

25 septembre 2026

Achat, remboursement et annulation de dettes souveraines : Comment fonctionne une Banque centrale et quels impacts économiques ?

- L'achat d'une obligation d'État sur le marché secondaire par l'Eurosystème ne constitue pas une simple opération de portefeuille : il transforme la nature même du passif public. Une dette à taux fixe et à échéance connue devient, du point de vue consolidé de l'État et de sa Banque centrale, un passif monétaire liquide, sans terme, rémunéré au taux directeur.
- Le remboursement à l'échéance referme le cycle : l'État verse le nominal, la Banque centrale détruit les réserves qu'elle avait créées, l'actif et le passif s'éteignent ensemble.
- L'annulation d'un titre, elle, ne supprime que le titre à l'actif. Les réserves demeurent au passif, perpétuelles et rémunérées. La contrepartie de l'annulation du titre à l'actif est l'apparition au passif de la Banque centrale d'une perte diminuant ses fonds propres.
- Il n'y a pas de gain économique consolidé puisqu'avant annulation, le coût économique du portage de titre était nul pour l'ensemble « État + Banque centrale » et l'est toujours après annulation d'un titre. Dans les deux cas, il reste le coût du paiement des réserves.
- Compenser la perte de la Banque centrale suppose soit une charge sur les banques (taxe explicite ou implicite), soit son absorption par les bénéfices futurs de la Banque centrale, soit une création monétaire qui s'auto-alimente.
- Cette nouvelle création monétaire porte des conséquences. Si cette opération dépasse la valeur des actifs et du potentiel de seigneuriage de la Banque centrale (ce qui serait probablement le cas pour toute annulation significative), le mécanisme mis en place est un schéma de Ponzi entraînant une hausse sans limite de la quantité de monnaie et l'impossibilité de pilotage de l'inflation.
- Par ailleurs, la contrainte juridique redouble la contrainte économique : pour la Cour de justice de l'Union européenne, la légalité des rachats des QE implique implicitement qu'ils ne comportent aucune renonciation au paiement de la dette justement pour éviter l'effet Ponzi.

Philippe Aurain.

Quand l'Eurosystème achète une obligation d'État française, il modifie les caractéristiques de la dette publique. En cas d'annulation de ce titre, les conséquences économiques ne sont pas neutres. La présente note¹ se propose de décrire cette transformation pas à pas, d'en suivre les écritures comptables, d'en tirer les conséquences économiques et, chemin faisant, de dissiper quelques illusions tenaces sur ce qu'une annulation de dette détruirait vraiment et sur ce qu'elle laisserait intact.

❖ Quelle est la valeur de la monnaie ?

Que vaut un euro ? Un billet en euros ne promet rien. Ni or, ni remboursement, ni créance contractuelle sur un bien. En revanche sa détention correspond à un droit d'achat sur des biens et services produits par l'économie réelle. C'est précisément l'origine de sa valeur : la capacité de l'échanger contre quelque chose de réel.

En conséquence, la valeur réside dans la confiance que les prix, mesurés en euros pour notre zone économique, resteront à peu près stables, c'est-à-dire que l'on puisse acheter une quantité constante de biens à un prix connu pour une certaine période². À l'inverse, une monnaie qui changerait de valeur constamment, poserait des problèmes graves (nécessité de mécanismes d'indexation des salaires pour préserver le pouvoir d'achat, difficultés d'investir faute de pouvoir projeter la valeur dans le temps, distorsion de la fiscalité, etc.)³.

Cette confiance repose sur la capacité de la Banque centrale à stabiliser cette valeur. S'il y a durablement trop de monnaie en circulation par rapport à ce que l'économie produit, les prix montent⁴, c'est l'inflation, et il faut alors pouvoir réduire la quantité de monnaie. Tant que chacun sait que la Banque centrale peut et veut le faire, les agents économiques⁵ ne modifient pas leur comportement et les ajustements sont permanents et efficaces (contrôle du niveau d'inflation, prévisibilité de la valeur de la monnaie).

La politique monétaire (action visant à contrôler la quantité de monnaie et in fine l'inflation) dispose de deux outils principaux : 1. la fixation des taux d'intérêt de court terme (taux directeurs) qui vont agir sur la capacité des banques à créer de la monnaie (réduction de la création i.e. des prêts des banques quand les taux augmentent parce que ceux-ci rendent les emprunts plus chers pour les agents économiques) et 2. Les opérations de marchés (« open-market ») qui consiste à acheter ou vendre des titres.

¹ Je remercie au passage Quentin Vandeweyer dont la lecture des posts X (que je conseille fortement) a attiré mon attention sur un certain nombre d'articles de recherche cités dans la note et de remarques de fond. Les erreurs d'interprétation éventuelles restent les miennes.

² On dit parfois que la monnaie est une créance sur la production future d'un État. Elle permet d'acheter cette production si la production est au rendez-vous et si la production ne subit pas des variations de prix importantes.

