



DATE 29 AOÛT 2026 AUTHOR BZHMACRO STATUS NOTE DE TRAVAIL VERSION V5

Annuler la dette détenue par l'Eurosystème n'est pas un effacement. C'est *un pari sur la prime de terme*.

Matthieu Pigasse a déclaré le 23 août qu'environ 20 % de la dette française est détenue par la BCE et qu'elle peut être annulée « sans aucun impact économique et sans aucun impact financier ». Jean-Luc Mélenchon a dit le lendemain que cela ne coûterait rien à personne. Olivier Blanchard a répondu qu'il s'agit d'un vieil argument qui ressort régulièrement et qui est simplement faux. Les trois débattent du coupon — et sur le coupon, Blanchard a raison, et l'arithmétique n'est pas serrée. Mais les tribunes qui ont lancé ce débat en 2020 parlaient d'autre chose, le principal, et cet argument-là est à la fois plus solide et presque entièrement absent du tour actuel. Cette note chiffre les deux, et montre chaque nombre. Elle tranche aussi, phrase par phrase, l'échange technique qui a suivi entre Quentin Vandeweyer et Nicolas Dufrêne, et chiffre l'affirmation qui court sous tout le débat : que l'inflation ne serait pas un problème tant que les salaires suivent.

01

L'affirmation, et ce qu'elle vaut

L'Eurosystème détient **599,8 Md€** de titres publics français au titre des programmes d'achats PSPP et PEPP, en coût amorti, au 31 juillet 2026. C'est l'objet de la proposition. Environ 89,5 % figurent au bilan propre de la Banque de France, à son propre risque ; les 10,5 % restants sont au bilan de la BCE et relèvent du partage des pertes de l'Eurosystème.

Annulez le tout et, au premier ordre, trois choses se produisent.

PAR AN	MD€
Coupon que le Trésor cesse de verser, au rendement moyen dérivé de 1,078 %	6,47
Revenu de banque centrale que l'État cesse de percevoir — il détient la Banque de France en totalité	5,92
Net pour le Trésor	0,54

C'est là tout l'effet de trésorerie de premier ordre. Le ratio de dette publié baisse de **20,0 points**, de 117,7 % à 97,7 % du PIB, parce que la dette maastrichtienne exclut la banque centrale — mais aucune grandeur économique consolidée ne bouge.

Le résidu de 0,54 Md€ par an n'est pas une économie. C'est la part du portefeuille logée au bilan propre de la BCE, dont le revenu est mis en commun dans l'Eurosystème et partagé selon la clé de capital. La clé française est de 19,77 % : la France conserve un cinquième de cette part et les autres États membres absorbent les quatre cinquièmes — 50,5 Md€ de perte de bilan en une fois, dont 16,6 Md€ pour l'Allemagne. Ce n'est pas un repas gratuit. C'est le repas de quelqu'un d'autre, et il dispose d'un droit de veto.

02

Ce qui est réellement proposé

Trois opérations différentes sont discutées comme si elles n'en faisaient qu'une. Économiquement elles sont identiques ; juridiquement et comptablement, non.

Annulation sèche. L'Eurosystème abandonne sa créance. C'est le sens littéral d'« annulation » et ce que Mélenchon a décrit le 24 août : les foutre au feu. Elle réduit la dette maastrichtienne publiée du montant intégral, et elle renonce au droit au paiement que la Cour de justice invoque dans *Gauweiler* ¶118 et *Weiss* ¶146 en validant la détention jusqu'à échéance — selon la lecture voulant que cette garantie ait été déterminante, ce qui est une lecture et non un dispositif : le ¶118 dit dans la même phrase que la possibilité de conserver les titres jusqu'à échéance « ne joue pas un rôle déterminant à cet égard ».

Perpétuelle à taux zéro. Les titres sont échangés contre une créance sans échéance ni intérêt. C'est ce que la tribune de février 2021 proposait comme équivalent, et ce que demandait la résolution LFI de mai 2020. Elle peut ne rien réduire du tout : la dette maastrichtienne est mesurée en valeur faciale et Eurostat n'a jamais tranché sur cet instrument. Juridiquement, c'est sans doute pire qu'une annulation — il s'agit d'une transaction active avec le secteur public à des conditions hors marché, que le règlement 3603/93, art. 1(1)(b)(iii), qualifie de facilité de crédit prohibée.

Gel. Les titres sont bloqués et roulés indéfiniment. Cela ne réduit rien, et c'est à peu près ce que l'Eurosystème a fait pendant huit ans.

Décodeur de chiffres

Chaque nombre en circulation est défendable sous un périmètre et faux sous les autres. Les dénominateurs changent en cours d'argument.

469 Md€ — AFP et Banque de France, 31 mai 2026. Titres de l'État seul, soit **16,3 %** des 2 881,91 Md€ de dette négociable de l'État. Les 18 % qu'on lui accole d'ordinaire viennent d'un dénominateur de 2 613 Md€ qui n'est pas le total négociable — précisément la substitution que ce décodeur existe pour attraper.

600 Md€ — la série de la BCE au 31 juillet 2026, chiffre retenu ici. Avoirs PSPP et PEPP en titres du *secteur public* français : l'État plus les agences reconnues — CADES, UNEDIC, SNCF Réseau, Action Logement — et les émetteurs régionaux, en coût amorti. 17,0 % de la dette maastrichtienne.

640 Md€ — dettedelafrance.fr, 24-25 août 2026. Une page assistée par IA sur un domaine adjacent à l'AFT, largement reprise. Ce n'est pas une publication officielle, et elle le dit elle-même.

