Un monde monétaire post-LFI : une monnaie instable et une inflation non maîtrisée

Observatoire de la dette

Août 2026

1 Le projet de Jean-Luc Mélenchon

Le projet défendu par Jean-Luc Mélenchon repose sur une idée centrale : réduire fortement la dépendance de l'État aux marchés financiers en faisant jouer un rôle beaucoup plus important à la Banque centrale européenne (BCE).Dans la version 2025 de son programme, plusieurs mesures sont proposées. Il s'agit notamment de demander à la BCE de transformer la dette publique déjà détenue par elle en dette perpétuelle à taux nul, de faire racheter par la BCE la dette publique qui circule sur les marchés financiers et de permettre aux États de disposer d'une autorisation de découvert auprès de la BCE.L'objectif est donc de réduire fortement le coût de financement des États et de libérer des marges de manoeuvre budgétaires.Il faut distinguer deux mécanismes.

1. La dette publique déjà détenue par la BCE serait transformée en dette perpétuelle à taux nul. L'État n'aurait donc plus à rembourser le principal à une échéance donnée et ne verserait plus d'intérêts sur cette dette.
2. La dette encore détenue par les investisseurs privés serait progressivement rachetée par la BCE sur le marché secondaire. La BCE deviendrait ainsi un détenteur beaucoup plus important de la dette publique.

Le projet va donc au-delà d'un programme classique d'achats d'actifs : il vise à modifier durablement le mode de financement de la dette publique.

2 Comment fonctionne le rachat de la dette par la BCE ?

Prenons un exemple simplifié. Supposons que l'État français ait émis une obligation d'une valeur nominale de 100 milliards d'euros.Initialement, cette obligation est détenue par des investisseurs privés : banques, assureurs, fonds d'investissement ou investisseurs étrangers.

2.1 Première étape : la BCE rachète l'obligation

La BCE intervient sur le marché secondaire et achète l'obligation à son détenteur.

Avant le rachat :

$$\text{État français} \quad \longrightarrow \quad \text{doit 100 milliards d'euros aux investisseurs privés}$$

Après le rachat :

$$\text{État français} \quad \longrightarrow \quad \text{doit 100 milliards d'euros à la BCE}$$

La dette n'a donc pas encore disparu. Elle a simplement changé de détenteur.En contrepartie de l'achat, la BCE fournit des liquidités au système financier. Le vendeur de l'OAT reçoit donc un actif liquide, tandis que la BCE détient désormais l'obligation.

2.2 Deuxième étape : transformation de la dette

Dans le projet, la dette publique détenue par la BCE pourrait ensuite être transformée en dette perpétuelle à taux nul. On passe alors schématiquement de 100 milliards d'euros de dette classique à 100 milliards d'euros de dette perpétuelle à 0 %. Pour l'État, cela signifie :

— pas d'intérêts à payer ;

— pas de remboursement du principal à une échéance déterminée.

La charge financière associée à cette dette devient donc progressivement nulle.

3 Pourquoi le rachat de la BCE fait-il baisser les taux ? Conséquences sur le marché secondaire

Le mécanisme initial est relativement simple.Lorsque la BCE achète massivement des OAT la demande d'OAT augmente ce qui tend à accroître leur prix. Or le rendement d'une obligation évolue en sens inverse de son prix.

achats BCE $\longrightarrow$ demande d'OAT augmente $\longrightarrow$ prix des OAT augmente $\longrightarrow$ taux diminuent

À court terme, les achats de la BCE tendent donc à réduire les taux d'intérêt sur la dette publique. Cela réduit le coût de financement de l'État et peut également faciliter le crédit au secteur privé.

Si la BCE rachète une quantité croissante d'OAT, la quantité de dette effectivement disponible entre les mains des investisseurs privés diminue. La BCE devient alors progressivement un acteur plus important du marché obligataire, ce qui peut poser un problème à long terme.Une obligation rémunérée à 0 % est peu attractive pour un investisseur privé lorsque les taux de marché sont positifs. Par exemple, si une obligation rapporte 0 % alors qu'un actif comparable rapporte 3 %, un investisseur privé aura peu d'intérêt à conserver l'obligation à 0 %. Le marché secondaire continuerait d'exister, mais son rôle dans la détermination du prix et du rendement de la dette pourrait être réduit si la BCE intervenait de manière systématique.