³ Les pays confrontés à l'hyperinflation ont recours à des monnaies externes de manière plus ou moins officielle en plus de mécanisme de réindexation automatique de salaires. Ils sont par exemple obligés d'émettre leur dette dans une autre monnaie.

⁴ Pour une représentation simple de la « théorie quantitative de la monnaie » en économie fermée, à vitesse de circulation constante et en supposant l'absence d'épargne : la monnaie « s'applique » sur tous les biens échangés. Avec une quantité de biens fixe, si la Banque centrale « distribue » deux fois plus de monnaie aux agents économiques alors tous les prix doubleront. Sous hypothèse d'absence d'épargne, les agents doivent en effet (ce n'est pas un choix) dépenser le double pour la même quantité de biens. Dans une économie plus complexe, la relation est moins immédiate mais la logique est la même. Une autre théorie (théorie fiscale du niveau des prix) sera convoquée dans la note.

⁵ Ménages, États, entreprises.

❖ Quels mécanismes de gestion de la monnaie entre la Banque centrale et les banques commerciales ?

Les banques commerciales disposent de comptes⁶ à la Banque centrale, appelés « réserves bancaires ». Leurs encours agrégés sont reflétés par le bilan de la Banque centrale : il augmente lorsqu'elle achète des titres ou prête aux banques, il diminue lorsque ces opérations se dénouent. La réglementation impose par ailleurs aux banques de détenir un minimum de réserves pour chaque banque, proportionnel aux dépôts, ce qui répartit ce stock entre réserves obligatoires et excédentaires sans en modifier le total. Ces réserves excédentaires sont rémunérées au taux de la facilité de dépôt (non rémunérées pour les réserves obligatoires). En le relevant ou en baissant ce taux, la Banque centrale rend les ressources plus ou moins chères pour les banques et le coût du crédit plus cher ou moins cher dans toute l'économie : en cas de hausse, la production de crédit ralentit, et avec elle la création de monnaie bancaire, les dépôts, qui constituent l'essentiel de la masse monétaire (environ 90 %).

Quelles sont les ressources de la Banque centrale pour payer ces intérêts sur réserves ? Il y en a deux : 1. les intérêts qu'elle perçoit elle-même des actifs qu'elle détient (par exemple des obligations d'État détenues sur son bilan pour lesquelles ce dernier paie un taux d'intérêt de marché) et 2. Le second est le « seignuriage », i.e. le bénéfice tiré de l'émission de monnaie moins rémunérée que ces actifs. Par exemple⁷, lorsqu'une banque retire 100 euros en billets, la Banque centrale débite d'autant son compte de réserves : un passif rémunéré au taux de la facilité de dépôt est remplacé par un passif qui ne coûte rien (les billets), à actif inchangé. La Banque centrale continue donc de percevoir le rendement des titres qu'elle détient, mais cesse d'en reverser une part sous forme d'intérêts sur réserves. Le seignuriage est ce revenu conservé : en première approximation, le taux d'intérêt de l'actif miroirisant l'encours de billets en circulation, diminué des coûts de fabrication et de traitement amortis sur la durée de vie des coupures.

La valeur actualisée de ces flux de seignuriage constitue avec les actifs la capacité d'intervention autonome de la Banque centrale⁸. Une Banque centrale est économiquement solvable quand ce total couvre ses engagements. La solvabilité s'entend ici comme la capacité de la Banque centrale à remplir sa mission de stabilisation de la monnaie de manière autonome. Au-delà, on le verra plus loin, la Banque centrale doit en théorie être recapitalisée par le Trésor.

On peut se représenter cette contrainte à titre pédagogique en se référant à la période de « l'étalon-or » pendant laquelle la monnaie était convertible en or. Si la Banque centrale avait émis plus de monnaie que son stock d'or à l'actif, les agents auraient compris qu'il valait mieux procéder à l'échange rapidement, la quantité d'or n'étant pas suffisante pour toutes les créances monétaires. La monnaie se serait alors dépréciée, générant de l'inflation (moins de biens pour la même valeur faciale). L'analogie s'arrête là : il n'existe aujourd'hui aucun droit de conversion opposable à la Banque centrale, et c'est justement l'absence de ce droit qui déplace la contrainte du bilan vers les anticipations.

⁶ Que l'on peut voir en première approximation comme un compte courant de la banque commerciale à la Banque centrale.

⁷ Un autre exemple, l'émission de monnaie via les réserves en paiement d'achat de dette souveraine génère un écart de rendement généralement profitable mais dépendant des taux respectifs du titre d'État et du taux de rémunération des dépôts.

⁸ La base du seignuriage hors QE est l'encours de billets, dont le poids relatif décline avec la digitalisation des paiements, et qu'un euro numérique réduirait davantage. La ressource autonome de la Banque centrale se contracte donc structurellement.