700 Md€ — Pigasse et la presse, 23-24 août 2026. « À peu près 20 % de la dette française », ce qui surestime sur toute mesure publiée.

839 Md€ — le pic de la BCE, janvier 2023. Le maximum jamais détenu ; le resserrement quantitatif en a retiré 239 Md€ depuis.

La dernière ligne compte plus qu'il n'y paraît. Les avoirs de l'Eurosystème baissent d'environ 68 Md€ par an sans que personne ne vote, et au rythme actuel le portefeuille aura largement disparu au milieu des années 2030. L'annulation propose d'arrêter un dénouement déjà en cours, non d'effacer une dette qui persisterait autrement.

03

La première comptabilité, et la seconde

L'argument de consolidation est juste, et il vaut la peine de l'énoncer précisément parce que les deux camps l'écorchent. Consolidez le Trésor et la banque centrale. L'engagement du secteur public consolidé envers l'extérieur est la somme des titres détenus par le public, des réserves de banque centrale et des billets :

$$L = B_{\text{privé}} + V + H$$

Les titres détenus par la banque centrale n'y figurent pas. Les annuler ne change donc l'engagement consolidé de rien du tout. C'est le contenu formel de l'affirmation selon laquelle l'annulation ne change rien — et c'est exact.

Mais cela prouve que l'opération est **vide**, non qu'elle est gratuite. Elle ne peut pas être à la fois sans coût et libératrice de ressources, et le dossier annulationniste dans sa forme de 2026 a besoin des deux propositions.

Ce qui est intéressant, c'est que le texte fondateur du mouvement le dit le premier, et écarte la contrepartie du dividende comme hors sujet :

Prétendre que « les États ne seraient à l'arrivée ni plus riches ni plus pauvres » au motif qu'ils ne recevraient plus les dividendes que leur verse la banque centrale, c'est confondre l'essentiel et le dérisoire.

— *Le Monde*, 26 mai 2020

La version sérieuse du dossier ne porte donc pas sur le coupon. C'est la section suivante.

Phase 2 : le principal, qui est le vrai argument

Immédiatement après avoir écarté la contrepartie du dividende, la tribune de mai 2020 dit à quoi la proposition sert réellement :

*En cas d'annulation, les États n'auraient plus à rembourser **le principal** (une dette ne se réduit pas à sa charge d'intérêts, surtout lorsque ceux-ci sont nuls !). Ils pourraient alors se réendetter pour un même montant afin d'investir... au lieu de faire « rouler » la dette ad nauseam.*

C'est juste, c'est la forme la plus forte du dossier, et la réfutation habituelle ne l'atteint pas. Cela a aussi un prix précis, que personne dans le tour actuel n'a calculé.

Considérez ce qui se passe au moment où les titres annulés seraient arrivés à échéance — en moyenne dans 6,4 ans, la maturité moyenne pondérée du portefeuille étant de 6,11 ans pour le PSPP et de 6,79 ans pour le PEPP, et rien n'étant réinvesti.

Sans annulation. Le Trésor rembourse la Banque de France. Il se procure les fonds en émettant de nouveaux titres auprès d'investisseurs privés, qui paient avec des réserves. La Banque de France, ne réinvestissant pas, utilise le produit pour détruire ces réserves. Les titres détenus par le privé augmentent, les réserves baissent d'autant, l'engagement consolidé est inchangé. C'est le resserrement quantitatif : le QE à l'envers.

Avec annulation. Rien de tout cela n'arrive. Les titres n'arrivent jamais à échéance, le Trésor ne refinance jamais, et les réserves restent en circulation — financées au jour le jour au taux de la facilité de dépôt plutôt qu'à long terme au taux de marché.

Le modèle comporte donc deux régimes, et leurs ordres de grandeur diffèrent :

	Md€ PAR AN
Phase 1, années 1 à 6 — coupon économisé moins revenu de banque centrale perdu	0,54
Phase 2, ensuite — 507 Md€ financés au jour le jour au lieu d'être refinancés à 3,50 %	6,34
Valeur actuelle des deux phases, 20 ans à 3 %	63

Le chiffre de la phase 2 est d'un ordre de grandeur supérieur au coupon, et c'est la réponse à la réfutation « tout est compensé ». Mais regardez de près ce qu'il est. C'est l'écart entre ce que la France paie sur une obligation longue et ce qu'elle paie sur une réserve au jour le jour. C'est une **prime de terme**, et une prime de terme n'est pas de l'argent gratuit : c'est la rémunération que le marché verse pour le portage du risque de taux et de refinancement.

La tribune fournit elle-même la bonne réserve :

S'il venait à s'interrompre et que les taux remontaient, les États seraient exposés à l'augmentation du coût du simple renouvellement de sa dette.

Précisément. L'annulation ne supprime pas cette exposition ; elle la rend permanente et retire la faculté d'y mettre fin. Une hausse de 200 pb du taux de dépôt coûte **10 Md€ par an** sur le même encours, et aucune échéance ne vient y mettre un terme.

Une réplique mérite examen plutôt que congédiement. On dit souvent que la France pourrait capter la même prime de terme aujourd'hui en émettant des BTF plutôt que des OAT, sans aucune bataille de traité — le gain ne serait donc pas imputable à l'annulation. Ce n'est qu'à moitié juste. 600 Md€ de BTF doivent être remplacés auprès d'acheteurs privés tous les quelques mois, au spread qu'ils exigeront alors ; les réserves de banque centrale forment un circuit fermé dont les détenteurs ne peuvent pas refuser le montant global. L'annulation achète donc une version réellement meilleure du financement court que ce que l'Agence France Trésor pourrait organiser seule. Ce qu'elle n'achète pas, c'est l'évasion du risque que ce financement rémunère. L'AFT tient la maturité moyenne à 8 ans et 5 mois à dessein. Cette proposition la raccourcit, définitivement, et appelle la compensation une économie.

