire stimule alors l'économie par les déficits. On peut y voir les stabilisateurs automatiques, terme courant qui reflète l'idée que, par exemple, les allocations

chômage et certaines formes de transferts dépendent de l'état de l'économie et augmentent si l'économie est en récession. Cela aide automatiquement à stabiliser un peu l'économie, sans que l'autorité budgétaire ait à faire autre chose. C'est intégré. D'accord. Maintenant, après le plan de Chicago, et je vais vous le montrer avec deux équations ici, puis plus tard avec les bilans. Le point important à souligner est que je suppose que les préférences des ménages, les fonctions de production, la technologie bancaire, rien ne change.

Même les valeurs attachées à certains paramètres clés du modèle ne changent pas. Le seul changement que je suppose est que les dépôts des banques sont appelés DT. Nous l'avons vu plus tôt dans le bilan du secteur bancaire. Revenons ici. Les dépôts sont là-haut, dans la première équation en haut de la page. C'est le DT que j'ai ici. DT est égal à MT. Qu'est-ce que MT ? MT est quelque chose de nouveau. Ce sont des réserves auprès de la banque centrale. Les dépôts doivent être couverts par des réserves à la banque centrale. La manière dont cela se passe en pratique est une question très importante, qui exige une mécanique de bilan, et nous en parlerons. C'est l'état final qu'exige le plan de Chicago.

Nous verrons comment y parvenir. Ensuite, nous avons les banques de crédit, où les prêts sont égaux à ce que j'appelle le crédit du Trésor, qui pourrait aussi être du crédit de banque centrale. C'est un prêt du secteur public à la banque, plus les fonds propres. On pourrait aussi très bien avoir, et ce n'est que dans le modèle, que ce crédit du Trésor ne soit pas très important, et que les dépôts privés à long terme soient une source principale de financement des banques de crédit. Cela suppose que les banques de crédit se financent par une combinaison de leurs fonds propres, des actionnaires, où de dépôts privés, qui toutefois ne peuvent plus être créés ex nihilo par ces banques, et d'une tranche de crédit du Trésor injectable au besoin.

Les flèches que j'ai mises là vous montrent comment cette banque pourrait augmenter son portefeuille de prêts. Nous avons vu plus tôt que si vous remplacez ce F par un D,  $L$  est égal à  $D + N$ , n'est-ce pas ? Nous avons vu que les banques actuelles peuvent augmenter D en augmentant L, n'est-ce pas ? Une simple écriture comptable. C'est quelque chose qu'elles peuvent faire sur leur ordinateur. Personne n'a besoin de déposer quoi que ce soit. Dans cette économie, ce n'est plus vrai. Les gens devraient prendre une partie de leurs dépôts dans les banques monétaires et les transférer aux banques de crédit afin d'obtenir un dépôt privé qui n'est plus de la monnaie mais un investissement, et qui paie donc probablement un bien meilleur taux d'intérêt, mais avec un risque potentiellement bien plus élevé.

La banque détient alors une partie de cet argent, ces dépôts, mais elle ne veut pas vraiment les conserver, car la seule raison pour laquelle elle les attire est qu'elle veut les prêter. Quand elle les prête, cela revient à ces dépôts ici, détenus par le secteur non bancaire, qui peut être des ménages, des entreprises, etc. L'argent circule par les banques de crédit. Il doit être attiré, puis prêté. Attiré puis prêté, plutôt que créé en étant prêté. C'est la distinction essentielle. Dans ce monde, la politique monétaire a trois leviers au lieu d'un. Le premier levier est le même que celui vu auparavant. Il y a un taux d'intérêt sur les réserves, un taux directeur qui augmente avec l'inflation et qui, idéalement, devrait être très agressif.

C'est aussi ce que je supposerai dans certaines de mes simulations. Ensuite, il y a quelque chose de nouveau : le taux d'intérêt payé sur la monnaie publique. Je constate qu'il est optimalement maintenu à un écart fixe sous le taux directeur. Si vous le voulez, mais il faudrait me prouver que c'est réellement bénéfique. Si vous le voulez, vous pourriez le fixer

à zéro et le traiter comme du numéraire. Certaines personnes pensent que la monnaie publique ne devrait pas porter intérêt. Je dirais que si cet intérêt est payé par le secteur public à ses citoyens, c'est une chose complètement différente. C'est différent des taux d'intérêt sur la monnaie dans le système bancaire, qui rapporte un intérêt sur cette monnaie.

Il s'agit alors de recevoir un intérêt de quelqu'un qui a payé cet intérêt sur un prêt. N'est-ce pas ? Ce sont des idées différentes. Il pourrait y avoir un taux d'intérêt sur la monnaie publique, et ensuite un taux d'intérêt sur le crédit public. La monnaie publique est au passif du secteur public ; le crédit public est à l'actif. Ce serait le taux auquel la banque centrale où le Trésor est disposé à émettre de la monnaie supplémentaire afin de satisfaire la demande bancaire de crédit bancaire supplémentaire. On peut facilement être agressif et dire : si les banques veulent lancer un boom du crédit, je l'empêcherai, ou au moins je le modérerai, en facturant un taux d'intérêt plus élevé si les banques en demandent trop.

Comme je le montrerai, c'est en fait très, très efficace. Il y avait quatre avantages du plan de Chicago dans 100% Money de Fisher et à dette publique. Dans nos propres travaux, nous en identifions deux autres, et ils figurent tous dans la section suivante. Le premier concerne une réduction spectaculaire des dettes publique et privée. Voici la transition.

## La transition et ses avantages

Il se passe pas mal de choses ici. Je ne peux pas faire plus simple que cela. Mais ce que vous avez ici, c'est le secteur bancaire des États-Unis avant la transition, c'est-à-dire cette zone jaune en haut. Les zones blanches, non colorées, ont quelque chose à voir avec la transition. La zone verte montre où nous arrivons après une transition vers le plan de Chicago. Je suppose, mais c'est plus ou moins à des fins didactiques. Cela ne doit pas nécessairement se passer ainsi. Cela peut aussi prendre du temps. Je suppose que cela se produit du jour au lendemain, car rien ici n'exige d'épargne ou quoi que ce soit de ce genre. Tout cela relève de la mécanique de bilan. D'accord. Que se passe-t-il ?

C'est un bilan, et les chiffres que vous voyez ici sont approximativement en pourcentage du PIB. Voici les actifs à gauche, les passifs et les fonds propres à droite. Voici les gros dépôts. Les fonds propres représentent 17 % du PIB, et nous avons 50 % du PIB en prêts d'investissement. Les autres prêts, hypothécaires, à la consommation et fonds de roulement, représentent encore 100 %. Les banques détiennent aussi quelques obligations d'État, même si 15 % n'est qu'une petite part du stock total. Le plan de Chicago dit : banques, vous avez ces dépôts, et nous passons maintenant à la transition. Vous devez couvrir ces dépôts par de la monnaie publique, car cette monnaie publique n'existe pas. Je vais la créer à partir de rien, tout comme vous avez créé vos dépôts à partir de rien au cours des 200 dernières années, et je vais la créer à partir de rien cet après-midi.

Je vais créer des réserves pour couvrir vos dépôts contre une reconnaissance de dette. N'est-ce pas ? La reconnaissance de dette vient des banques envers la banque centrale où le Trésor, car les banques n'obtiennent pas ces réserves gratuitement. Elles obtiennent des réserves contre une reconnaissance de dette, contre une dette envers le Trésor. Je dis toujours que cela pourrait être le Trésor où la banque centrale. Pour simplifier, disons désormais que c'est le Trésor, d'accord ? Ce n'est pas obligatoire. Cela pourrait être la banque centrale. D'accord ? Voilà donc ce qui se passe. Ensuite, vous réorganisez les

choses. Vous dites alors : d'accord, je vais scinder cette nouvelle institution en banques monétaires et banques de crédit.

Les banques monétaires sont simples. Ce sont les dépôts couverts par les réserves ici en bas. Ces banques monétaires n'ont pas besoin de conserver de fonds propres, car ces réserves, et donc les dépôts, sont sûrs par construction. N'est-ce pas ? La banque centrale ne peut pas faire défaut sur les réserves, car elle peut toujours en émettre davantage, où bien... nous en parlerons à la diapositive suivante. Les dépôts sont désormais entièrement couverts par des réserves. L'étape suivante concerne les banques de crédit. Les banques de crédit accumulent tous les autres éléments : les fonds propres bancaires, le crédit du Trésor et tous ces différents prêts côté actif. Elles héritent de la partie crédit du bilan précédent, mais elles ont maintenant surtout du crédit du Trésor, cette reconnaissance de dette envers le Trésor, du côté de leurs passifs, ce qu'elles doivent au Trésor.

Je suppose maintenant, et ce n'est qu'une hypothèse, il n'est pas nécessaire de procéder ainsi, qu'une partie du crédit du Trésor est affectée au retrait des obligations d'État à leur échéance, à leur remboursement, car le crédit du Trésor est un actif du secteur public. L'obligation d'État est un passif. Ils peuvent être annulés l'un contre l'autre. Ils peuvent être remboursés de cette manière. Vient ensuite un important dividende citoyen. Ici, je dis : d'accord, le Trésor dispose actuellement d'un énorme compte dans le système bancaire, de quelque chose comme, disons, 25 000 milliards de dollars. En fait, c'est plus que cela, c'est 30 000 milliards. Il dit maintenant : sur cette somme, j'en donne 25 000 milliards à mes citoyens, et chacun reçoit la même chose.