4 Les effets économiques d'une monétisation durable de la dette

Le rachat de dette par la BCE ne provoque pas mécaniquement une inflation. Le mécanisme dépend de la manière dont les achats sont conduits, de la situation de l'économie et surtout de leur articulation avec la politique budgétaire.Le risque apparaît surtout si les achats de dette deviennent permanents et permettent de financer durablement des déficits publics élevés.Plusieurs mécanismes peuvent alors se combiner.

4.1 Le canal des taux et de la demande

Lorsque les achats de la BCE font baisser les taux, le crédit peut devenir moins coûteux. Cela peut stimuler l'investissement, la consommation et, plus généralement, la demande :

$$\text{taux diminuent} \quad \longrightarrow \quad \text{crédit augmente} \quad \longrightarrow \quad \text{demande augmente}$$

Si l'économie dispose de capacités de production inutilisées, cette demande supplémentaire peut principalement se traduire par une hausse de la production. Mais lorsque l'économie fonctionne déjà proche de ses capacités (i.e. la demande est supérieure à l'offre disponible) une partie de l'ajustement peut se faire par une hausse des prix. Un risque inflationniste existe.

4.2 Le canal budgétaire

Le mécanisme devient plus puissant si le financement par la BCE réduit durablement la contrainte budgétaire. Si l'État peut financer ses déficits à un taux très faible, la charge d'intérêt devient moins contraignante. Le coût immédiat d'un déficit supplémentaire est alors réduit :

$$\text{coût de financement diminue} \quad \longrightarrow \quad \text{contrainte budgétaire diminue}$$

Cela peut faciliter le maintien de déficits élevés. Lorsque cette demande excède durablement les capacités de production, la pression inflationniste augmente.Le risque n'est donc pas lié à chaque achat de dette pris isolément, mais à la possibilité que la politique monétaire permette de maintenir durablement un niveau de dépenses publiques que les conditions normales de financement ne permettraient pas de soutenir.

4.3 Les réserves bancaires ne sont pas mécaniquement inflationnistes

Lorsque la BCE rachète une obligation sur le marché secondaire, elle crédite le système bancaire en réserves.Il serait toutefois incorrect d'assimiler directement ces réserves à de la monnaie supplémentaire disponible pour la consommation.Les réserves sont des actifs détenus par les banques auprès de la banque centrale. Leur création ne provoque donc pas mécaniquement une hausse équivalente de la demande ou des prix.Le risque inflationniste apparaît surtout lorsque les achats de la banque centrale s'accompagnent d'une expansion de la demande globale incompatible avec les capacités de production de l'économie, ou lorsque les agents économiques commencent à anticiper une inflation durable.

4.4 Le risque sur les anticipations d'inflation

Un mécanisme supplémentaire concerne les anticipations.Si les investisseurs pensent que la BCE financera durablement les déficits publics, ils peuvent anticiper une inflation plus élevée. Ils peuvent alors chercher à réduire leur exposition à la monnaie ou à acheter des actifs offrant une meilleure protection contre l'inflation. La demande d'actifs en euros peut alors diminuer. **Une baisse de la demande d'euros peut alors contribuer à une dépréciation de la monnaie**.

4.5 Le risque sur la valeur de l'euro

Si les déficits publics sont durablement financés par création monétaire, les investisseurs peuvent craindre que la quantité de monnaie augmente plus rapidement que la production. Ils peuvent alors chercher à réduire leur exposition à l'euro.

$$\text{confiance dans l'euro diminue} \quad \longrightarrow \quad \text{demande d'euros diminue} \quad \longrightarrow \quad \text{euro se déprécie}$$

Une dépréciation de l'euro renchérit les importations :

$$\text{euro se déprécie} \quad \longrightarrow \quad \text{prix des importations augmentent} \quad \longrightarrow \quad \text{inflation importée augmente}$$

L'inflation importée alimente à son tour le déficit commercial et une spirale inflatinniste peut s'installer.Ce mécanisme n'est cependant pas automatique. Il dépend notamment de la croissance, de la réaction de l'offre, de la crédibilité de la BCE et de la confiance des investisseurs internationaux.