Aujourd'hui, la convertibilité or est remplacée par la « convertibilité en biens » i.e. la capacité à acheter un bien donné avec une quantité monétaire donnée. Si la quantité de monnaie dépasse la valeur des biens échangeables, la « convertibilité en biens » se dégrade (moins de biens pour la même valeur faciale) et génère de l'inflation.

Bien sûr, il faut se garder d'une lecture trop mécanique de cette relation. Le niveau des prix n'est pas déterminé par un rapport arithmétique entre une quantité de monnaie et une quantité de biens : la vitesse de circulation varie, une large part de la monnaie est détenue sans être dépensée (y compris par des agents étrangers dont les banques centrales), les anticipations et la confiance jouent un rôle crucial et l'expérience du « quantitative easing » l'a rappelé, puisque des créations monétaires massives ont coexisté pendant une décennie avec une inflation durablement inférieure à la cible.

Un point clé est que la monnaie et la dette publique sont des engagements nominaux du même ensemble consolidé constitué de l'État et de sa Banque centrale⁹. Leur valeur repose sur la conviction que cet ensemble dispose des ressources futures nécessaires pour les honorer¹⁰ : excédents budgétaires primaires du côté de l'État, seigneurage du côté Banque centrale. Tant que cette conviction tient, la Banque centrale peut piloter l'inflation par les taux, et la quantité de monnaie en circulation n'est pas en soi un problème. Si elle se défait, l'ajustement ne se fait pas par un défaut car un État qui émet sa monnaie et emprunte dans cette monnaie ne peut théoriquement faire défaut, mais par le niveau des prix, qui déprécie la valeur réelle de ces engagements jusqu'à ce qu'ils redeviennent compatibles avec les ressources anticipées.

Les travaux mobilisés dans la suite de cette note s'inscrivent dans cette approche consolidée, qui fait dépendre la monnaie et la dette publique des ressources futures de l'État et de sa banque centrale.

❖ Quelle relation entre l'État et la Banque centrale ?

La Banque centrale et l'État forment un ensemble économiquement intégré. L'État français est l'actionnaire unique de la Banque de France¹¹. Tous les revenus qu'elle dégagne, seigneurage et revenus d'actifs, ont vocation à lui être reversés, et c'est pourquoi l'analyse conduite ici se porte sur le bilan consolidé des deux entités.

Cette consolidation constitue une convention d'analyse économique, mais elle ne correspond pas au périmètre retenu dans les comptes publics. En comptabilité nationale, la Banque de France y est classée parmi les sociétés financières, en dehors des administrations publiques. Son bilan n'est donc pas agrégé à celui de l'État : ses pertes n'affectent pas le déficit public et les titres souverains qu'elle détient restent inclus dans la dette publique au sens de Maastricht, au même titre que ceux détenus par des investisseurs privés.

⁹ On se place ici dans une approche pédagogique. En réalité la France n'émet pas sa monnaie Banque centrale qui est gérée par la BCE et les revenus sont pour partie mutualisés entre banques nationales et pour partie conservés par la BCE.

¹⁰ Cette lecture prolonge la tradition ouverte par Thomas Sargent et Neil Wallace sur l'arithmétique déplaisante de la coordination budgétaire et monétaire (« Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », 1981), reprise dans la littérature contemporaine sur les conditions de solvabilité des banques centrales. Elle ne fait pas l'objet d'un consensus complet, en particulier dans ses versions les plus fortes, qui font du niveau des prix la variable d'ajustement de la contrainte budgétaire de l'État. Le raisonnement conduit ici n'exige pas d'adhérer à ces versions fortes : il suffit d'admettre que la capacité de la Banque centrale à stabiliser les prix dépend, en dernier ressort, de l'existence de ressources budgétaires en face de ses engagements.

¹¹ L'Eurosystème est plus complexe et a recours à des clés d'allocation entre pays mais le raisonnement reste identique.

Cet écart entre deux référentiels « comptable » et « économique » est au cœur des opérations étudiées dans cette note. Une annulation ferait disparaître un titre du périmètre statistique de la dette publique, tout en laissant intact et hors de ce périmètre l'engagement qui lui a été substitué au passif de la Banque centrale. C'est cette asymétrie de périmètre, et elle seule, qui produit le gain apparent. Le raisonnement en consolidé, que nous adoptons dans toute la suite, est précisément ce qui permet d'en saisir l'erreur économique.

Tous les revenus dégagés par la Banque centrale (seigneuriage, revenus d'actifs), sont appelés à être reversés au Trésor. Au sein du Système européen des banques centrales, les revenus d'actifs et de seigneuriage sont mutualisés puis répartis au prorata de clés de répartition au sein du capital de la BCE.

Le reversement du profit n'est pas systématique chaque année car ce profit sert à couvrir des variations de valeurs d'actifs (par exemple en cas de hausse des taux, la valeur des obligations détenues baisse ou en cas d'achat d'actif risqués, certains font défaut) à travers la constitution de réserves propres (fonds de réserve générale).