05

Le peu qu'il faut pour effacer le gain

Mettons la phase 2 de côté un instant et prenons l'arithmétique du camp annulationniste au pied de la lettre — les 6,47 Md€ de coupon, sans aucune contrepartie. Appliquons un écartement permanent du spread de financement français aux 2 282 Md€ de dette négociable qui ne sont *pas* annulés.

La totalité du gain affiché disparaît à 28 points de base. Sur périmètres appariés — le coupon sur les 469 Md€ de l'État seul, rapporté à la dette de l'État qui reste alors debout — à 21 pb.

Pour donner l'échelle : sur la série mensuelle de la BCE, le spread OAT-Bund est passé de 47 pb en mars 2024 à 84 pb en janvier 2025 — 37 points de base — sur la seule politique budgétaire, sans que quiconque propose de répudier quoi que ce soit. La France a été dégradée deux fois en treize mois, par Fitch le 12 septembre 2025 et par S&P le 17 octobre 2025 — mais Fitch a confirmé A+ perspective stable le 28 août 2026, le mouvement n'est donc pas à sens unique. L'OAT dix ans est à 3,85 % sur la référence mensuelle de la BCE pour juillet 2026. Et le budget 2027 arrive le 30 septembre devant un Parlement où un groupe, La France insoumise, a déjà annoncé qu'il déposerait une motion de censure.

Ce n'est pas une prévision. Le modèle règle le curseur de spread à zéro par défaut, précisément pour ne jamais supposer la réponse. C'est un constat sur l'étroitesse de la marge : le dossier sophistiqué de l'annulation suppose un marché qui ne revalorise pas le risque français d'un tiers du mouvement qu'il a effectué en 2024, en réaction à une opération dont toute la finalité politique est de signaler que les soldes primaires futurs seront plus faibles.

06

Le piège des réserves

Il existe un levier qui rendrait l'annulation véritablement rentable en trésorerie, et c'est la moitié manquante de toutes les versions de la proposition : cesser de rémunérer les réserves bancaires.

La logique est inévitable. Le QE a échangé des obligations longues à taux fixe contre des réserves au jour le jour rémunérées au taux de dépôt. Annulez l'obligation et la réserve est toujours là, coûtant toujours 2,25 % par an. Tout participant sérieux, y compris les promoteurs de l'idée, reconnaît que cesser ce paiement est un impôt sur les banques. Andrew Bailey l'a dit le plus nettement, en répondant à un député qui le proposait :

Supprimer la rémunération des réserves s'apparente à un impôt sur les banques. Il n'est approprié qu'un tel impôt soit levé que par le gouvernement élu.

Voici la partie que personne dans le débat français n'a chiffrée. La rémunération des réserves est une décision du Conseil des gouverneurs qui s'applique uniformément dans toute la zone euro ; un État membre ne peut pas taxer ses seules banques. Les réserves obligatoires sont rémunérées à 0 % depuis septembre 2023 : 173,9 Md€ sont donc déjà hors assiette, dont environ 37,2 Md€ pour la part française au prorata. Et sur l'assiette rémunérée qui reste, **les banques françaises détiennent 21,4 % alors que la clé de capital française est de 19,77 %**. En vertu de l'article 32.5 des statuts du SEBC, le revenu monétaire est mis en commun et redistribué selon cette clé. La part française est une estimation et non un chiffre publié : il vaut donc la peine d'en donner la fourchette. Sur les 31 à 46 Md€ que les données de comptes courants de la Banque de France laissent pour les réserves obligatoires françaises, la part française de l'assiette rémunérée va de 21,0 % à 21,7 %. Elle dépasse la clé de capital de 19,77 % aux deux bouts : la conclusion ne dépend donc pas de l'estimation.

La France paie donc plus d'impôt qu'elle n'en encaisse.

EN NON-RÉMUNÉRATION TOTALE, SANS ÉROSION D'ASSIETTE	MD€ PAR AN
Économisé à l'échelle de l'Eurosystème	49,4
Payé par les banques françaises	10,6
Reçu par le Trésor français	9,8
Net pour la France	-0,8

Les 10,6 Md€ sont un prélèvement brut, avant impôt, égal à **26,6 %** de la totalité du résultat net 2025 des six grands groupes bancaires français — lequel est un chiffre après impôt : ce ne sont pas les mêmes grandeurs, et il ne faut donc pas lire l'opération comme un quart de bénéfices en moins. Selon la clé d'incidence retenue par cette note, seuls **6,7 %** du résultat net atterrissent sur les actionnaires ; le reste est répercuté sur les déposants et les emprunteurs. Et les données sur cette répercussion sont univoques : Gray (FMI, 2011) montre que des réserves obligatoires non rémunérées obligent les banques à élargir l'écart dépôt-crédit de $1/(1-RR)$; la lecture par McCauley et Pinter de l'expérience naturelle de l'eurodollar est que les déposants mobiles, fortunés et institutionnels se délocalisent, « laissant les déposants les plus petits et les moins fortunés payer l'impôt » — « leaving smaller, less wealthy depositors to pay the tax » dans le texte. Le plancher zéro qui protégeait l'épargnant français en 2014-19 n'est plus contraignant à taux directeur positif. Aucune étude trouvée n'était l'idée que les actionnaires en supporteraient la charge.