C'est égal par habitant. Chaque homme, femme et enfant reçoit la même chose, et dans cet exemple c'est exactement 100 % du PIB. Ils reçoivent des comptes citoyens et peuvent utiliser ces comptes pour les annuler contre leurs prêts. Les comptes citoyens peuvent maintenant être compensés avec cette dette. Ils peuvent être utilisés pour rembourser la dette. Les citoyens n'y sont pas obligés : ils peuvent garder leurs comptes et leurs dettes en même temps. Cela n'a toutefois pas beaucoup de sens, car le taux d'intérêt sur les dettes est bien supérieur à ce qu'ils gagneraient sur leurs comptes citoyens. Il est plus logique pour eux de rembourser. Ainsi, ce que l'État a fait, c'est partager son gain, ce crédit du Trésor, avec ses citoyens.

D'accord. Et c'est pourquoi il y a une réduction à la fois de la dette publique et de la dette privée. Ce que je suppose ici, c'est que l'usage principal de ces gains de bilan réalisés par le Trésor est la réparation des bilans. À la fois la réparation du bilan du secteur public et celle du bilan du secteur privé. Pas des dépenses ni des baisses d'impôts. Les seules dépenses et baisses d'impôts qui seront financées le seront plus tard sur une base durable par les flux issus de la baisse des coûts d'intérêt, et nous en parlerons. Il faut être prudent, car le gain disponible est limité. Ce n'est pas Noël, n'est-ce pas ? On ne peut pas faire tout ce que l'on veut avec une réforme monétaire de ce type.

On peut l'utiliser pour une combinaison de dépenses supplémentaires, de baisse d'impôts et de réparation des bilans. Ici, je dis qu'une grande part sert à réparer les bilans. Vous voyez que la dette privée est passée ici de 150 % du PIB auparavant à 50 % du PIB, ce qui est une amélioration très importante. Revenons maintenant à l'État. Le jaune correspond à l'avant-transition, le vert à l'après-transition. Je ne sais pas quels sont les actifs. L'État ne publie pas réellement un bilan de ce type, mais nous savons que les passifs de dette publique

représentent 75 % du PIB dans cet étalonnage. La création de crédit du Trésor contre réserves est le revers de ce que nous avons vu dans les bilans bancaires.

Puis le remboursement d'une partie de l à dette publique contre du crédit du Trésor : ici, cette dette passe de 75 à 60. Le dividende citoyen est une réduction du crédit du Trésor, accompagnée d'une réduction des fonds propres nets, réserves moins dividende citoyen. Je dois expliquer quelque chose ici. J'ai écrit il y a quelques années un article avec d'éminents juristes où nous expliquons que les réserves de monnaie publique, qui comprennent les espèces, mais aussi les réserves qui seraient créées ici. Cela inclut aussi les réserves qui seront créées lors de l'émission de CBDC, et elles ne sont pas une dette de l'État consolidé. Elles ne sont pas non plus, à strictement parler, identiques aux fonds propres d'une entreprise, mais comme nous l'avons discuté dans cet article à partir de diverses catégories juridiques, les réserves et toute monnaie de banque centrale ressemblent beaucoup plus à des fonds propres qu'à une dette où à un passif.

Nous appelons cel à des fonds propres sociaux, car ces fonds propres sont partagés par tous, et la banque centrale agit comme l'agent de tous pour créer ces fonds propres sociaux. Cela signifie que l à dette publique nette passé ici de ses 75 % du PIB initiaux à 27 % du PIB, soit l à dette publique moins le crédit du Trésor, car le crédit du Trésor est un actif de l'État tandis que l à dette publique est un passif. Le solde net est de 27 %. De 75 % à 27 %. Ces fonds propres que j'ai mentionnés ici passent de zéro dans ce bilan à 48 %. Parce que l'État ne verse pas tout sous forme de dividende citoyen. Une réparation beaucoup plus forte des bilans public et privé est un usage principal, dans ces hypothèses très précises, des gains issus du plan de Chicago.

L'avantage suivant est l'élimination complète des paniques bancaires. C'était au coeur des préoccupations d'Irving Fisher, n'est-ce pas ? Dans le cadre du plan de Chicago, la monnaie est entièrement sûre par construction. Si vous regardez ici en bas à droite, la monnaie, ce sont ces dépôts couverts par des réserves. La monnaie, ce sont les réserves. Il n'y a pas d'actifs comme des prêts du côté des actifs. La quantité de dettes privées ne détermine pas la quantité de monnaie, ni la qualité de la monnaie et sa crédibilité. La performance des dettes privées ne l'affecte pas non plus. Elle est totalement sûre, au moins nominale. Pour l'instant. Pourrait-on encore avoir une ruée sur le système de crédit ?

Eh bien, tout d'abord, oui, c'est possible. Si cela arrivait, le système de paiement resterait sûr à 100 %. La raison pour laquelle nous nous inquiétons aujourd'hui des ruées sur le système de crédit, c'est que le système de crédit et le système de paiement sont étroitement liés. Si le système de crédit s'effondre, le système de paiement aussi. Si le système de paiement s'effondre, les entreprises ne peuvent plus payer leurs salariés. Nous sommes alors dans de très graves difficultés. Ici, les deux sont séparés, et en outre nous avons une source marginale de financement en crédit du Trésor, et la réglementation peut garantir que le financement privé soit uniquement à long terme où en fonds propres, donc les ruées sont bien moins probables.

En fait, Larry Kotlikoff, en 2012, au moment même où je publiais mon plan de Chicago original, à proposé que ce soit des fonds propres. Dans ce cas, ces banques de crédit sont des fonds communs de crédit dont on peut détenir des parts. Et si elles accordent beaucoup de mauvais prêts, c'est comme un krach boursier. Même si un krach boursier n'est pas agréable, ce n'est pas la même chose qu'une crise financière où tout le système de

paiement s'effondre avec lui. N'est-ce pas ? C'est très important. Un bien meilleur contrôle des cycles du crédit. Le privilège de création monétaire des banques est une source majeure des cycles du crédit. Dans le système actuel, les banques ne font jamais face à un risque de financement des prêts, seulement de refinancement des dépôts.

C'est parce qu'une banque sait qu'elle peut toujours financer un prêt en créant un dépôt. Le seul risque est que le dépôt quitte ensuite cette banque précise. Même si le système bancaire dans son ensemble n'est pas en difficulté, cette banque particulière peut l'être, et des problèmes microéconomiques peuvent donc apparaître et se transformer en problèmes macroéconomiques si le système financier n'est pas sûr. En outre, comme les banques ne font pas face au risque de financement des prêts, elles peuvent financer leurs décisions de prêt sur un ordinateur. De plus, l'État garantit cela, explicitement ou implicitement, car le système de paiement dépend de la crédibilité des dépôts. Ainsi, les banques et les déposants n'ont pas besoin de prêter autant attention au risque, et donc vous et moi, en tant que déposants, n'analysons pas les états annuels de notre banque.

Parce que nous pensons que l'appareil réglementaire et public la soutiendra en cas d'urgence. Dans le cadre du plan de Chicago, ce privilège de création est supprimé, et les banques intermédiaires doivent alors persuader les investisseurs d'effectuer un dépôt en étant sûres et en réalisant des investissements qui rapportent un bon taux d'intérêt. L'assurance des dépôts peut être supprimée parce qu'à la limite, cela pourrait ressembler à un investissement boursier, et la Bourse n'est pas garantie par l'État avec un équivalent de la FDIC. Si j'investis dans cette banque, je serai plus prudent, ce qui rend moins probable que la banque déclenche un cycle du crédit, sans toutefois l'exclure totalement.

De plus, et je vais maintenant vous le montrer, la politique contrôle trois outils plutôt qu'un. Ce n'est pas seulement le taux d'intérêt sur les réserves, mais aussi le taux d'intérêt sur la monnaie publique et, plus important encore, le taux d'intérêt sur le crédit du Trésor. Ici, je vous montre une simulation d'un cycle d'expansion et d'effondrement du marché du crédit. Sur l'axe horizontal, vous voyez les trimestres. 32 trimestres, cela fait 8 ans. Le choc commence à la période 8 pour 12 trimestres, soit 3 ans. Les banques prêtent de plus en plus et créent ainsi de la monnaie, ce qui stimule le PIB. Puis soudain, au 13<sup>e</sup> trimestre, elles prennent peur et tout s'effondre. Elles réduisent brusquement le crédit qu'elles accordent, et l'économie s'effondre.

Les lignes rouges ici sont ce que l'on appelle des réponses impulsionnelles, et je les ai simulées avec ce modèle. La ligne rouge correspond au modèle avant le plan de Chicago, et la ligne noire au modèle après le plan de Chicago. Si vous regardez en haut à gauche, le PIB est beaucoup plus volatil pour un choc identique et une économie par ailleurs identique. Il est beaucoup plus volatil dans l'économie pré-CBDC que dans l'économie CBDC. Si vous cherchez les raisons, regardez la deuxième ligne : il y a là différents taux directeurs. Dans la première bulle, vous avez le taux directeur réel, qui est le taux d'intérêt actuel sur les réserves. Sous ce choc, il augmenterait de presque deux points et demi de pourcentage pour faire face à la hausse de l'inflation engendrée par l'expansion initiale.