En cas de perte, celle-ci est couverte en priorité par le fonds de réserve générale, puis éventuellement par les revenus monétaires des banques centrales nationales de l'exercice (sur décision du Conseil des gouverneurs), ou enfin reportée au bilan pour être compensée par les bénéfices futurs. On voit ici que le report de pertes est limité par la valeur attendue des bénéfices futurs.

Entre 2015 et 2022, la Banque de France a dégagé 46 milliards d'euros de résultat et n'en a reversé que 32 en dividendes et impôts. Les 14 milliards non distribués ont précisément servi à constituer les provisions qui compensent aujourd'hui les pertes. Autrement dit, l'État n'a rien perdu ni gagné¹², il a laissé en réserves de quoi payer une facture future. De fait, par la suite, la Banque de France a repris les fonds pour risques généraux (12,4 milliards en 2023, 10,1 en 2024) et affiché 7,7 milliards de perte nette en 2024.

La théorie monétaire (notamment chez Ricardo Reis, Del Negro & Sims, Hall & Reis, etc.) a approfondi la logique de cette relation à travers 3 notions¹³ : solvabilité, « fiscal backing » et « fiscal support ».

1. Solvabilité de la Banque centrale : une Banque centrale sera dite solvable si la valeur actualisée de ses actifs + la valeur actualisée du seigneuriage futur (profits qu'elle peut extraire en créant de la monnaie) est au moins égale à la valeur actualisée de ses passifs (billets + réserves + autres engagements).

$$\text{Actifs} + \text{VA}(\text{seigneuriage}) \geq \text{Passifs}$$

Si cette inégalité n'est plus respectée, la Banque centrale conserve les moyens techniques de retirer de la monnaie, comme vendre des actifs ou relever le taux servi sur les réserves. En revanche, elle ne peut plus le faire sans creuser ses propres pertes, et donc sans un soutien budgétaire qui, par hypothèse, lui fait défaut. Ainsi, chaque hausse de taux alourdit la charge des réserves sans contrepartie à l'actif. Si elle devait financer cette charge en émettant de nouvelles réserves, celles-ci porteraient intérêt à leur tour. La quantité de monnaie augmenterait alors sans limite : c'est un schéma de Ponzi, dont la conséquence est la perte de confiance, la dépréciation de la monnaie et la perte de contrôle de l'inflation.

¹² En vision intertemporelle.

¹³ Ricardo Reis, "Comment on: When does a central bank's balance sheet require fiscal support? ", Journal of Monetary Economics.

Un schéma de Ponzi consiste à payer ses dettes en en émettant de nouvelles. Le mot est pris ici au sens technique, sans notion de fraude.

Après une annulation, une partie des réserves bancaires n'a plus d'actif en face (le bilan est équilibré par des pertes au passif), mais la banque centrale doit continuer à la rémunérer au taux de la facilité de dépôt. Pour payer ces intérêts, elle dispose par hypothèse ¹⁴ d'une seule ressource propre : le seignuriage fiduciaire, c'est-à-dire l'intérêt qu'elle économise grâce aux billets en circulation, qui ne lui coûtent rien. Si cette ressource ne suffit pas pour rémunérer les réserves, elle finance la différence en créant de nouvelles réserves, qui porteront elles aussi intérêt. La dette s'alimente alors elle-même.

Chaque année, le stock de réserves non couvertes évolue ainsi : $stock \times (1 + \text{taux}) - \text{seignuriage}$. Tout dépend de la position du stock par rapport à un seuil, qui est la valeur actualisée du seignuriage futur. À taux d'actualisation égal au taux de la facilité de dépôt, ce seuil est égal à l'encours de billets en circulation (car cet encours est rémunéré au même taux que le taux d'actualisation).

Ordres de grandeur (illustratif) pour l'Eurosystème (moyenne de mai à juillet 2026) :

- Billets en circulation : 1 628 Md€ ;
- Taux de la facilité de dépôt : 2,5 % ;
- Seignuriage annuel : environ 40 Md€ ;
- Seuil : environ 1 600 Md€.

Illustration (taux constant, en Md€, chiffres purement illustratifs) :

Année	Stock de départ : 2 000 (au-dessus du seuil)	Stock de départ : 1 000 (en dessous du seuil)
0	2 000	1 000
5	2 053	921
10	2 112	832
30	2 439	341

Lecture.

- Au-dessus du seuil, le stock de réserves ne se résorbe jamais et sa croissance s'accélère. La banque centrale crée de la monnaie pour payer les intérêts de la monnaie déjà créée : c'est le schéma de Ponzi.
- En dessous du seuil, les revenus futurs suffisent à résorber la perte. La banque centrale reste solvable, même avec des fonds propres négatifs.

Conséquences dans le premier cas. **La banque centrale ne peut plus piloter l'inflation.** Relever les taux alourdit la charge des réserves et l'oblige à créer de la monnaie pour servir ces taux, et elle n'a plus d'actifs à vendre pour retirer de la monnaie. Seul un soutien du Trésor (« fiscal support ») interrompt la spirale, mais son coût est alors supporté par le contribuable.