Deux réserves honnêtes. D'abord, la perte nette est faible — 0,8 Md€ sur un transfert brut de 10 Md€ — et elle se resserre : la part française des réserves de la zone euro est passée de 27,1 % fin 2022 à 21,4 % aujourd'hui à mesure que le QT progresse, convergeant vers la clé de capital. Les 27,1 % sont le relevé du 30 décembre 2022 et la série est fortement saisonnière en fin d'année — la même part valait 22,0 % au 1er juillet 2022 — si bien que la baisse est plus faible qu'une comparaison naïve de bout en bout ne le suggère. Elle pourrait s'inverser. Ensuite, l'objection classique selon laquelle la fin de la rémunération casserait le contrôle monétaire est plus faible qu'on ne l'affirme contre un système à *paliers* : la BCE en a fait fonctionner un d'octobre 2019 à septembre 2022, avec environ 855 Md€ exemptés à un différentiel de 50 pb, et l'étude de la Banque de France elle-même a conclu qu'il n'avait pas entraîné de hausse durable des taux du marché monétaire. Mais ce palier exemptait les réserves d'un taux *néгатif* : c'était une subvention. Cesser de rémunérer à taux positif est un impôt, et l'arbitrage joue en sens inverse. Le précédent est plus mince qu'il n'y paraît, dans les deux directions.

07

Ce que le QE a déjà fait à la dette française

L'Office for Budget Responsibility publie ce calcul chaque année pour le Royaume-Uni. Personne ne le publie pour la France : nous l'avons donc dérivé.

La dette négociable française a une maturité moyenne de 8 ans et 5 mois, l'une des plus longues du G7. Mais ce chiffre compte les 600 Md€ détenus par l'Eurosystème comme de la dette longue ordinaire. Ce n'en est pas : elle a été payée avec des réserves au jour le jour. Consolidez le Trésor et la Banque de France — sortez les obligations, faites entrer les réserves :

	CHIFFRE PUBLIÉ	CONSOLIDÉ
Maturité moyenne	8,45 ans	7,35 ans
Part se refixant sous un an	7,6 % (220 Md€)	26,1 % (727 Md€)

Le QE a raccourci la maturité consolidée effective de la France de 1,1 an, et a plus que triplé la part de la dette qui se refixe sous un an. Sur périmètres appariés — État seul — les chiffres sont de 7,31 ans et 24,9 %.

Cela reformule toute la question. La proposition est une décision de durée déguisée en allègement de dette. Le QE était un swap taux fixe contre taux variable de 600 Md€ que la France a déjà conclu ; le QT le dénoue ; l'annulation arrête le dénouement et rend le swap permanent.

08

La banque centrale est-elle alors insolvable ?

C'est la question sur laquelle porte l'échange Vandeweyer–Dufrêne des 24-28 août, et les deux hommes l'argumentent qualitativement. C'est une grandeur, et elle se calcule à partir de chiffres publiés. Une mise en garde avant les noms : le fil est public et la section suivante en lie deux messages, mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation ; les citations sont donc rapportées et non vérifiées — voir l'avertissement de provenance qui ouvre cette section.

Quentin Vandeweyer (London Business School, auparavant Chicago Booth et la direction générale de la recherche de la BCE) soutient qu'une fois l'actif effacé, la banque centrale a trois options et que deux d'entre elles sont inflationnistes. Continuer à rémunérer toutes les réserves, et l'encours fait boule de neige au taux directeur sans rien pour le payer — c'est la définition « Ponzi » de l'insolvabilité de banque centrale chez Ricardo Reis. Cesser de rémunérer, et le taux directeur effectif passe sous le taux naturel : inflation wicksellienne. Ou bien créer des paliers, ce qui préserve le contrôle des taux mais constitue un impôt sur les banques qui recapitalise la banque centrale par la porte de service. Nicolas Dufrêne répond que la boule de neige existe déjà sans aucune annulation, puisque les intérêts sur les réserves sont déjà payés en créditant des comptes de réserve.

Reis distingue trois insolvabilités — de période, de règle et intertemporelle. Celle qui compte ici est la troisième : une banque centrale est solvable tant que sa valeur nette augmentée de la valeur actuelle de son seigneurage est positive ou nulle. D'où deux tests, un test de flux et un test de stock, qui ne donnent pas la même réponse.

Le test de flux. On projette les engagements de la Banque de France envers les établissements de crédit, l'écart entre ce qu'elle paie sur les réserves et ce que rapporte le portefeuille restant étant financé par la création de nouvelles réserves. L'encours croît plus vite que l'économie seulement si le taux de dépôt dépasse la croissance nominale augmentée du rendement des actifs survivants.

Le niveau de ce taux critique dépend de l'endroit où l'on coupe le bilan. TARGET2 est un engagement réellement rémunéré — 196,8 Md€ au taux de refinancement principal de 2,40 % — si bien que l'omettre semble flatter l'écart de financement. Mais l'actif de ce module n'est que le portefeuille de titres de politique monétaire : l'or, les réserves de change et les opérations de refinancement n'y figurent pas, et ce sont eux que la position TARGET2 et l'émission de billets financent réellement. Imputer le coût d'un côté sans le revenu de l'autre n'est pas de la prudence, c'est un pouce sur la balance — et il pousserait vers la conclusion de cette note. Les deux périmètres sont donc donnés.