4.6 Le bilan de la BCE et le coût de la rémunération des réserves

Si la BCE détient 100 milliards d'euros d'OAT à 0 %,en contrepartie, elle a créé des réserves qui constituent un passif de la banque centrale. Si les réserves sont rémunérées à un taux positif alors que l'OAT rapporte 0 %, la BCE peut subir une perte de revenu.Cela ne signifie toutefois pas qu'elle est automatiquement insolvable. Une banque centrale dispose d'une capacité spécifique à créer la monnaie centrale et peut fonctionner avec des fonds propres faibles, voire temporairement négatifs. La perte financière peut être absorbée par la banque centrale. **En revanche, si le financement monétaire devient durable et conduit à une expansion de la demande incompatible avec les capacités de production, le coût économique peut se manifester par une baisse de la valeur réelle de la monnaie et une inflation plus élevée.**

5 Un financement permanent de l'État : où se déplace la contrainte ?

Imaginons maintenant un scénario dans lequel le mécanisme devient permanent.L'État émet régulièrement de la dette et la BCE en rachète progressivement une part importante. Le fonctionnement pourrait alors être résumé ainsi :

déficit public $\longrightarrow$ émission de dette $\longrightarrow$ rachat par la BCE $\longrightarrow$ détention accrue de dette par la BCE

Dans un tel système, la contrainte financière ne disparaît pas nécessairement : elle change de forme. Dans un système classique, l'État doit convaincre les investisseurs d'acheter ses obligations. Le taux d'intérêt joue alors un rôle disciplinaire :

$$\text{risque perçu augmente} \quad \longrightarrow \quad \text{taux demandé augmente}$$

La hausse des taux augmente la charge d'intérêt et peut inciter l'État à réduire son déficit.Dans un système où la BCE intervient systématiquement pour soutenir la demande de dette publique, ce mécanisme disciplinaire peut être affaibli : quand le déficit public augmente le taux de marché n'augmente pas dans les mêmes proportions. La contrainte économique n'a cependant pas disparu. Elle peut se déplacer vers l'inflation, les anticipations et la valeur de la monnaie :

$$\text{contrainte sur les taux diminue} \quad \Longrightarrow \quad \text{risque de contrainte inflationniste augmente}$$

notamment si les déficits deviennent excessifs.

5.1 Le dilemme entre soutien à l'État et stabilité des prix

Une banque centrale indépendante peut normalement lutter contre une inflation excessive en augmentant ses taux. Mais si elle est devenue simultanément un détenteur majeur de la dette publique et si la politique monétaire est perçue comme subordonnée aux besoins de financement de l'État, une hausse des taux peut avoir un coût important pour les finances publiques.La banque centrale peut alors être confrontée à un dilemme quand l'inflation augmente

1. Remonter les taux : l'inflation est combattue, mais le coût du financement de l'économie augmente. Mais la BCE mène alors une politique monétaire contradictoire : elle essaie de resserrer les conditions monétaires tout en maintenant un financement public bon marché. La hausse des taux ne joue plus normalement son rôle de transmission au secteur public.
2. Maintenir les taux bas : le financement public reste bon marché, mais le risque d'inflation et de perte de crédibilité augmente.

Le problème fondamental est donc un possible conflit entre deux objectifs :

financer durablement l'État à bas coût *versus* maintenir une inflation faible et stable

Si les agents économiques pensent que la banque centrale privilégiera systématiquement le premier objectif, les anticipations d'inflation peuvent augmenter.

6 La dette disparaît-elle vraiment ?

Le projet permettrait effectivement de réduire fortement le coût financier apparent de la dette publique. Une dette détenue par la BCE et transformée en dette perpétuelle à taux nul ne génère pratiquement plus de charge d'intérêt pour l'État. Mais la contrainte économique fondamentale n'a pas disparu. Dans un système classique, l'État est principalement contraint par :

— Les investisseurs ;

— Le taux d'intérêt

Dans un système de financement monétaire permanent, cette contrainte peut être déplacée vers l'inflation, les anticipations et la valeur de monnaie. La question centrale n'est donc pas seulement :

> *« Peut-on faire financer la dette publique par la BCE à 0 % ? »*

La question est plutôt :

> *« Que se passe-t-il si ce financement devient permanent et permet de maintenir durablement des déficits que les marchés n'accepteraient plus aux taux de marché ? »*

Dans ce cas, le problème de la dette n'est pas nécessairement supprimé : il change de forme.La contrainte exercée auparavant par les marchés sur le coût de financement peut être remplacée par une contrainte exercée sur la stabilité des prix, les anticipations d'inflation et le taux de change.