¹⁴ Nous prenons ici un exemple simple pour illustrer. En réalité il existe d'autres sources de revenus et de charges.

Le seuil dépend du périmètre et du taux d'actualisation.

- À l'échelle de l'Eurosystème, il se situe entre 1 000 et 1 600 Md€ environ, selon le taux d'actualisation retenu.
 - Dans l'Eurosystème, le seigniorage est en partie mutualisé entre banques centrales nationales, alors que la perte sur les titres nationaux ne l'est pas. Si l'on ne retient que la quote-part française, le seuil est donc nettement plus bas. Les titres français détenus par la Banque de France représentent environ 490 Md€ fin juin 2026.
2. « Fiscal backing » (soutien budgétaire implicite / « appui budgétaire ») : c'est le fait que la solvabilité de la Banque centrale repose, en dernier ressort, sur la capacité et la volonté du Trésor (l'État) de garantir la valeur de ses actifs.
- Quand le bilan de la Banque centrale est dominé par de la dette publique, sa solvabilité dépend directement du fait que le gouvernement honore le service de cette dette (coupons + principal).
 - Ce service est financé par les recettes fiscales futures.
 - Le « fiscal backing » désigne donc cette garantie implicite : les agents économiques croient que l'État lèvera suffisamment d'impôts pour que les actifs de la Banque centrale gardent leur valeur.

Sans « fiscal backing » crédible, la Banque centrale peut devenir insolvable même si, comptablement, elle détient encore des actifs.

3. « Fiscal support » (soutien budgétaire explicite / recapitalisation). C'est l'intervention concrète et explicite du Trésor pour restaurer la solvabilité de la Banque centrale lorsqu'elle a subi des pertes trop importantes.

Exemples :

- Transfert d'actifs du Trésor vers la Banque centrale
- Injection de capital
- Engagement formel à couvrir les pertes futures

Le « fiscal support » devient nécessaire dès que les pertes dépassent la valeur actualisée du seigniorage. Sans ce soutien, la Banque centrale ne peut plus rester solvable et perd la capacité de stabiliser les prix puisqu'elle doit indéfiniment augmenter la quantité de monnaie.

La solvabilité est donc la condition nécessaire pour que la Banque centrale puisse contrôler l'inflation de façon crédible. Le « fiscal backing » est ce qui rend cette solvabilité possible lorsque le bilan de la Banque centrale contient beaucoup de dette publique. Le « fiscal support » est l'outil concret que l'État doit utiliser si le « fiscal backing » s'avère insuffisant (pertes trop élevées).

On peut résumer la chaîne logique en une phrase, qui est le cœur de tout ce qui suit : pour maîtriser l'inflation, une Banque centrale doit payer un intérêt sur les réserves, et le faire de manière crédible, sans recourir à un schéma de Ponzi. Cela suppose qu'elle soit solvable c'est-à-dire qu'elle ne crée pas de monnaie pour couvrir ses propres pertes.

Si son bilan est dominé par de la dette d'État, sa solvabilité dépend de ce que le Trésor honore ses coupons, lesquels sont financés par l'impôt. Sans volonté politique de lever cet impôt, le Trésor peut faire défaut sur ces paiements et pousser la Banque centrale à

l'insolvabilité, avec pour conséquence une inflation plus forte. Ni le seigneurage, ni l'émission de réserves nouvelles destinées à payer les coupons qu'elle détient déjà, ne résolvent ce problème si la valeur des actifs est inférieure à celle des passifs et du seigneurage.

Un argument contraire est que des fonds propres négatifs ne condamnent pas une Banque centrale. Plusieurs d'entre elles ont fonctionné des années durant avec un capital comptable négatif sans que la stabilité des prix en soit affectée. C'est qu'il faut distinguer ici deux notions que le mot « insolvabilité » confond. L'insolvabilité comptable qui est un solde de bilan à un instant donné et ne dit rien de la capacité future à honorer ses engagements. L'insolvabilité économique, seule pertinente, est celle définie plus haut : la valeur actualisée des actifs et du seigneurage futur ne couvre plus celle des passifs. Une Banque centrale peut afficher un capital négatif tout en restant économiquement solvable, si ses revenus futurs suffisent à résorber la perte, ou si les agents tiennent pour acquis que le Trésor la recapitalisera le cas échéant. Dans ce cas, le capital négatif n'est qu'une écriture transitoire.

Ce qui rend une annulation différente n'est donc pas qu'elle creuse les fonds propres, mais l'ampleur et la nature du trou qu'elle creuse. La perte n'y est pas le produit d'un cycle de taux, appelé à se retourner, mais la disparition définitive d'une source de revenus. Elle ne peut être résorbée par des bénéfices futurs si son montant excède la valeur actualisée du seigneurage, ce qui est probablement le cas pour tout ordre de grandeur significatif d'annulation. Et surtout, elle prive la Banque centrale du « fiscal backing » au moment même où elle en aurait besoin, puisque l'annulation consiste précisément, pour l'État, à refuser de payer. Les cas de capital négatif tolérés sans dommage sont ceux où l'appui budgétaire n'a jamais été mis en doute. Une annulation est la démonstration publique du contraire.