TAUX DIRECTEUR CRITIQUE	HORS TARGET2	TARGET2 INCLUS
Sans annulation	3,74 %	2,81 %
537 Md€ annulés	3,02 %	2,09 %
Écart	-0,72 pt	-0,72 pt

L'écart est identique à la dernière décimale sur les deux périmètres, et c'est tout le propos : les 0,72 point sont le nombre robuste, le niveau est un choix de périmètre, et tout énoncé de la forme « de 3,74 % à 3,02 % » est une lecture dépendante du périmètre et non un fait brut. Les réserves partent de 16,9 % du PIB dans les deux cas et, sur le périmètre par défaut hors TARGET2, s'établissent à 11,4 % du PIB à trente ans sans annulation contre 13,7 % avec.

Le test de stock. L'annulation fait passer la valeur nette de la Banque de France de **+283 Md€ à -253 Md€**. La solvabilité repose alors entièrement sur la valeur actuelle du seigneurage sur les billets — les intérêts économisés en finançant des actifs par un passif qui ne rapporte rien, soit 6,7 Md€ par an au taux actuel.

TAUX D'ACTUALISATION NET	VALEUR NETTE + VA(SEIGNEURIAGE), MD€
0,5 %	+1 085
1,0 %	+416
2,0 %	+81
2,64 % — point d'équilibre	0
3,0 %	-30

Aucun des deux n'a raison, et la raison en est intéressante. Sur le flux, Dufrène l'emporte : à 2,25 % de taux de dépôt contre 2,79 % de croissance nominale, l'encours de réserves diminue par rapport à l'économie, avec ou sans annulation. Rien n'explose. Mais l'annulation n'est pas neutre à cette dynamique — elle supprime le revenu d'actif qui compense la facture des réserves, et abaisse de **0,72 point** le taux à partir duquel l'encours croît plus vite que l'économie : de 3,74 % à 3,02 % hors engagement TARGET2 de la Banque de France, de 2,81 % à 2,09 % TARGET2 inclus, soit le même 0,72 point dans les deux cas. C'est l'écart qu'il faut citer ; le niveau est un choix de périmètre. Le taux de dépôt est resté à 4,00 % près de neuf mois — du 20 septembre 2023 au 11 juin 2024, son dernier jour à ce niveau — et il est passé pour la dernière fois au-dessus du seuil de 3,02 % le 17 décembre 2024. Le mécanisme de Vandeweyer est réel ; il n'est simplement pas activé aux taux d'aujourd'hui. Sur le stock, aucun des deux ne l'emporte : le point d'équilibre est à un taux d'actualisation net de 2,64 %. Savoir si la Banque de France est intertemporellement solvable après cette opération n'est pas un fait — c'est un choix de taux d'actualisation, ce que Reis avait précisément signalé dans son article de 2015 au *Journal of Monetary Economics*, en montrant que le même flux de seigneurage vaut 5 % ou 94 % du PIB selon le taux retenu.

Il y a un point supplémentaire qu'aucune des deux parties ne fait, et c'est l'argument technique le plus fort contre l'opération. Le seigneurage censé sauver le bilan est *proportionnel au taux directeur* : 6,7 Md€ par an à 2,25 %, et zéro au plancher zéro. Il disparaît donc exactement dans les états déflationnistes où une banque centrale a besoin de capital, et il est maximal dans les états inflationnistes où elle doit relever ses taux — c'est-à-dire au moment même où la facture des réserves explose. Les deux se déplacent ensemble : la ligne de crête est plus étroite que le tableau du point d'équilibre ne le laisse croire à lui seul.

Une correction juridique a sa place ici, car elle est le pivot de la réponse. La tribune du 26 mai 2020 fait reposer une partie de son raisonnement sur l'article 32.4, cité par son numéro — « cette dernière pourrait même les indemniser pour le faire (article 32.4 du même protocole) » — et l'échange en a donné la forme la plus forte : le Conseil des gouverneurs pourrait compenser les pertes d'une banque centrale nationale « par tout moyen approprié », c'est-à-dire en créant de la monnaie si besoin. Nous prenons l'argument tel que la tribune le formule, parce que la tribune est un texte que chacun peut lire. Dans les deux cas, le texte dit autre chose. Article 32.4, deuxième alinéa : « *L'indemnisation prend la forme que le conseil des gouverneurs juge appropriée ; ces montants peuvent être compensés avec le revenu monétaire des banques centrales nationales.* » Il dit la **forme**, non le moyen. La phrase continue après le point-virgule et nomme la seule source de financement prévue — le revenu monétaire mis en commun, c'est-à-dire les autres banques centrales nationales. Et le dispositif n'est ouvert que pour les frais d'émission de billets ou, « dans des circonstances exceptionnelles », pour des pertes particulières de politique monétaire. Loin

d'être une clause de création monétaire, l'article 32.4 est la clause de mutualisation, et ce modèle chiffre ce que l'invoquer signifierait : 50,5 Md€ absorbés par les partenaires de la France, dont 16,6 Md€ par l'Allemagne. C'est un argument pour les adversaires de la proposition.

09

L'échange, phrase par phrase

Chaque énoncé ci-dessous est noté contre le modèle de cette note et contre les sources primaires. Dans la version web le code couleur est vert, orange, rouge ; ici il est écrit. Aucun camp ne l'emporte uniformément, et c'est tout l'intérêt.