Financement par les marchés

⇓

Contrainte principalement exercée par les taux d'intérêt

⇓

Financement permanent par la BCE

⇓

Contrainte potentiellement exercée par l'inflation et la monnaie

Ainsi, la monétisation de la dette peut réduire fortement la charge financière de l'État, mais elle ne permet pas de supprimer la contrainte économique fondamentale : une économie ne peut durablement consommer davantage de ressources qu'elle n'en produit sans qu'un ajustement intervienne quelque part.

7 Le mur de l'obstacle juridique

Notre raisonnement précédent a été conduit sans intégrer la contrainte juridique. Or, la Banque de France appartient au Système européen de banques centrales (SEBC) et participe à l'Eurosystème. Les relations entre l'État et la banque centrale sont donc encadrées par le droit de l'Union européenne. Ces règles, qui relèvent du droit primaire de l'Union, s'imposent au droit

national et limitent la capacité de l'État à intervenir dans la conduite de la politique monétaire ou à demander à la banque centrale de financer ses besoins.

Les principales dispositions du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) sont les suivantes :

Article	Ce qu'il prévoit	Problème juridique potentiel
123	Interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des crédits aux administrations publiques ou d'acquérir directement leurs titres de dette.	Interdiction du financement monétaire direct de l'État. Les achats sur le marché secondaire peuvent toutefois être autorisés sous certaines conditions.
124	Interdit aux pouvoirs publics de bénéficier d'un accès privilégié aux institutions financières.	Une organisation donnant à l'État un accès privilégié au financement de la banque centrale pourrait être contestée.
125	Pose le principe de non-renflouement des engagements financiers d'un État membre par l'Union ou les autres États membres.	Risque en cas de mutualisation ou de prise en charge de la dette publique d'un État.
127	Confie au SEBC la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire, avec pour objectif principal le maintien de la stabilité des prix.	L'État ne peut imposer à la banque centrale une politique monétaire destinée principalement au financement de son déficit.
130	Garantit l'indépendance de la BCE et des banques centrales nationales à l'égard des gouvernements.	L'État ne peut donner d'instructions à la banque centrale ni chercher à influencer ses organes de décision dans l'exercice de leurs missions.
131	Impose aux États membres de veiller à la compatibilité de leur législation nationale avec les traités et les statuts du SEBC et de la BCE.	Une loi nationale imposant à la Banque de France une mission incompatible avec le droit de l'Union pourrait être écartée.
126	Organise la surveillance des déficits publics et de la dette des États membres.	Une politique budgétaire conduisant à une forte dégradation des finances publiques demeure soumise au cadre européen de discipline budgétaire.

Trois dispositions sont particulièrement importantes pour le projet envisagé : les articles 123, 127 et 130 TFUE.

L'article 123 constitue le premier obstacle. Il interdit à la banque centrale de financer directement l'État ou d'acquérir directement ses titres de dette. Le projet peut toutefois chercher à contourner cette interdiction en faisant intervenir la BCE sur le marché secondaire, en rachetant les titres auprès des investisseurs privés plutôt que directement auprès de l'État. Ce mécanisme n'est cependant pas sans limites : les achats doivent rester compatibles avec les missions de politique monétaire de la BCE et avec les conditions posées par la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne.

Les difficultés les plus fondamentales tiennent toutefois aux articles 127 et 130 TFUE. L'article 127 confie au SEBC la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire et fait de la stabilité des prix son objectif principal. L'article 130 garantit parallèlement l'indépendance de la BCE et des banques centrales nationales à l'égard des gouvernements.

L'État ne peut donc pas imposer à la Banque de France une politique monétaire destinée à faciliter le financement de ses déficits. Même si un mécanisme était conçu pour éviter formellement l'interdiction de financement direct prévue à l'article 123, il resterait soumis à ces deux contraintes fondamentales : la politique monétaire relève de la banque centrale indépendante et celle-ci doit poursuivre en priorité l'objectif de stabilité des prix.

Ainsi, le principal obstacle juridique au projet n'est pas seulement l'interdiction du financement direct de l'État prévue par l'article 123 TFUE. Il réside plus largement dans le fait que l'État ne

peut ni déterminer lui-même la politique monétaire ni imposer à la banque centrale de privilégier le financement de la dette publique sur son objectif de stabilité des prix.