Puis à la baisse de l'inflation après l'effondrement. Ce taux n'a en fait pas besoin de beaucoup changer dans l'économie du plan de Chicago, car ce qui change à la place, c'est le taux d'intérêt sur le crédit public. Il n'a même pas besoin de changer autant, environ moitié moins que le taux directeur réel dans l'économie actuelle. Mais cela suffit à dissuader les

banques d'accorder autant de crédit, tant que le choc est encore présent. Les banques deviennent plus optimistes, elles veulent accorder plus de crédit, mais maintenant il leur coûtera beaucoup plus cher d'obtenir le financement marginal auprès de la banque centrale. Donc peut-être pas, où du moins pas autant. Et c'est ce qui explique l'amplitude bien plus faible des fluctuations du PIB.

D'accord, des gains de production importants. Ainsi, avec le plan de Chicago, une combinaison de trois raisons produit d'importants gains de production. Il s'agit de taux d'intérêt réels plus bas grâce à des niveaux d'endettement plus faibles, de taux d'imposition plus bas grâce aux améliorations budgétaires, et d'une liquidité plus abondante. Je parlerai surtout des deux premiers ici. C'est un graphique. Ne vous inquiétez pas. Il à l'air très confus, mais ce n'est qu'une vue d'ensemble. Je vais ensuite zoomer. C'est une simulation de transition vers le plan de Chicago, où à gauche nous partons de l'économie actuelle. Ces petites portions plates, dans le très, très long terme, sont ce qu'indiquent les lignes rouges en pointillés.

Nous allons vers un nouvel équilibre qui met longtemps à être atteint. Sur l'axe horizontal, j'ai 100 trimestres, soit 25 ans ; cela prend longtemps. C'est presque comme une réforme structurelle, parce que les impôts changent, les taux d'intérêt réels changent, et l'accumulation de capital change donc aussi. Il faut du temps pour que cela se reflète dans le stock de capital, d'où cette durée. Zoomons maintenant pour voir ce qui se passe ici. Nous avons ici une forte baisse de l à dette publique nette. Regardez seulement les éléments dans la bulle. Oui. L à dette publique brute était de 75 % et passé à 60 % à long terme. Nous l'avons déjà vu plus tôt, avec quelques fluctuations de court terme. Le crédit public, c'est-à-dire le crédit net du Trésor que nous avons vu plus tôt, passé de zéro à quelque chose comme 48.

L à dette publique nette est l à dette publique brute moins le crédit public, et elle passé à 27 %, comme nous l'avons dit plus tôt. Il y a une forte baisse de l à dette publique. Ensuite, il est vraiment reconnu que lorsque l'effet de levier diminue, et il existe aussi une littérature empirique à ce sujet. Quand l'effet de levier diminue, y compris pour le secteur public, le taux d'intérêt que le secteur public doit payer sur s à dette restante baisse. Ici, le taux directeur passé de 3 % à 220 où 230 points de base à long terme, après de fortes fluctuations de court terme sur lesquelles je ne vais pas m'attarder. Cela a à voir avec les effets inflationnistes d'une réforme comme celle-ci, que le taux directeur devra gérer à court terme.

À long terme, moins de dette signifie une dette moins risquée, donc des taux d'intérêt réels plus bas, et des taux d'intérêt réels plus bas signifient plus d'accumulation de capital. Cela stimulera aussi une offre de travail plus élevée, ce qui signifie un plus grand bien-être économique. Ensuite, si l'État doit payer beaucoup moins sur s à dette et qu'en plus de tout cela il reçoit maintenant de bons revenus de seigneurage issus des transferts de création monétaire de la banque centrale. La situation budgétaire s'améliore grâce à cela, car le financement devient beaucoup moins coûteux sur l'ensemble du plan budgétaire. Et je suppose que cette économie est réinjectée dans la baisse des impôts sur le travail, le capital et la consommation.

Comme chacun le sait, et si vous parlez à n'importe quel chef d'entreprise, les impôts sur le capital découragent l'accumulation de capital, et l'impôt sur le travail décourage l'offre de travail. Je pensais autrefois, en libéral urbain, que tout cela n'était que de la théorie. Mais

parlez à un chef d'entreprise et il vous le dira, d'accord. Beaucoup d'entre vous sont peut-être chefs d'entreprise, et cela ne vous est pas étranger. Mais regardez les chiffres : l'impôt sur le travail, par exemple, passé de 25 % à environ 19 % à long terme, pas à zéro. Donc cette réforme n'est pas Noël, et je l'ai déjà mentionné. Je suppose qu'une grande partie des gains initiaux a servi à réparer les bilans, et je n'utilise que les améliorations durables ultérieures dues à des taux d'intérêt plus bas pour réduire les impôts.

Je pourrais aussi les utiliser pour augmenter les dépenses, mais alors la baisse des taux d'imposition serait encore plus faible, n'est-ce pas ? Parce qu'il n'y a qu'une quantité limitée à répartir. Le gain est fini. Cela souligne l'importance d'étudier non seulement les bilans, mais aussi les contraintes budgétaires. Disposer d'une monnaie sans dette est bénéfique, mais pas sans limites. Il y a des arbitrages. Ces arbitrages sont : est-ce que je veux dépenser plus ? Est-ce que je veux des impôts plus bas ? Est-ce que je veux réparer les bilans, et dans quelles proportions ? C'est à cela qu'il faut réfléchir. Enfin, une production plus élevée. Le PIB augmente d'environ 5 % à court terme par rapport à la tendance, et de presque 17 % à très, très long terme.

Récemment, j'ai reçu un commentaire, et les économistes me le disent souvent. Ces résultats sont invraisemblablement élevés. Je n'aime pas ça. Il doit y avoir quelque chose qui cloche dans votre méthodologie. Ce n'est pas de la science économique, car la seule objection scientifique serait : je n'aime pas votre méthodologie pour les raisons A, B et C. Il doit y avoir quelque chose qui cloche dans les résultats. On ne peut pas dire que la méthodologie doit être fautive parce que les résultats sont trop élevés. Je peux vous dire que nous avons utilisé une méthodologie tout à fait standard pour arriver à ces chiffres. Et si vous n'êtes pas d'accord avec ces chiffres, dites-moi quels détails je devrais changer, et je peux le faire. Je sais faire certaines choses qui ramèneraient ces gains peut-être à 10 %.

C'est encore énorme, n'est-ce pas ? C'est encore énorme. Nous utilisons donc une méthodologie standard pour arriver à ces gains, et ces gains sont très élevés. Et cela ne parle même pas des crises, du risque, etc. Il s'agit du bien-être économique dans un nouvel équilibre, quand tout navigue sans heurts. D'accord ?

## Critiques et réponses

Voilà. Au fil des années, j'ai reçu diverses critiques du plan de Chicago, et récemment, en Hongrie, devant un autre public, je leur ai dit : d'accord, si quelqu'un en trouve une nouvelle, il gagne un prix, et je peux peut-être le répéter aujourd'hui. Vous gagnez un prix si vous en trouvez une nouvelle, car je les ai toutes vues, parce que cet article circule depuis 14 ans. Et la plupart des critiques les plus importantes, j'essaie de les traiter ici. Samuel, tu peux me dire si je dépasse le temps, mais il me faut sans doute 10 à 15 minutes pour parler de toutes. Oui, il serait bon de garder bientôt un peu de temps pour les questions. Peut-être pouvez-vous prendre la critique la plus importante, et puis oui, laissez-moi n'en prendre que quelques-unes.

Quelle est la défaillance du marché ? Un très haut responsable de la Fed m'a posé cette question dans un séminaire, et l'idée est : si ce n'est pas cassé, ne le réparez pas. Pourquoi voulez-vous faire cela ? Eh bien, les contre-arguments sont d'abord la recherche de rente, puis les rendements d'échelle croissants. La recherche de rente, c'est obtenir quelque chose

pour rien. Les banques réalisent des rentes de seigneurage. Les banques gagnent la différence entre le taux d'intérêt sans risque sur les passifs et le taux très bas qu'elles doivent payer sur leurs dépôts. C'est en partie parce qu'elles détiennent un portefeuille de prêts diversifié, et tout cela, pour limiter le risque. Mais c'est, dans une très large mesure, dû à une garantie et à un soutien du secteur public.

Il existe d'ailleurs une vaste littérature économique là-dessus, et donc cette recherche de rente est importante et évidente, en ce qui me concerne. C'est une défaillance du marché. L'aspect à deuxième, ce sont les rendements d'échelle croissants. La création monétaire exige de la confiance, et plus votre institution est grande et solide, plus elle peut générer de confiance. Si l'on prend l'ensemble de l'État et de la société, on atteint l'échelle maximale et donc, espérons-le, la confiance maximale. Ce n'est peut-être pas vrai dans toutes les juridictions, mais cela tend à l'être. Si, à l'inverse, vous vous placez à l'échelle de la Silicon Valley Bank, vous obtenez une très petite échelle et la confiance peut s'évaporer très vite, comme nous l'avons tous vu.