Provenance — à lire avant les verdicts. Le fil est public et vous pouvez le lire vous-même : le [message d'ouverture du 24 août](#) et un [épisode ultérieur du 28 août](#). Ce que nous n'avons pas pu faire, c'est le *recupérer* — X bloque l'accès automatisé — si bien que les formulations citées ci-dessous nous sont parvenues sous forme de texte collé et n'ont pas été confrontées caractère par caractère aux messages. Tenez ces citations pour rapportées plutôt que vérifiées, et suivez les liens si un verdict vous importe. Deux conséquences que nous en avons tirées. Les passages dont nous avons la substance mais non la formulation portent la mention **[reconstitué]** et ne sont pas présentés comme des citations. Et le seul verdict rouge qui reposait sur cet échange — l'argument tiré de l'article 32.4 — a été déplacé sur la tribune du *Monde* du 26 mai 2020, qui développe le même argument et qui est publique : la marque rouge repose donc sur un document que chacun peut lire, et non sur une phrase que nous seuls aurions vue. L'autre verdict rouge de cette note, sur l'idée que l'inflation serait sans dommage pourvu que les salaires suivent, ne vient pas de ce fil : c'est une affirmation récurrente du débat au sens large, établie sur des statistiques de l'INSEE et de la BCE, et elle ne pose aucun problème de provenance. Nous n'avons aucun permalien pour les réponses de Dufrêne.

L'État verse des intérêts à la Banque de France, et la Banque de France lui reverse son bénéfice.

Annulez le titre et vous annulez les deux jambes. — Q. Vandeweyer, 24 août 2026 — le message d'ouverture, public et lié dans l'avertissement de provenance ci-dessus. **[reconstitué]**

Résiste à la vérification — Exact. C'est l'argument de consolidation, et il est juste. Notre modèle le restitue à l'euro près : **6,47 Md€** de coupon cessent d'être versés, **5,92 Md€** de revenu de banque centrale cessent d'être perçus. Le curieux est que les deux camps en conviennent. La tribune de 2020 dit la même chose et qualifie le débat sur le coupon de « *confondre l'essentiel et le dérisoire* ». Le verdict porte ici sur l'argument de consolidation, que notre propre modèle reproduit, et non sur la formulation, qui est la nôtre : cette entrée est une reconstitution.

« Si la perte excède la valeur actualisée du seigneurage, la banque centrale est insolvable. Il n'y a pas de free lunch. » — Q. Vandeweyer, échange des 24-28 août 2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation.

À demi juste, ou juste à des conditions non énoncées — Juste sur l'importance des actifs — mais l'arithmétique donne une ligne de crête, pas un verdict. Le critère est celui de Reis et la paraphrase est quasi mot pour mot. Mais faites tourner le calcul. L'annulation fait passer la valeur nette de la Banque de France de **+283 Md€ à -253 Md€** ; la solvabilité repose alors sur 6,7 Md€ par an de seigneurage sur les billets, et le point d'équilibre est à un taux d'actualisation net de **2,64 %**.

Solvable en dessous, insolvable au-dessus. Reis lui-même signalait cette indétermination dans son article de 2015 au *Journal of Monetary Economics*, en montrant que le même flux vaut 5 % ou 94 % du PIB selon le taux retenu. L'énoncé honnête est *sur* la frontière, non au-delà. Le verdict porte sur le critère et sur l'arithmétique, tous deux vérifiables ; nous ne pouvons pas répondre de la formulation.

Une fois l'actif disparu, la banque centrale a trois options. Continuer à rémunérer les réserves, et l'encours fait boule de neige sans rien pour le payer. Cesser de rémunérer, et le taux directeur passe sous le taux naturel. Ou créer des paliers — c'est-à-dire un impôt sur les banques qui recapitalise la banque centrale par la porte de service. — Q. Vandeweyer, échange des 24-28 août 2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. **[reconstitué]**

À demi juste, ou juste à des conditions non énoncées — Trois options, deux inflationnistes — le mécanisme est réel, le déclencheur ne l'est pas. La taxonomie est juste et c'est le cadrage le plus net que quiconque ait apporté à ce débat. Mais la première branche est une question empirique, et la réponse aujourd'hui est non : à 2,25 % de taux de dépôt contre 2,79 % de croissance nominale, l'encours de réserves *diminue* par rapport à l'économie, avec ou sans annulation. Ce que fait l'annulation, c'est abaisser ce déclencheur de **0,72 point**. Le niveau du seuil dépend du périmètre, le déplacement non : hors engagement TARGET2 de la Banque de France, il passe de **3,74 % à 3,02 %** ; TARGET2 inclus, de **2,81 % à 2,09 %** — 0,72 point dans les deux cas. Le taux de dépôt est resté à 4,00 % près de neuf mois en 2023-24 et il est passé pour la dernière fois au-dessus du seuil de 3,02 % le 17 décembre 2024 : le mécanisme est réel et il était alors activé. Il ne l'est pas aujourd'hui. Cette entrée est une reconstitution de la taxonomie, non une citation, et le verdict porte sur l'économie du raisonnement, non sur une formule.

« cette dernière pourrait même les indemniser pour le faire (article 32.4 du même protocole) » — tribune du *Monde* du 26 mai 2020, reprise par Nicolas Dufrêne dans l'échange des 24-28 août 2026. La tribune est publique, la reprise ne l'est pas : le verdict porte donc sur la tribune.

Ne résiste pas — La clause dit l'inverse. Nous jugeons la tribune imprimée plutôt qu'un message que personne ne peut ouvrir. Elle cite l'article par son numéro et fait reposer le raisonnement dessus ; l'échange a ensuite donné à cet argument sa forme la plus forte — le Conseil des gouverneurs pourrait compenser les pertes par tout « moyen approprié », c'est-à-dire en créant de la monnaie si besoin. Les deux lectures échouent sur le texte. L'article 32.4, deuxième alinéa, dispose : « *L'indemnisation prend la forme que le conseil des gouverneurs juge appropriée ; ces montants peuvent être compensés avec le revenu monétaire des banques centrales nationales.* » Trois choses clochent. Le texte dit la **forme**, non le moyen. La phrase continue après le point-virgule et nomme la seule source de financement prévue — le revenu monétaire mis en commun, c'est-à-dire *les autres banques centrales nationales*. Et le dispositif n'est ouvert que pour les frais d'émission de billets ou, « dans des circonstances exceptionnelles », pour des pertes particulières de politique monétaire. L'article 32.4 est la clause de mutualisation, et ce modèle chiffre ce que l'invoquer coûterait : **50,5 Md€** absorbés par les partenaires de la France, dont **16,6 Md€** par l'Allemagne. C'est un argument pour le camp d'en face.