8 Pourquoi cette politique monétaire ne ressemble pas aux autres politiques monétaires conventionnelles menées par le passé par la BCE ?

La politique de financement de la dette publique par la banque centrale défendue par Jean-Luc Mélenchon peut, à première vue, être rapprochée du *quantitative easing* (QE) pratiqué par la Banque centrale européenne (BCE), puisque les deux reposent sur des achats de titres sur le marché secondaire. Leur logique économique est toutefois différente.

Dans le cadre du QE conventionnel, les achats de titres constituent un instrument de politique monétaire. Lorsque les taux directeurs ne suffisent plus à soutenir l'activité, la banque centrale intervient sur les marchés afin d'améliorer les conditions de financement, de préserver la transmission du crédit et de stimuler la demande. Ces interventions restent subordonnées à l'objectif de stabilité des prix : elles visent notamment à éviter que l'inflation ne s'éloigne durablement à la baisse de la cible de 2

La logique du financement monétaire de la dette serait différente. Les achats de titres ne seraient plus principalement justifiés par la nécessité de restaurer la transmission de la politique monétaire, mais par la volonté de desserrer la contrainte de financement pesant sur l'État. La création monétaire deviendrait ainsi un moyen de soutenir directement la politique budgétaire. Le risque associé est alors celui d'une subordination de la politique monétaire aux besoins de financement publics et d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation.

Cette distinction ne signifie toutefois pas qu'un tel desserrement monétaire serait nécessairement inflationniste dans toutes les circonstances. Dans un environnement durablement déflationniste, caractérisé par exemple par de forts gains de productivité liés à l'automatisation et à l'intelligence artificielle, une politique monétaire plus accommodante pourrait être compatible avec la stabilité des prix. Si ces gains de productivité exercent une pression durable à la baisse sur les coûts et les prix, une cible d'inflation de 2 % pourrait même conduire à une politique monétaire relativement restrictive. Dans cette hypothèse, relever temporairement la cible, par exemple vers 3% pourrait permettre d'obtenir effectivement une inflation proche de 2% et de réduire le risque d'une installation durable dans la déflation.

L'enjeu est donc moins le recours aux achats de titres en lui-même que la **finalité qui leur est assignée**. Le QE conventionnel utilise le bilan de la banque centrale pour atteindre son objectif de stabilité des prix ; le financement monétaire de la dette l'utiliserait également pour élargir l'espace budgétaire de l'État. La pertinence d'une telle politique dépendrait dès lors de l'environnement macroéconomique et, en particulier, de la capacité à distinguer une économie confrontée à des pressions déflationnistes durables d'une économie où une création monétaire excessive alimenterait une demande déjà supérieure aux capacités de production.

À retenir

1. **Le projet de Mélenchon** vise à réduire la dépendance de l'État aux marchés financiers en faisant racheter par la BCE une partie de la dette publique et en transformant la dette détenue par la BCE en dette perpétuelle à taux nul.
2. **Le rachat de la BCE** augmente la demande d'OAT, ce qui tend à augmenter leur prix et à réduire leurs taux.
3. **La dette à 0 %** devient peu attractive pour les investisseurs privés si les taux de marché sont positifs. La BCE peut alors devenir progressivement le principal détenteur d'une part croissante de la dette.

4. **Le risque inflationniste** ne vient pas mécaniquement de chaque euro de réserves créé par la BCE, mais de la combinaison entre financement monétaire, taux bas, déficits publics, situation de l'économie et anticipations d'inflation.
5. **À long terme**, si la BCE garantit systématiquement le financement des déficits, la contrainte exercée par les marchés sur les taux peut diminuer. Mais la contrainte économique ne disparaît pas : elle peut se déplacer vers l'inflation, le taux de change et la confiance dans la monnaie.
6. **Le risque fondamental** est donc de remplacer une partie de la discipline exercée par les marchés financiers par une contrainte exercée par la monnaie elle-même : si les déficits deviennent incompatibles avec les capacités de production de l'économie, l'ajustement peut se faire par une perte de valeur de la monnaie et une inflation plus élevée.
7. **L'impasse juridique** à laquelle se heurte ce projet demeure le plus grand obstacle à ce jour au-delà des considérations économiques sur la stabilité monétaire.