C'est la défaillance du marché. Les substituts monétaires peuvent empêcher le contrôle monétaire. J'ai ici une longue liste de contre-mesures à cela. C'est un point que je vais passer. Je pense que c'est très facile, et cela dépend seulement du degré de radicalité que vous voulez adopter pour que le secteur privé ne puisse pas créer d'alternatives à la monnaie publique. De plus, vous ne voulez pas nécessairement contrôler la quantité de monnaie publique. Vous voulez contrôler le taux d'intérêt sur la monnaie publique, comme je l'ai expliqué plus tôt. La quantité de monnaie n'est même pas votre objectif de politique. C'est le taux d'intérêt sur la monnaie. Il faut mettre en place diverses contre-mesures.

Elles sont discutées dans l'article. Transformation des échéances. Ah, les banques sont si douées pour la transformation des échéances. Prendre des passifs à court terme pour créer des actifs à long terme. Certaines personnes veulent des actifs liquides. Certaines personnes veulent des passifs à long terme. Oui. Le point important dans la transformation des échéances, c'est l'échéance, pas la transformation. Si vous pouvez atteindre ces profils d'échéances sans transformation, ce qui est exactement ce que fait le plan de Chicago, alors oubliez la transformation. Si vous avez l'échéance, soyez satisfait. Compétitivité, éviction des banques. Je vais passer là-dessus. Trop de monnaie est une critique très populaire.

L'idée ici est que si vous transférez le privilège de création monétaire au secteur public, il pourrait créer trop de monnaie, ce qui provoquerait de l'inflation. Le contre-argument est qu'il n'y a en fait aucune raison de s'attendre à de l'inflation, pour trois ensembles de raisons. J'ai déjà parlé de la première, la théorie monétaire. Il y a aussi tout ce qui concerne l'histoire monétaire, surtout dans l'article de 2012. Dans la théorie monétaire, l'inflation est déterminée par les quantités relatives de biens et de monnaie entre les mains du privé. S'il y a trop de monnaie qui poursuit trop peu de biens, on obtient de l'inflation. C'est l'histoire standard. Dans le cadre du plan de Chicago, la quantité de monnaie entre les mains du privé reste presque complètement inchangée.

Ce qui change, c'est la nature de la monnaie, pas la quantité. La nature de la monnaie a passé d'une monnaie adossée à la dette à une monnaie adossée aux réserves publiques. C'est ce qui se passe. De plus, je n'essaie même pas de contrôler la quantité de monnaie. Je contrôle le taux d'intérêt sur la monnaie et je laisse le secteur privé déterminer quelle quantité de monnaie il veut à ce taux d'intérêt. Cela signifie que, par construction, il n'y a pas

d'inflation due à la création monétaire, car la monnaie est endogène au taux d'intérêt déterminé par le secteur public. On entend aussi parfois, de la part des mêmes personnes, qu'il y aura trop peu de monnaie pour les petites entreprises, etc. Comme nous le montrons dans l'article, au vu de ce qui arrive aux taux d'intérêt, il faut s'attendre au contraire.

Enfin, avant de conclure, vous avez donc l'État qui contrôle la monnaie, et c'est ce que voulait l'école de Chicago favorable au libre marché. En plus de cela, l'État interviendrait aussi dans le crédit et l'allocation du crédit. Le contre-argument est très simple. Dans ce dispositif, l'État ne contrôlerait pas la quantité de crédit. Je vous ai montré que ce n'était pas le cadre. Il ne contrôlerait pas non plus l'allocation du crédit. Elle resterait aux banques, aux institutions financières privées. Il n'influerait que sur le prix du crédit. Si vous regardez comment les banques centrales justifient aujourd'hui les changements de leur taux directeur, influencer le prix du crédit est l'un des objectifs de la politique monétaire.

C'est l'un des éléments du canal de transmission de la politique monétaire aujourd'hui. Tout ce que j'affirme, c'est que l'on pourrait le faire beaucoup plus efficacement avec le même objectif qu'aujourd'hui, mais plus efficacement, dans le cadre du plan de Chicago. Voici les conclusions. Je pourrais faire cela en deux minutes de plus, Samuel, mais si vous préférez les questions, nous pouvons aussi passer aux questions maintenant. Je peux faire un résumé de 30 secondes pour ceux d'entre vous qui découvrent davantage ce sujet. Nous avons le plan de Chicago de 1930. L'idée était de séparer monnaie et crédit. Nous pouvons créer de la nouvelle monnaie sans que les gens aient à s'endettés pour que la masse monétaire augmente.

Ensuite, ce que vous avez expliqué ici, c'est que vous avez fait un modèle, un modèle mathématique, une simulation de l'économie actuelle, telle qu'elle se présente aujourd'hui. Puis vous n'avez changé qu'une chose. Vous avez mis en œuvre le plan de Chicago, cette séparation entre monnaie et crédit dans ce modèle. Puis vous avez trouvé plusieurs résultats très intéressants, des gains positifs pour l'économie. Vous avez aussi fait une mise à jour, vous avez dit que vous aviez écrit cet article il y a 13 ans, mais vous avez aussi fait une version actualisée de cet article il y a en fait deux ans, où quelque chose comme ça. Peut-être pouvez-vous dire en 30 secondes pourquoi vous l'avez fait et quelles sont les différences.

J'ai terminé mon historique plus tôt en parlant de mon article de 2016 sur les MNBC, et il y a eu d'autres articles sur les MNBC ensuite. Ce travail m'a beaucoup appris, tout comme d'autres articles sur la création monétaire bancaire. Une partie de cela n'était pas encore tout à fait parfaite dans l'article original. La partie de l'article original qui n'a presque pas changé est celle sur la transition et les bénéfices de la transition. La partie qui a changé plus sensiblement est celle sur la gestion des cycles au moyen de différents taux d'intérêt. C'est bien meilleur dans le nouvel article, et c'est très cohérent. Ce qui est intéressant, c'est que cela a fait ressortir quelque chose de très important : beaucoup de gens aiment penser à la monnaie souveraine en termes de contrôle, par la banque centrale, de la quantité de monnaie souveraine.

Je pense que c'est une idée potentiellement très pernicieuse, car si vous contrôlez la quantité plutôt que le prix, c'est-à-dire le taux de la monnaie souveraine, vous risquez de vous tromper. Vous risquez de créer trop ou trop peu, et cela est inflationniste ou déflationniste pour l'économie. Si, au lieu de cela, vous fixez simplement le taux d'intérêt, le

taux d'intérêt que vous payez sur la monnaie publique, ainsi que le taux d'intérêt auquel vous êtes prêt à prêter de la monnaie publique supplémentaire à l'économie si les banques de crédit veulent prêter davantage, vous permettez alors au secteur privé de déterminer quelle quantité de monnaie il veut détenir. La quantité de monnaie devient endogène à toutes ces décisions du secteur privé.

Ce n'est plus le niveau des prix qui doit amener l'offre et la demande de monnaie à l'équilibre. L'offre de monnaie et la demande de monnaie doivent être égales, n'est-ce pas ? En termes réels, cela se fera automatiquement dans le système que je propose, mais pas automatiquement si vous contrôlez la quantité de monnaie souveraine plutôt que son taux d'intérêt. C'est quelque chose qui est ressorti beaucoup plus clairement dans l'article de 2024 que dans celui de 2012. L'article est aussi plus court. Il omet une grande partie de l'histoire, car il vise maintenant davantage un public universitaire, mais vous pouvez relire l'histoire dans l'article original. Allez-y, Diane. Je viens d'une tradition que l'on appelle historiquement le système américain.

Si une banque nationale, qui est une option que vous n'avez pas présentée, vous avez montré les objections concernant le contrôle des fonds par l'État. Mais une banque nationale peut jouer un rôle énorme dans la construction de l'économie physique réelle de la nation. Comme on l'a vu aux débuts des États-Unis, et ensuite en Chine aujourd'hui, où l'on retrouve beaucoup d'aspects du système américain. Un développement physique massif et rapide de la nation. Si vous accordez du crédit à des fins productives, vous pouvez créer énormément d'emplois, de très nombreux emplois dans l'économie physique, en construisant des projets hydrauliques, énergétiques, etc. Ce ne sont pas les projets nécessaires qui manquent.

Je n'ai jamais participé à ce format auparavant et je ne sais pas, peut-être êtes-vous tous des partisans du privé. Je ne sais pas. Pour moi, ce que vous décrivez n'est pas constitutionnel. Je comprends tout ce que vous avez dit, sauf la partie "pas constitutionnel". L'État a des principes exprimés dans notre constitution en termes de bien-être de la population. La meilleure façon de soutenir le bien-être de notre population est d'accorder un crédit à long terme et à faible intérêt pour un travail productif, et de créer massivement des emplois pour la population. Je ne suis pas en désaccord avec ce que vous dites, mais quand vous dites "pas constitutionnel", ce que j'ai décrit n'est certainement pas anticonstitutionnel, n'est-ce pas ?

Vous pourriez le compléter, je ne suis pas du tout en désaccord avec vous. Vous pourriez le compléter par une banque publique qui obtient un crédit du Trésor ou d'une banque nationale. J'ai toujours dit "crédit du Trésor", mais vous pouvez l'appeler comme vous voulez. Vous pouvez l'appeler crédit de banque centrale, car la banque centrale serait un animal différent dans ce monde de ce qu'elle est aujourd'hui. Cela pourrait donner mandat à une institution qui pourrait ensuite réaliser les investissements dont vous parlez. Je suis tout à fait d'accord pour dire que les bénéfices que je souligne ici, en termes de production, qui étaient de 17 % par rapport à la tendance, sous-estiment largement les bénéfices réels.