« Le Ponzi de Reis ? La dynamique existe déjà et sans annulation : les intérêts sur les réserves sont déjà payés en créditant des comptes de réserve. Supprimez la rémunération et la boule de neige disparaît avec elle. » — N. Dufrêne, échange des 24-28 août 2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation.

À demi juste, ou juste à des conditions non énoncées — Juste sur la préexistence de la dynamique — faux sur la neutralité de l'annulation. Exact sur la première moitié, et notre modèle le confirme : rien n'explose aux taux actuels, avec ou sans annulation. Faux sur la seconde. L'annulation supprime le revenu d'actif qui compense la facture des réserves — c'est précisément pourquoi le taux critique baisse de 0,72 point : de 3,74 % à 3,02 % hors engagement TARGET2 de la Banque de France, de 2,81 % à 2,09 % TARGET2 inclus, soit le même 0,72 point dans les deux cas. Et la dernière phrase est vraie mais se retourne contre son auteur : supprimer la rémunération arrête effectivement la boule de neige, et c'est l'impôt — le même que l'on reproche au camp d'en face de vouloir.

« Plus de 300 milliards d'euros versés aux banques ces dernières années, créés ex nihilo. Cette planche à billets-là, curieusement, ne vous dérange pas. » — N. Dufrêne, échange des 24-28 août 2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation.

Résiste à la vérification — Le chiffre tient, à l'échelle de la zone euro. Calculé à partir de la série de la facilité de dépôt de la BCE et du sentier quotidien des taux, l'Eurosystème a versé environ **362 Md€** d'intérêts sur les réserves entre le 27 juillet 2022 et le 28 août 2026, à un rythme proche de 45 Md€ par an aujourd'hui. Deux choses que la formule saute. C'est un chiffre zone euro — la part française est d'environ 70 Md€, pas 300. Et de 2014 à 2022, ces mêmes banques ont versé à l'Eurosystème des intérêts *négatifs* sur les mêmes soldes, environ 40 Md€ au cumul ; ne citer que la jambe positive est sélectif. Les réserves n'ont pas été créées pour payer des intérêts : elles l'ont été à l'achat des titres. Les 362 Md€ sont notre propre calcul à partir d'une série publiée : ce verdict ne dépend donc pas du texte litigieux.

« Si l'objectif est de taxer les banques, l'annulation ne sert à rien. Il suffit que la Banque de France cesse de rémunérer les réserves, sans rien annuler. La seule chose que l'annulation ajoute, c'est l'habillage. » — Q. Vandeweyer, échange des 24-28 août 2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation.

Résiste à la vérification — La phrase la plus tranchante de l'échange. Démontrable plutôt qu'affirmable, et cette note le démontre : le curseur des réserves et celui de l'annulation sont des entrées indépendantes du même modèle. Réglez le montant annulé à zéro et la part des réserves à 100 %, et la recette est identique à l'euro près — **34,56 Md€** à l'échelle de la zone euro dans les deux cas. Quoi qu'on pense de l'idée de taxer les banques, et cette note ne se prononce pas, l'annulation n'est pas l'instrument qui le fait. Le verdict porte sur cette proposition, que le modèle tranche, et non sur la formulation : la formulation est précisément ce que nous ne pouvons pas vérifier.

« Une taxe sur les banques se répercute. Et pour une grande partie des banques françaises — Crédit Agricole, Crédit Mutuel, BPCE — les actionnaires sont les clients eux-mêmes. Cela fait beaucoup de monde, pour une opération sans victime. » — Q. Vandeweyer, échange des 24-28 août

2026. Texte qui nous a été transmis ; le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation.

Résiste à la vérification — Juste, et plus fort qu'il ne l'affirme. Vérifié, et les chiffres dépassent ce que l'argument exige. Ces trois groupes sont des coopératives détenues par leurs clients-sociétaires : **environ 31 millions de sociétaires** à eux trois — Crédit Agricole 12,3 millions, BPCE 9,6 millions, Crédit Mutuel plus de 9 millions — dans un pays de 68 millions d'habitants, et le secteur mutualiste détient plus de 60 % des dépôts et des crédits aux ménages et aux entreprises. Les deux chiffres sont ceux de Coop FR, qui recense 31,03 millions de clients-sociétaires : ce verdict ne dépend donc pas du tout du texte litigieux. Dans ce secteur, l'actionnaire *est* le déposant. Une réserve honnête : les parts sociales versent un dividende plafonné et réglementé, si bien que la charge pèse sur les résultats mis en réserve, les ratios de solvabilité et la tarification plutôt que sur un chèque de dividende.

« **L'inflation n'est pas un problème si les salaires suivent.** » — Le débat au sens large, récurrent.