❖ Comment se concrétise l'achat de dettes souveraines par la Banque centrale ?

L'État a émis une obligation assimilable du Trésor. Elle figure à son passif comme une dette obligataire classique, avec trois caractéristiques : une maturité fixe, un taux d'intérêt déterminé une fois pour toutes à l'émission, et l'obligation de rembourser le capital le jour de l'échéance.

Lorsque la Banque de France, ou plus largement l'Eurosystème, achète ce titre sur le marché secondaire à une banque¹⁵, deux choses se produisent simultanément

- À l'actif de la Banque centrale apparaît le titre : matérialisation de l'achat
- À son passif apparaissent des réserves bancaires : monnaie créée pour acheter, le paiement est versé au compte de la banque vendeuse dans ses réserves auprès de la Banque centrale.

Ces réserves sont de la monnaie de Banque centrale, c'est-à-dire la forme la plus liquide et la plus sûre de monnaie qui existe dans l'économie. Elles n'ont pas d'échéance et leur rémunération dépend exclusivement des décisions de politique monétaire de la BCE.¹⁶

Si l'on regroupe les bilans de l'Etat et de sa Banque centrale, le titre obligataire disparaît (se compense). Le titre est un actif pour l'une et un passif pour l'autre : en additionnant les deux bilans, il s'annule. Ce qui subsiste face au reste du monde, c'est le passif nouveau : les réserves. C'est au moment de l'achat, et non au moment d'une hypothétique annulation, que la nature du passif public a changé.

¹⁵ L'obligation peut être vendue par un propriétaire non-banque mais il doit alors être intermédié par une banque.

¹⁶ Les réserves des banques auprès de l'Eurosystème sont rémunérées au taux de la facilité de dépôt, fixé par le Conseil des gouverneurs de la BCE et révisable à chaque réunion de politique monétaire.

Banque centrale	
Actif	Passif
OAT +100	Réserves +100 (monnaie créée)

Banque vendeuse	
Actif	Passif
OAT -100 Réserves +100	Inchangé

État	
Actif	Passif
Inchangé	Dette inchangée créancier = BC

Le point clé : la dette de l'État ne bouge pas, elle change seulement de créancier, et la contrepartie de l'achat est de la monnaie centrale (réserves) inscrite au passif de la Banque centrale.

Si le vendeur est un fonds et non la banque elle-même, on ajoute un étage : la banque reçoit les réserves et crédite le dépôt du fonds.

Pendant la détention, le coupon versé par l'État est un produit pour la Banque centrale, qui remonte ensuite à l'État sous forme d'impôt et de dividende — d'où l'idée que l'État se paie en partie à lui-même.

Remarque importante : en conséquence, l'achat massif de titres souverains par la Banque centrale (« quantitative easing ») ne réduit pas la dette publique économique (État + Banque centrale). Il en a changé la durée et le régime de taux. Il a transformé une dette longue à taux fixe en de la dette au jour le jour à taux variable.

❖ Que se passe-t-il au remboursement à échéance ?

Le titre arrive à maturité. L'État rembourse le nominal à la Banque de France. Pour payer, le Trésor doit d'abord se procurer les fonds soit par l'impôt, soit par une émission nouvelle placée auprès d'investisseurs privés. Dans les deux cas, il ponctionne de la monnaie détenue par des agents économiques, laquelle transite par le système bancaire et vient réduire les réserves. Puis il verse cette somme à la Banque centrale.

Celle-ci reçoit alors de la monnaie qu'elle a elle-même émise : elle la détruit, exactement comme elle l'avait créée. L'actif disparaît du bilan, le passif monétaire disparaît aussi, et le bilan se dégonfle de part et d'autre. **La dette s'éteint parce que l'État l'a acquittée sur ses recettes ou la dette a été transférée à un prêteur privé.**

Banque centrale	
Actif	Passif
OAT -100	Réserves -100 (monnaie détruite)

Banque commerciale	
Actif	Passif
Réserves -100 OAT neuve +100	Inchangé

État	
Actif	Passif
Inchangé	Dette BC -100 Dette marché +100

Il y a en réalité deux écritures successives : la banque souscrit la nouvelle OAT et son paiement transite par le compte du Trésor à la Banque de France (réserves → compte du Trésor), puis l'État rembourse (compte du Trésor → extinction du titre). Le bilan de la Banque centrale se contracte de 100 des deux côtés : le QE se dénoue. Si le remboursement était financé par l'impôt et non par une nouvelle émission, la dette de l'État baisserait de 100 et ce sont les dépôts des contribuables qui seraient ponctionnés.