Parce que de nombreuses activités pourraient être financées alors qu'elles ne le sont pas du tout aujourd'hui. Et certaines ont un caractère de bien public qui améliorerait énormément la productivité. Je ne pense pas que nous soyons en désaccord. Ce que vous dites, c'est qu'il faudrait un crédit supplémentaire du Trésor ou de la banque centrale pour avoir des

institutions qui prêtent ensuite à des secteurs de l'économie réelle qui améliorent spécifiquement la productivité, etc. Vous pourriez aussi, et je ne pense pas que cela doive être la banque centrale. Une banque centrale devrait s'occuper des affaires monétaires, et ne pas être une institution de prêt, mais vous pourriez facilement créer une banque nationale de développement qui obtienne des fonds ainsi, et qui puisse ensuite exécuter certaines volontés du gouvernement si vous pensez que c'est nécessaire.

Je ne pense pas que cela doive être la banque centrale. La banque centrale devrait s'occuper des questions monétaires et financières, pas d'accorder des prêts d'investissement. Ce n'est pas une contradiction, n'est-ce pas ? Cela pourrait être un aspect supplémentaire de ce dont je parle. Le problème, c'est que dans une grande partie de mon travail, je dois parler aux banques centrales et aux économistes universitaires. J'essaie de ne pas trop m'éloigner du sujet, mais au fond de mon esprit, il y a quelque chose de très proche de ce que vous venez de décrire, et j'ai en fait beaucoup de sympathie pour le système américain d'économie politique. J'ai beaucoup lu là-dessus. Je ne vous ai pas interrompue, car je me suis dit qu'une partie du public ne savait peut-être pas ce que c'était, mais je pense qu'il y a là d'excellentes idées.

Oui. Je pense simplement qu'il y a une énorme différence entre une banque centrale et une banque nationale. C'est, à bien des égards, ce qui nous distingue de ceux contre qui nous avons mené la Révolution américaine. Oui. Écoutez, il y a ici une difficulté sémantique, car cette nouvelle banque centrale qui ferait ce que je propose ne serait plus la banque centrale que nous avons aujourd'hui. Vous pourriez alors vouloir l'appeler banque nationale, où non, je ne sais pas, mais je ne veux pas entrer dans la sémantique. Merci, Diane. Passons à la suite. Jeff, voulez-vous réactiver votre micro ? Quand une banque centrale procède au règlement à la fin de la journée ouvrable avec d'autres institutions financières et avec l'État, cela permet-il à la monnaie bancaire de passer d'une institution financière à une autre ?

Oui, la réponse est oui. Le chèque dont j'ai parlé plus tôt permet de déplacer la monnaie bancaire, mais pas de la créer.

## Questions et discussion

Dans mon exemple du chèque de 1 000 dollars, si je le dépose dans ma banque, disons la banque B, et que la banque A est celle sur laquelle le chèque est tiré. Alors la banque A perd des réserves au profit de la banque B, avec mon chèque, n'est-ce pas ? Il s'agit donc d'un mouvement un pour un à la fois des dépôts et des réserves. Bien sûr, comme les chèques circulent dans les deux sens, à la fin de la journée, le solde net sera toujours très faible. Oui, la réponse à votre question est oui. La raison pour laquelle je demande cela, c'est que les transactions sur les soldes de règlement, par exemple entre les banques commerciales, la banque et le gouvernement fédéral, sont largement invisibles pour le grand public.

Il n'existe pas de base de données publique qui montre cela. Les règlements restent plus ou moins fixes au bilan de la Banque du Canada, un peu comme les billets de banque. Pendant ce temps, les transactions en espèces ont lieu dans l'économie réelle. Cependant, le Fonds du revenu consolidé, le compte du gouvernement à la Banque du Canada, est totalement transparent, et j'affirme que ces fonds représentent de la monnaie bancaire commerciale.

Attendez une minute. Le fonds du gouvernement est séparé de la monnaie bancaire commerciale, n'est-ce pas ? Le gouvernement a un compte à la banque centrale, exact ? Vous pouvez le dépenser dans la circulation, et il devient alors de la monnaie bancaire commerciale, mais il ne l'est pas tant qu'il reste simplement sur ce compte.

Vous n'avez pas besoin de voir ce qui se passe dans ces comptes de règlement, car ce qui se passe dans ces comptes, ce sont littéralement des millions de transactions par jour dans les deux sens. Au Royaume-Uni, entre NatWest et Barclays, disons, un million de chèques dans un sens et un million dans l'autre, et le solde net en fin de journée peut être de 100 livres. Il n'y a pas de raison discernable pour que vous deviez savoir ce qui arrive au million de chèques. D'accord. Donc, ce que vous dites, c'est que l'argent que l'on voit dans toutes ces transactions très transparentes du Fonds du revenu consolidé devient immédiatement de la monnaie bancaire commerciale dès qu'il est transféré à une banque qui peut le dépenser.

Oui. Parce que si le gouvernement le dépense, il émet un chèque que je peux déposer dans ma banque, et la banque commerciale peut alors le compenser au moyen d'un transfert depuis le compte du gouvernement vers son propre compte de réserves.

## Michael Hudson

Michael Hudson, vous étiez là. Oui. Je voulais simplement vous donner quelques minutes pour commenter la présentation de Michael. Kumhof a donné une description merveilleusement claire des aspects bilantiels de tout cela. Nous travaillons ensemble depuis plus de dix ans maintenant. Un point de départ a été la description par Irving Fisher de la déflation par la dette. C'est vraiment cela, le problème. Les dettes croissent plus vite que la capacité de l'économie à payer. C'était le point qui a été formulé au tout début de cette émission. La question est : pourquoi le plan de Chicago n'a-t-il pas été adopté ? Eh bien, le problème est : pour quoi les banques créent-elles de la monnaie ? Les banques commerciales créent de la monnaie contre des actifs, et le résultat est l'inflation des prix des actifs.

Les banques commerciales, contrairement aux caisses d'épargne, peuvent prêter et créer toujours plus de crédit pour faire monter les prix de l'immobilier, des actions et des obligations. Le prix de l'immobilier correspond à ce qu'une banque est prête à prêter, et elles ont prêté toujours davantage en proportion de l'immobilier. D'ailleurs, j'ai travaillé pendant de nombreuses années pour la banque centrale des caisses d'épargne de New York. Les caisses d'épargne faisaient la même chose. Elles voulaient reprendre. Le problème n'est pas simplement la création de monnaie. C'est l'usage qui est fait de la monnaie. Elle n'est pas utilisée à des fins industrielles. Elle sert à gagner de l'argent financièrement, pas à accorder du crédit permettant à l'économie endettée de créer de nouveaux moyens de production et des profits pour rembourser la dette.

C'est un problème politique, et il existe un intérêt acquis à faire les choses comme elles se font aujourd'hui, et non selon le plan de Chicago. Comme Michael vient de le dire, les banques sont des chercheuses de rente. Ce sont toutes des créancières. Le résultat de toute cette explosion du crédit bancaire est la dette du reste de l'économie. Le reste de l'économie est de plus en plus endetté. Les dettes croissent plus vite que la capacité de

l'économie à payer. Surtout parce que les économies ralentissent à mesure que le fardeau de l'endettement augmente. Aujourd'hui, on voit les propriétaires, les consommateurs et les entreprises devoir verser davantage d'argent aux banques commerciales sous forme d'intérêts.

Ils ont moins d'argent à dépenser en biens et services, où pour créer de nouvelles usines et moyens de production. C'est le dilemme que, je crois, le plan de Chicago était conçu pour résoudre dès le départ. L'alternative était que l'État, quelque chose comme le gouvernement chinois, où ce n'est pas une banque centrale. C'est le Trésor qui décide à quelles fins le crédit peut être créé. Eh bien, il est évident qu'il faut du crédit pour financer de nouveaux investissements en capital. Le plan de Chicago ne bloque pas vraiment cela du tout. La banque commerciale peut dire : voici un projet approuvé par le gouvernement pour créer une possibilité d'investissement rentable. Et le gouvernement agira comme un dépôt dans les banques pour permettre aux banques d'augmenter.

Quand vous parlez de banques à 100 % de réserves, ces réserves peuvent inclure un montant plus important de dépôts publics. C'est ce qui s'est passé aux États-Unis de la guerre de Sécession à la Première Guerre mondiale. Le Trésor américain détenait d'énormes quantités d'or et d'argent, surtout d'argent, pour financer l'excédent budgétaire que le Trésor enregistrait la plupart des années grâce aux droits de douane protecteurs. Le Trésor allait déposer l'argent des sous-trésoreries dans les différents districts auprès des banques commerciales pour leur permettre d'accorder des prêts à la croissance. Le problème était que, étant des banques commerciales, elles voulaient gagner de l'argent de façon financière en prêtant pour des prises de contrôle d'entreprises, des monopoles, des raids d'entreprise.

Le problème n'est pas simplement monétaire. C'est un problème financier, c'est un problème politique de ce que font les banques. Il existe un énorme intérêt acquis de la classe créancière, qui est la classe la plus riche d'Amérique, car la plupart des richesses sont financières, et cette richesse financière a été gonflée parce que le pendant de ce qu'Irving Fisher décrivait comme déflation par l'endettement était l'inflation des prix des actifs. Les banques prêtent toujours plus d'argent pour l'immobilier et pour d'autres prises de contrôle d'entreprises. Cela signifie que toujours plus d'intérêts doivent être payés par le secteur immobilier, par le secteur industriel, ce qui laisse toujours moins pour investir dans de nouveaux moyens de production, de nouvelles constructions.

C'est tout le problème. Le plan de Chicago était le seul moyen, compte tenu de la réalité politique de l'époque, d'éviter cette financiarisation autodestructrice de l'économie. Elle était menée par les banques commerciales, et par la Fed, les banques centrales derrière elles, qui fournissent aux banques commerciales le crédit pour faire toutes les mauvaises choses avec. Michael et moi sommes d'accord sur presque tout, mais vous avez soulevé un très bon point que j'aimerais développer un peu. Pourquoi les dettes ne cessent-elles de croître et de peser sur l'économie ? D'accord, il y a un très bon argument, celui que Michael vient de présenter. Il y a aussi un mauvais argument que vous, dans ce mouvement, devriez éviter.

C'est l'argument selon lequel, lorsque de la nouvelle monnaie est créée par l'endettement, la nouvelle monnaie n'est égale qu'au principal de l'endettement, mais pas aux intérêts sur l'endettement. Il n'y a pas assez de monnaie pour rembourser les intérêts. Cet argument est absurde, car la

monnaie est faite pour circuler, et vous n'avez pas besoin d'un certain montant de monnaie dans le stock monétaire total pour effectuer ce remboursement. Vous pourriez avoir une seule livre en circulation pour effectuer tous ces paiements, où un seul dollar. D'accord. Ce qui se produit, c'est un transfert de ressources. Il y a un transfert de ressources du débiteur vers le créancier, n'est-ce pas ? Le fait que le taux d'intérêt sur les prêts soit plus élevé que le taux d'intérêt sur les dépôts, et qu'il y ait donc une pénurie de monnaie, ce n'est pas juste.

Ce que Michael vient de dire est tout à fait vrai. Si cet argument est faux, pourquoi la dette a-t-elle autant augmenté ? Son argument était que les banques n'ont pas prêté à des fins productives, et c'est une exagération. Une grande partie de ce qu'elles ont fait n'était peut-être pas à des fins productives. Il n'y a pas de flux de paiements réels sous-jacents issus de leur activité qui puissent faire croître l'économie afin de payer ce transfert de ressources que j'ai mentionné plus tôt. Le taux d'intérêt du prêt est plus élevé que ce que je reçois sur mon argent. Je dois trouver quelque part les ressources pour payer le taux d'intérêt élevé du prêt. Maintenant, si j'ai un projet d'investissement très productif, il peut rapporter 15 % de la valeur de l'argent que j'y ai investi, et le taux d'intérêt du prêt n'est que de 5 %.

Je peux payer les intérêts sans problème et il me reste encore quelque chose. Si je ne fais que spéculer sur des actifs financiers qui, au total, n'apportent rien aux ressources réelles disponibles pour l'économie, alors c'est un problème. Cela signifie qu'à ce moment-là, la seule façon pour moi d'obtenir plus d'argent est d'emprunter toujours davantage. D'accord. Je voudrais donc juxtaposer ces deux récits qui circulent. Celui que Michael vient de mentionner est, selon moi, le bon. Nous pouvons vous envoyer une courte vidéo sur le mauvais récit et pourquoi il est faux. Peut-être voulez-vous dire un dernier mot en 30 secondes. Michael Hudson, ce que vous avez vu depuis 2008, c'est une banque centrale donnant aux banques commerciales assez d'argent pour gonfler les prix de l'immobilier et les prix des actions et obligations, par arbitrage essentiellement, afin de capter une rente économique.

Pour obtenir un repas gratuit, vous empruntez à 2 %, vous rachetez vos propres actions à 10 % et vous gagnez. Vous empruntez de l'argent pour acheter vos actions. Ce n'est pas productif du tout. Les banques adorent prêter de l'argent pour cela car cela crée toujours plus de dette. C'est leur produit. Leur produit, c'est la richesse des 10 %, où du 1 %, de la population, qui représente la dette des 90 % à 99 % de la population. Ce sont ces 1 à 10 % qui contrôlent le gouvernement et les banques centrales. On ne cesse de dire que les banques centrales sont indépendantes. Elles ne sont pas indépendantes des banques commerciales. Elles sont indépendantes du gouvernement. Elles servent les banques commerciales et leur création de dette pour maintenir leurs dettes solvables.

C'est par l'inflation des prix des actifs que cela provoque la déflation par la dette. C'est tout le système qu'il faut briser. Soit vous dites que nous n'allons pas laisser les banques commerciales créer du crédit, parce qu'elles le créent à des fins improductives qui finissent par désindustrialiser l'économie, ce qui est exactement ce qui se passe aujourd'hui. Soit nous allons laisser le gouvernement, à la chinoise, faire de la banque et de la création de crédit un service public entre les mains de l'État, parce que le secteur financier est essentiellement prédateur et rentier, non productif, non industriel. C'est vraiment tout le problème qui suscite une telle résistance à même penser au plan de Chicago.

Je ne le formulerais pas de façon aussi tranchée. Les banquiers centraux ne sont pas seulement influencés par le secteur financier, ils sont aussi influencés par le gouvernement. Mais c'est une question de proportions : qui a le plus de pouvoir pour influencer le comportement de la banque centrale ? Ce que nous disons, c'est que le gouvernement devrait avoir relativement plus de pouvoir, et que le secteur financier devrait davantage servir l'intérêt public. La-dessus, je suis d'accord. Miguel est à l'écran. Cette fois, j'aimerais poser une question sur la procédure politique permettant de mettre en œuvre votre réforme. Je me souviens qu'en 2010, dans la dernière décennie, nous avons vu, je ne sais pas, quelques avancées.

Par exemple un débat public au Parlement britannique, ainsi qu'au Parlement néerlandais, et un rapport du gouvernement islandais, et ainsi de suite. À ma connaissance, depuis 2020, je n'ai toujours pas vu de grandes recommandations. Peut-être parce que tous les gouvernements ont été trop occupés par le COVID, l'Ukraine, Gaza, l'Iran, où ce genre de choses. Mais y a-t-il dans le monde une élite politique suffisante, prête pour cette réforme ? Ou sommes-nous déjà prêts pour un débat aussi ouvert ? Je dis depuis que j'ai écrit l'article original que le seul moment où l'on parviendra à faire écouter les gens, c'est lors d'une grande crise financière. C'est pourquoi j'ai pu écrire l'article en 2012 et obtenir aussitôt un large public.

Puis, bien sûr, à mesure que cela s'estompe dans les mémoires, la pression a diminué, et je pense, de façon réaliste, que le seul moment où les gens prêteront de nouveau une attention sérieuse à ces idées, c'est si nous avons, à Dieu ne plaise, une autre crise financière. Cela dit, toute la question des CBDC me donne un peu d'espoir, car les banques centrales ont au moins tâté l'idée de monnaie publique. L'idée n'est plus si étrangère à beaucoup, sinon à la plupart, des banquiers centraux. Des progrès ont été accomplis depuis. Si certaines de ces expériences de CBDC réussissaient, ce serait un argument la prochaine fois que les gens seraient disposés à écouter quelque chose comme le plan de Chicago.

Merci, Miguel.

## Autres questions

Martin. Oui, je suis Martin Schmalzried. Je suis chercheur indépendant en économie. Ma première question concerne les interventions ciblées de politique monétaire. J'ai souvent comparé la politique monétaire des banques centrales, face à des défaillances de marché comme la surchauffe du crédit, au fait de vouloir tuer un moustique avec une masse. Pour donner un exemple, lors de la crise financière asiatique de 1998, elle a été causée par une surchauffe du crédit immobilier commercial. Le reste de l'économie n'était pas touché. Il s'agissait seulement d'une surchauffe dans ce secteur spécifique. D'après ce que je comprends, les instruments de politique monétaire affectent tout le crédit, et ne ciblent pas le secteur précis où la surchauffe se produit.

Comment votre modèle traite-t-il cela ? Prévoit-il des instruments pour cibler des secteurs précis où le crédit est excessif ? Cela m'amène à ma deuxième question. Vous dites que le crédit devrait être laissé aux banques privées, mais votre modèle ne devrait-il pas envisager quelque chose comme le guidage du crédit, recommandé par Richard Werner ? Autrement dit, une intervention directe pour guider l'allocation du crédit dans l'économie. Afin d'atteindre

certains des objectifs que vous défendez, notamment prévenir la surchauffe de l'économie dans certains secteurs. Merci. Je suis macroéconomiste. Mon modèle est un modèle agrégé. Il comporte un seul secteur productif. Il ne me permet pas de traiter des questions comme celle-là.