❖ Que se passerait-il en cas d'annulation de la dette par l'État ?

Avant d'examiner les écritures, il faut lever une ambiguïté que le mot « annulation » entretient : deux opérations de natures différentes se cachent derrière lui.

Dans la première, c'est la Banque centrale qui renonce à sa créance. Il n'y a alors ni défaut ni impayé : le débiteur est libéré par l'acte de son créancier, et les autres porteurs des mêmes titres ne sont pas affectés. L'opération constitue un financement monétaire direct que l'article 123 TFUE prohibe, et l'État n'a aucun moyen de l'imposer à une institution indépendante.

Dans la seconde, c'est l'État qui décide unilatéralement de ne pas rembourser. L'obstacle est alors d'une autre nature. Une OAT n'est pas un titre nominatif mais une ligne fongible : la Banque de France en détient une quantité, non des exemplaires identifiables. Éteindre « les titres détenus par la Banque de France » reviendrait à traiter différemment les porteurs d'un instrument rigoureusement identique, en contournant les clauses d'action collective qui organisent précisément la modification des termes de paiement.

La contagion au reste de la dette ne serait pas juridique mais démonstrative : l'opération aurait établi qu'une créance sur l'État français peut être éteinte par la loi, et aucun porteur ne pourrait plus considérer la sienne comme protégée par autre chose.

Une possibilité intermédiaire consisterait en un échange volontaire, par lequel la Banque centrale convertirait ses titres en une dette perpétuelle non rémunérée. Mais cette transformation est exactement ce que l'article 123 interdit.

Considérons cette annulation. À l'actif de la Banque centrale, l'obligation est purement et simplement sortie. Mais les réserves inscrites sur les comptes des banques perdurent puisqu'il n'y a pas de transaction entre la Banque centrale et les banques susceptibles de les modifier.

Pour équilibrer son bilan, la Banque centrale doit enregistrer une perte, qui vient réduire ses fonds propres.

Ainsi le titre souverain a disparu, les réserves restent et elles continuent donc d'être rémunérées au taux directeur. En termes consolidés, l'État a « détruit » le titre dans son bilan mais a inscrit une perte dans celui de la Banque centrale. Il conserve une dette perpétuelle à taux variable, logée dans le bilan de sa propre Banque centrale ce qui était déjà le cas lors de l'achat du titre par la Banque centrale.

Banque centrale	
Actif	Passif
OAT -100	Réserves +100
	Capital -100

État	
Actif	Passif
Valeur BdF -100	Dette -100
dividendes futurs	

Consolidé État + BC : inchangé
les réserves restent au passif

- L'annulation ne fait pas disparaître d'engagement : les réserves créées lors de l'achat restent au passif de la Banque centrale et sont rémunérées au taux de la facilité de dépôt. La dette à taux fixe et à échéance demeure en engagement perpétuel à taux variable.
- La contrepartie est une perte de fonds propres de la Banque centrale, dont l'État est l'actionnaire unique (Banque de France). Ce qu'il gagne en dette, il le perd en valeur de participation et en dividendes futurs — d'où le bilan consolidé inchangé.

Il n'y a pas de gain économique puisqu'avant annulation, le coût économique du portage du titre était nul pour l'ensemble « État + Banque centrale » et l'est toujours après annulation. Dans les deux cas, il reste le coût du paiement des réserves.

❖ Peut-on compenser la perte de la Banque centrale ?

Théoriquement, c'est possible. Mais cela changerait radicalement la nature de l'opération. Plusieurs possibilités peuvent être étudiées pour la Banque centrale :

- Imposer une taxe ou un prélèvement exceptionnel sur les réserves excédentaires des banques. La liquidité revient alors à la puissance publique, mais elle a été prise à quelqu'un (aux banques).
- Ne plus rémunérer une partie des réserves bancaires (« tiering »), ce qui « gèle » une partie de la liquidité sans la détruire : les réserves demeurent au passif, mais elles ne coûtent plus rien à la Banque centrale, parce qu'elles coûtent désormais aux banques. Contraindre les banques à détenir à taux nul qui rapporteraient placés ailleurs le taux directeur, c'est un impôt sur la banque et leurs clients.
- Forcer la conversion des réserves en un instrument non monétaire, par exemple des obligations perpétuelles non rémunérées imposées aux banques. Coût porté par les banques.

Dans tous ces cas, on réalise un transfert de la perte vers le système bancaire et, in fine, vers le secteur privé¹⁷. Les réserves ne baissent que si quelqu'un d'autre que la Banque centrale et donc que l'État absorbe le coût.