Le modèle devrait alors passer de 200 équations à 250 équations, où quelque chose comme ça, et il est déjà assez volumineux. La raison pour laquelle les banques centrales utilisent ces outils, c'est qu'elles n'utilisent pas seulement ces outils agrégés aujourd'hui, avec la politique macroprudentielle, c'est souvent ciblé sur un secteur précis du secteur financier. Ce n'est pas seulement cette masse. Cela peut aussi être beaucoup plus ciblé. La raison pour laquelle il faut utiliser des outils agrégés, ce sont les effets domino. Si un secteur important de l'économie rencontre des difficultés, les bilans s'effondrent, et cela a des effets en chaîne sur d'autres bilans. Vous ne savez pas où les ondes vont se propager.

Donc, la façon d'agir là-dessus est de travailler au niveau agrégé, pour s'assurer que cela ne se produise pas au départ. Voilà ma réponse à votre première question concernant le guidage du crédit. Tout comme la question précédente sur le système américain d'économie politique et la banque nationale, cela pourrait venir en complément. J'essaie de rester très concentré dans cet article sur la façon de reconfigurer le système monétaire et financier pour le rendre plus résilient et plus favorable à la croissance. Mais cela laisse de côté des aspects comme le window guidance. J'ai un grand respect pour le travail de Richard Werner sur le window guidance. Et rien dans mon travail ne dit qu'il ne faudrait pas le faire maintenant.

En fait, personnellement, je dirais qu'avoir davantage de planification pour que le secteur financier soutienne l'activité économique réelle plutôt que le secteur FIRE, comme l'appellerait Michael Hudson, serait souhaitable. Nous ne sommes donc pas en désaccord. Je pense que ce serait un immense outil supplémentaire utile, mais je ne peux pas tout faire dans un seul article. Oui. D'accord. Nicholas est le prochain et après Nicholas, Ron, vous pourrez peut-être intervenir puisque vous avez été mentionné. Allez-y, Nicholas. Bonjour, professeur. Merci beaucoup d'être avec nous ce soir, et bravo Samuel pour la coorganisation de cet événement. Je vais adopter la position de mon organisation, Diversité monétaire.

Nous réunissons environ 60 ONG travaillant sur tous les systèmes monétaires alternatifs, y compris les monnaies locales, les systèmes de crédit mutuel et les monnaies régionales. C'est là que ma question intervient. Avez-vous envisagé l'intégration ? Dans une perspective européenne, la politique budgétaire et la politique monétaire ne sont plus entre les mêmes mains, donc nous sommes coincés ici. Mais y aurait-il une réflexion sur la mise en œuvre de mesures de type plan de Chicago au niveau national, voire régional, y compris par des banques régionales ? Je ne suis pas sûr de comprendre la question, car mon article construisait un modèle d'économie nationale et de mise en œuvre du plan de Chicago.

Cette partie de votre question trouve sa réponse dans mon livre. Ou êtes-vous davantage intéressé par l'aspect régional ? Eh bien, je me demandais si vous aviez déjà envisagé que, pour des pays comme la Belgique, où je suis, nous puissions envisager un plan régional qui ferait le même processus mais avec des monnaies régionales. Donc, subsidiaire à la monnaie souveraine. Cela veut dire une monnaie supranationale, comme un mini-euro, mais dans une région plus petite que la zone euro, c'est de cela que vous parlez. Oui. Il y a d'autres exemples. Oui. Absolument. Oui. On pourrait penser au crédito en Argentine, par

exemple. Pas génial. Je ne suis pas très fan. Je pense que cela peut très vite devenir confus.

Pour moi, la démocratie nationale souveraine exige la souveraineté, et un aspect important de celle-ci est la souveraineté monétaire. Votre question porte en réalité sur le bon niveau de gouvernement auquel nous devrions avoir la souveraineté, y compris la souveraineté monétaire. Je pense plutôt que, dans le processus de démocratisation de la monnaie, les entités supranationales sont difficiles à changer et assez rigides. Peut-être y a-t-il plus de flexibilité au niveau infranational pour intégrer cela. Attendez, nous faisons maintenant des allers-retours, car j'ai essayé de résumer votre proposition plus tôt en disant mini-euro supranational, mais maintenant vous parlez d'infranational. Lequel est-ce ?

Oh pardon, je me suis peut-être mal expliqué. Infranational, sans aucun doute. On pourrait imaginer aux États-Unis, par exemple : un État, avec une banque détenue par l'État et liée à des obligations émises par l'État, pourrait-il mettre en place quelque chose d'infranational ? C'est de la monnaie souveraine en un sens, car elle est émise par une entité politique qui n'est simplement pas au plus haut niveau de subsidiarité. Qu'émettrait-elle ? Des dollars américains ou des dollars du Kentucky ? Des dollars du Kentucky. Je pense que c'est très problématique, et que cela peut devenir très confus. Je suis très sceptique, mais je ne veux pas entrer dans les détails car je n'ai jamais recherché cela.

Merci, Nicholas. Allez-y, Ron. Oui, j'ai beaucoup apprécié votre exposé, Michael. Ce que je veux dire, c'est que le problème politique de la mise en œuvre du plan de Chicago a toujours été l'opposition des banques. Dans les années 1930, vous aviez la banque et la Réserve fédérale avec un monopole sur le fonctionnement du système de paiement. Aujourd'hui, ce qui a changé les possibilités politiques, même si cela ne garantit pas la mise en œuvre du plan de Chicago, c'est que Google, Apple et d'autres veulent entrer dans le système de paiement. Cela signifie que c'est Apple contre JP Morgan Chase pour savoir qui exploitera le système de paiement de demain. Or, dans la mesure où JP Morgan perd sa part dans l'exploitation du système de paiement au profit d'Apple ou d'autres, cela forcera JP Morgan à ne prêter que sur fonds propres.

Cela ne garantit pas, encore une fois, que vous allez mettre en œuvre le plan de Chicago, mais cela change la dynamique. C'est Apple et JP Morgan qui se font concurrence pour exploiter le système de paiement de demain. Permettez-moi d'ajouter un autre commentaire pertinent pour l'intervenant précédent : certains États veulent émettre des stablecoins, et cela peut aussi entrer dans cette discussion. Merci. Oui. Je pensais que la question plus générale, et votre dernière phrase l'a révélée, portait sur une plus grande diversité que les seules banques commerciales. Que ce soient les stablecoins, Apple, ou autres. Il m'est plus facile de répondre sur la question des stablecoins, car j'écris en ce moment un article à ce sujet, contre les stablecoins, comme vous pouvez l'imaginer.

Au fond, je pense que les stablecoins ne sont que des banques. Au lieu de monétiser le crédit privé, s'ils détiennent des titres publics, ils monétisent la dette publique. Ils font ainsi ce que nous disons aux banques centrales de ne pas faire depuis des siècles. Ne monétisez pas la dette publique, sinon inflation, inflation, inflation. Les banques centrales ne peuvent jamais faire cela. Et maintenant, voilà que le secteur privé arrive et veut faire la même chose. Oh, et là, ce serait acceptable. D'accord, cela fait donc partie de l'angle sous lequel j'aborde la question. Si les stablecoins ne sont en fait que des banques, mais dont les

principaux actifs seraient des actifs surs plutôt que des actifs moins surs, je pense que la nature du problème n'a pas vraiment changé, sauf si vous les réglemez si strictement que vous vous assurez que leur couverture est toujours de 100 % et qu'ils ne peuvent pas vraiment se comporter comme des banques et risquer ainsi la stabilité de tout le système.

Apple, je ne sais pas encore exactement comment y réfléchir. Encore une fois, s'ils offrent un système de paiement, ils doivent offrir un passif, leur passif pouvant servir de moyen d'échange. La question est : où seront les actifs ? Quels seront leurs actifs ? Si ce sont des titres publics, ce n'est qu'une autre marque de stablecoin. Si ce sont des prêts, alors c'est une autre marque de banque. Au bout du compte, rien de tout cela ne change fondamentalement les choses, alors que le plan de Chicago, lui, les change, car ce serait alors simplement le secteur public. Je ne sais pas si cela suffit comme réponse à votre question. Jamal a levé la main et a activé son micro. Il est dans un bus, donc il ne peut pas allumer sa vidéo, mais Jamal, posez votre question, puis nous passerons à Stuart et Earl.

Nous passerons à Earl, puis Michael pourra répondre. Ma question est que je sais que vous avez parlé dans d'autres conférences du plan de Chicago et du fait qu'il faudrait très probablement un certain type de contrôles des capitaux si l'on essayait de l'appliquer nationalement. Ma question est : pourrait-on utiliser une réforme monétaire, quelque chose comme le demurrage, pour empêcher la thésaurisation de la monnaie et la fuite des capitaux qui se produiraient probablement ? Et ma deuxième question est liée à la première. Je sais que vous avez aussi mené des recherches avec le Dr Nicolaus Tideman sur le coronavirus et la façon dont nous pouvons nous en remettre. Si nous mettions en œuvre cette réforme monétaire et supprimions la recherche de rente de notre système bancaire, qu'est-ce qui empêcherait cette recherche de rente de simplement s'intensifier dans les secteurs des ressources naturelles ?

Des choses comme l'immobilier. Eh bien, cela faisait trois questions. La fuite des capitaux, je n'y suis pas arrivé. C'était l'une des diapositives que j'ai sautées plus tôt. Il n'y a aucune raison fondamentale qu'il y ait fuite des capitaux depuis une économie qui met en œuvre cette réforme, car fondamentalement cette économie deviendrait plus forte. Si les marchés financiers décident que cela leur est trop étranger, que cela ne leur plaît pas, et que, puisque cela ne leur plaît pas, ils peuvent provoquer tous les flux de capitaux qu'ils veulent, alors cette économie, si elle n'est pas très grande et très puissante, pourrait avoir des ennuis. Alors vous pourriez effectivement avoir besoin de contrôles des capitaux.

Je pense que, pour qu'une chose comme celle-ci arrive, il serait très souhaitable qu'une grande économie, d'une taille importante, le fasse, donne l'exemple et soit moins vulnérable à ce phénomène. Le demurrage, la monnaie de Gesell, je ne veux pas aller sur ce terrain. Excusez-moi, mais je n'en ai jamais vu l'intérêt. C'est probablement parce que, même si j'ai lu beaucoup sur l'histoire de la pensée économique, je n'ai peut-être pas assez lu sur ce point. L'immobilier et les autres formes de rente. Michael Hudson a montré très clairement dans ses travaux que ces deux types de rente différents sont très complémentaires. La rente foncière, qui est probablement bien plus importante que la rente du secteur financier, représente selon moi quelque chose comme 20 % du PIB.

La valeur des terrains représente environ 250 % du PIB américain, et davantage encore dans certains pays. La rente signifie obtenir quelque chose pour rien, en l'occurrence en restant assis sur le terrain. J'ai proposé, dans un travail avec Nicolaus Tideman, comment

deplacer la fiscalité vers la terre afin de supprimer cette forme particuliere de rente. L'une des difficultes est que, dans le système financier actuel, cela reduirait les valeurs foncieres à un point tel que les garanties disponibles pour les banques diminueraient fortement, ce qui pourrait poser problème au secteur financier. La complementarite entre la terre et le secteur financier intervient aussi ici lorsque l'on parle de réforme financiere.

Parce que si vous appliquez à la fois le plan de Chicago et des impôts plus élevés sur la rente, vous pourriez augmenter les impôts sur la rente après que les rentes ont cessé d'être la principale garantie pour la création de crédit privé par les banques. Sinon, il faudrait demeler les deux, et c'est difficile. D'accord. Je suis presque certain de ne pas avoir répondu à 100 % a cela. Et aussi, je ne vous ai pas très bien entendu. Donc, je vais devoir m'en tenir la. Earl. Oui. Je veux approuver totalement les commentaires de Michael Hudson. J'ai été très impressionné par la présentation de Michael, que j'ai vue il y a probablement 12 ans a Chicago. Je trouve convaincante la description de Richard Werner du contrôle démocratique du crédit : créer de la nouvelle monnaie tout en veillant à ce qu'elle serve des fins productives.

Idéalement, ces fins devraient être non seulement productives, mais durables. Et cela exclurait où limiterait des objectifs comme la guerre, etc. Faire cela sous contrôle démocratique exigerait, bien sûr, de restaurer des systèmes plus démocratiques que ceux que nous avons actuellement. Disons aux États-Unis, où nous sommes domines par l'influence de milliardaires et d'autres personnes cherchant leur propre intérêt. Et ce processus, Werner le souligne, la Chine le met effectivement en œuvre. Les Sparkassen en Allemagne, la Bank of North Dakota et de nombreux autres endroits semblent être un moyen plus pratique et efficace d'orienter l'argent vers des projets locaux plus productifs, qui créent plus d'emplois et sont plus decentralises et controles democratiquement.

J'aimerais avoir votre réponse. Oui, il y a deux aspects ici. L'un est la démocratie, l'autre les petites banques. D'accord. Richard Werner et moi avons partagé une scène récemment en Hongrie. Je ne suis pas en désaccord avec son affirmation selon laquelle les petites banques peuvent être très efficaces pour orienter le crédit là où il devrait vraiment aller. Les Sparkassen et les Volksbanken allemandes ont été efficaces à cet égard, même si elles fusionnent. Je suis client d'une Volksbank depuis mon enfance, et elle a fusionné vers le haut, et elle finira par devenir très, très super-régionale. Ces petites banques ne constituent pas une défense efficace, et promouvoir simplement les petites banques ne suffit pas, car les pressions vont dans le sens oppose.

De plus, dans de nombreux pays comme le Royaume-Uni, ces petites banques n'existent pas au départ. Et les créer à partir de rien, eh bien, c'est plus difficile que le plan de Chicago, donc on ne peut pas l'appliquer partout. Je ne suis pas sur de savoir comment y répondre ; pouvez-vous redire votre question ? Eh bien, qu'est-ce qui ne va pas avec, disons, le programme de Werner ? Je suis d'accord qu'il faut de grandes banques pour certains des plus grands prêts, les grands projets. Mais decentraliser la plupart des prêts pour les besoins quotidiens, où l'on cree de la nouvelle monnaie pour des fins productives, autant qu'il en faut. Et éviter l'inflation, parce que ce sont des prêts productifs, donc l'offre correspond à la demande.

Cela semble être un système plus facile à mettre en place et a réguler que le plan Fisher que vous avez décrit. Pas dans un pays où il n'existe aucune tradition de ces petites

banques, car il faudrait alors créer toute la tradition et tout le microcosme. M à proposition n'exclut pas les petites banques. Les banques de crédit pourraient être quelques grandes banques où de nombreuses petites banques. C'est un problème de niveau micro. Je suis macroéconomiste. Cela est revenu à plusieurs moments aujourd'hui. Il existe diverses propositions accessoires que vous pourriez adopter. Par exemple, promouvoir les petites banques, et nous avons eu aujourd'hui diverses autres propositions, comme le window guidance.

Les banques nationales de développement aussi. Elles peuvent toutes être greffées là-dessus. Cela n'enlève rien à la proposition centrale, qui est de passer d'un système fondé sur la dette à un système fondé sur la monnaie, au cœur de tout. Exact. Quel que soit le nombre de petites banques qui font de la banque de crédit, cela reste le cœur de la proposition. Avec beaucoup de propositions de réforme monétaire, il est très facile de se perdre dans ce genre de détails. Ils sont importants en pratique. Pour moi, l'accent était mis sur ce que nous faisons à l'infrastructure macroéconomique pour que le système fonctionne mieux, et ensuite nous pouvons faire toutes ces autres choses. Nous pouvons faire du window guidance.

Nous pouvons encourager les petites banques, etc. Il n'y a pas de contradiction. J'aime cela. Votre proposition inclut-elle l'idée qu'un gouvernement national produise de la monnaie, comme sous Abe Lincoln ? La production de greenbacks en imprimant de la monnaie et en la dépensant dans l'économie à des fins productives. Cela pourrait, mais ce n'est pas si simple. Vous ne voulez pas imprimer de la monnaie pour dépenser et, par exemple, dire que 100 % de mes dépenses seront financées simplement par impression monétaire. C'est une recette pour l'instabilité financière. Ce qui se passait dans ma proposition, c'est que la banque centrale fixe un taux d'intérêt qu'elle paiera sur la monnaie publique.

Elle fixe aussi un taux d'intérêt auquel elle crée de la monnaie publique supplémentaire. Ce faisant, la banque centrale réalise de grands profits, car ses passifs sont bien moins chers que ses actifs, et elle transférera ces profits au côté budgétaire de façon régulière. Ensuite, le côté budgétaire peut décider quoi en faire. Si c'est les dépenses dans l'économie, très bien. Si c'est, comme dans ma proposition, réduire la fiscalité, c'est très bien aussi. C'est quelque chose que les représentants élus du peuple devraient décider, et non la banque centrale. Je pense que nous devrions conclure.

## Clôture

Nous avons dépassé l'heure de 40 minutes, et nous vous sommes très reconnaissants, Michael, d'être resté si longtemps et d'avoir gentiment répondu à toutes les questions du public. Ce fut un vrai plaisir de vous avoir parmi nous et d'entendre votre présentation ainsi que toutes ces discussions intéressantes. Sur ces mots, nous voyons qu'il reste encore 180 personnes ici. Presque la moitié du public est restée très longtemps. C'est aussi remarquable. Terminons pour aujourd'hui, et merci beaucoup à vous tous d'avoir été là ; nous espérons vous revoir lors d'un autre webinar. Nous enverrons aussi bientôt l'enregistrement et nous sauvegarderons le chat. Vous avez aussi posé beaucoup de questions intéressantes dans le chat, auxquelles nous n'avons pas répondu maintenant, mais nous pouvons essayer d'en traiter au moins quelques-unes par email ou autrement à l'avenir.

J'espere que vous pourrez faire cela pour moi, car j'ai plusieurs projets. Oui, nous pouvons le faire pour vous. Oui, Michael, nous le ferons pour vous. Merci beaucoup. Au nom de tous les citoyens américains et nord-américains presents, Michael, nous vous souhaitons la bienvenue aux États-Unis d'Amérique. Nous sommes desolés de l'État du pays que vous avez décidé, pour une raison où une autre, de rejoindre, mais nous avons hate de travailler avec vous pour changer notre système monétaire pour le bien de tous, le bien de la planète et la solidité monétaire de nos relations d'échange. Merci.

*Source : sous-titres français définitifs de "An Economy Built on Debt".*