En alternative, le coût de l'annulation peut être porté par la Banque centrale sur ses bénéfices futurs, si ceux-ci y suffisent. Or ces bénéfices seraient in fine revenus à l'État : c'est donc le budget public qui paie implicitement. Pour les finances publiques prises dans leur ensemble, l'opération est alors strictement neutre. Le coût peut être porté par les banques (non-rémunération des réserves) c'est-à-dire via une taxe implicite sur l'ensemble de l'économie, ou il peut être porté indéfiniment par la Banque centrale qui créerait de la monnaie via un schéma de Ponzi pour éponger ses pertes. L'inflation qui en résulterait serait également une taxe implicite sur l'économie.

On pourrait argumenter que la dimension intertemporelle de la solvabilité de la Banque centrale réduit fortement le risque à court terme d'une perte de confiance associée à une réduction du capital une année donnée. Cela repose sur l'hypothèse d'une absence de rationalité des marchés financiers qui seraient alors « myopes » ou sur évaluerait le seigneuriage futur. Cette hypothèse qui pourrait être tentante est contredite par les cas d'usage pour lesquelles les tentatives de financement sans contrepartie de l'État par sa Banque centrale ont historiquement toujours mené à une hausse des taux d'intérêt, de l'inflation et une dépréciation de la monnaie quand elles n'étaient pas ponctuelles ou justifiées par un contexte réversible (type QE).

❖ Quelles seraient les conséquences d'une telle annulation ?

L'annulation entraînerait une amélioration du ratio d'endettement, pour la raison de périmètre exposée plus haut : le titre sort de la dette au sens de Maastricht, tandis que les réserves qui subsistent au passif de la Banque de France n'y entrent pas, puisque celle-ci est classée hors administrations publiques. Le gain est donc entièrement

¹⁷ Les banques « compenseront » cette perte dans leur coût du crédit et des services.

imputable à la frontière statistique, et non à une amélioration de la situation économique de l'ensemble consolidé.

Par les risques qu'elle entraîne (inflation hors de contrôle), l'annulation pure par schéma de Ponzi entraînerait une perte de confiance des investisseurs et une forte hausse des taux d'intérêt, pénalisant très fortement l'économie française et le budget de l'État.

❖ **Légalité et faisabilité de l'annulation.**

Le texte régissant le financement par la Banque centrale est l'article 123 TFUE (Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui découle du traité de Maastricht, repris par Lisbonne). Il interdit à la BCE et aux banques centrales nationales d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux États, ou d'acheter directement leurs titres auprès de l'entité publique au moment de l'émission. Deux précisions souvent oubliées : l'interdiction vise aussi les organes et institutions de l'Union elle-même, et pas seulement les États et elle couvre l'ensemble du secteur public, national comme européen.

La jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne n'a pas fait de l'absence de renonciation à la créance une condition de la légalité des achats. Elle a relevé que la détention jusqu'à l'échéance n'implique pas que le SEBC renonce à son droit au paiement (*Weiss*, pt 146 ; *Gauweiler*, pt 118)¹⁸, et a fondé son analyse de l'article 123 sur l'absence d'effet équivalent à un achat direct et sur la préservation de l'incitation à la prémisses. Elle affaiblirait aussi les garanties qui préservent l'incitation à la discipline budgétaire, en particulier la faculté de revendre les titres (pts 135 et 150).

Toutefois, à ce jour, aucune juridiction ne s'est prononcée sur l'annulation elle-même et tout raisonnement reste donc spéculatif.

Enfin, l'article 130 TFUE interdit à la BCE et aux banques centrales nationales de solliciter ou d'accepter des instructions des gouvernements. S'il s'agit des titres détenus par la Banque de France, la décision relèverait de l'Eurosystème et supposerait une réforme européenne. S'il s'agit des titres détenus en propre par la BCE, elle relèverait du Conseil des gouverneurs. L'État est actionnaire unique de la Banque de France, mais actionnaire sans pouvoir d'instruction : c'est le sens même de l'indépendance statutaire.

Une révision du traité, par la procédure de l'article 48 TUE nécessite un vote des vingt-sept, puis ratification par chacun.

¹⁸ *Weiss*, C-493/17, 11 décembre 2018, et *Gauweiler*, C-62/14, 16 juin 2015

Conclusion

- **L'État et la Banque centrale constituent un ensemble économiquement intégré, que les conventions de comptabilité nationale traitent pourtant comme deux secteurs distincts. Toute la portée apparente d'une annulation tient à cet écart de périmètre.**
- **L'achat d'un titre souverain par la Banque centrale équivaut à sa conversion en réserves bancaires. L'annulation laisse ces réserves au passif, sans actif en face.**
- **Une annulation n'est jamais gratuite : son coût est soit absorbé par les bénéfices futurs de la Banque centrale, c'est-à-dire par le budget de l'État qui en aurait été le bénéficiaire et auquel cas l'opération est strictement neutre en termes intertemporels, soit reporté sur les banques et in fine sur l'économie par une taxe implicite, soit enfin financé par une création monétaire qui s'auto-alimente et se résout par l'inflation.**

Ω Ω Ω

Direction finance et stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Études Économiques. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. Aucune responsabilité ne saurait être encourue du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.