Ne résiste pas — Faux, et c'est l'erreur la plus lourde de conséquences de cette note. Aucune des deux moitiés ne survit à la mesure. **Les salaires n'ont pas suivi** : l'INSEE mesure le salaire net moyen réel du privé à **-1,3 %** en 2022 et **-1,0 %** en 2023, avec un rebond de **+0,8 %** seulement en 2024 — un pouvoir d'achat qui retrouve à peine son niveau de 2019 après cinq ans. La transmission implicite est de 0,59 puis 0,66, pas de 1. **Et même des salaires qui suivraient ne rendraient pas l'épisode neutre**, car la moyenne masque l'incidence : au pic d'octobre 2022, la BCE mesure une inflation supérieure de 0,55 point pour les ménages modestes par rapport aux ménages aisés, et un coût de l'inflation 2022 de **12,28 % du revenu courant pour le premier quintile contre 5,69 % pour le dernier**. La section suivante chiffre la troisième chose que la formule dissimule : les boucles qui repassent par la dette.

« **De toute façon l'inflation efface la dette.** » — Le débat au sens large, récurrent.

À demi juste, ou juste à des conditions non énoncées — À demi vrai, et de façon décisive : l'inflation érode bien la dette, mais à des conditions que personne n'énonce. C'est exact, et cette note le modélise plutôt que de le nier. Un choc de 2 points pendant trois ans abaisse le ratio de dette de **3,02 points à l'horizon de la troisième année**. Puis trois boucles jouent en sens inverse : **3,11 Md€ par an** d'indexation supplémentaire sur les **311 Md€** de principal indexé d'OATi et d'OAT€i, qui ne reviennent jamais ; la réponse de taux, qui sur le périmètre consolidé coûte **7,27 Md€ dès la première année — 2,4 fois** ce que le même module rend sur le périmètre de l'État (**3,04 Md€**), et **2,3 fois les 3,2 Md€** publiés par le Sénat, parce que le périmètre officiel compte les avoirs de l'Eurosystème comme de la dette longue alors que ce sont des réserves au jour le jour ; et le refinancement de l'encours au nouveau taux, qui persiste une maturité entière après la disparition de l'inflation. Avec une réaction de banque centrale standard, le gain est **épuisé à la neuvième année**, le ratio est **supérieur de 0,85 point** à la quinzième, et la facture supplémentaire sur ces quinze ans atteint **251 Md€**. L'inflation efface la dette seulement si la banque centrale renonce à agir — et dans ce cas la totalité du gain est sortie des salaires réels.

« L'inflation n'est pas un problème si les salaires suivent »

C'est la phrase la plus dangereuse du débat, parce que sa première moitié est testable et fausse, et que la seconde décrit une boucle qui tourne dans les deux sens.

L'affirmation existe en deux versions. La version douce dit que l'inflation est un prix tolérable pour effacer la dette, pourvu que les salaires suivent. La version dure dit que l'inflation est l'effacement — qu'un État disposant de sa monnaie ne rembourse jamais, il inflat. Aucune des deux n'est sottise, et la seconde est plus proche de la manière dont les dettes publiques ont historiquement été retirées. Mais toutes deux omettent la jambe de retour, et dans la configuration française cette jambe de retour est ample, publiée et facile à trouver.

La moitié « salaires » est une mesure, pas un modèle

La France a fait l'expérience entre 2021 et 2024.

SALAIRE NET MOYEN RÉEL DU PRIVÉ, PAR ETP	ÉVOLUTION
2022	-1,3 %
2023	-1,0 %
2024	+0,8 %
Cumul 2022-2024	-1,5 %
Pour mémoire : moyenne annuelle 1996-2019	+0,6 %

L'INSEE conclut sur ce rebond que « Ce regain en 2024 permet à peine d'atteindre le niveau de 2019 en euros constants ». Divisez l'écart de chaque année par l'inflation excédentaire de la même année et la transmission implicite est de **0,59** en 2022 et **0,66** en 2023. C'est le chiffre que le modèle retient par défaut. Ce n'est pas une hypothèse : c'est ce que la France a fait.

Pour être juste avec l'autre camp, l'étude du FMI sur 79 épisodes prix-salaires dans les économies avancées — le premier repéré en 1973, le dernier en 2017, les années 1960 relevant de son autre échantillon de 100 épisodes limité à l'industrie manufacturière — conclut que ces épisodes dégénèrent rarement en spirales durables, la croissance des salaires nominaux et l'inflation ayant tendu à se stabiliser ensuite plutôt qu'à s'emballer. Cet article est d'ordinaire cité contre la panique de la spirale, et il a raison de l'être. Sur l'ensemble des épisodes, il constate aussi une croissance des salaires réels *globalement inchangée* ensuite, ce qui signifie que la perte de niveau n'est pas rattrapée : elle est stabilisée depuis un point plus bas.

La forme la plus forte de l'argument adverse va plus loin, et il vaut mieux l'énoncer que l'esquiver. Dans le sous-échantillon qui correspond aux conditions récentes — salaires réels en baisse et marché du travail tendu, c'est-à-dire exactement la configuration de 2021-2023 — la même étude conclut que ces épisodes passés comparables « ont été suivis d'une période de désinflation pendant laquelle la croissance des salaires nominaux augmentait, permettant ainsi aux salaires réels de rattraper leur retard » — « thus allowing real wages to catch up » dans le texte. C'est le meilleur argument disponible en faveur du « les salaires suivent », et il est sérieux. Notre réponse est que la France a fait tourner l'expérience et que la série française est le test : les salaires réels n'ont pas retrouvé leur niveau de 2019 avant 2024, et l'INSEE conclut elle-même sur ce rebond que « Ce regain en 2024 permet à peine d'atteindre le niveau de 2019 en euros constants ». Rattraper au bout de cinq ans n'est pas la même affirmation que suivre, et seule la seconde rendrait l'inflation gratuite.

Et une moyenne qui suivrait ne rendrait pas l'opération neutre pour autant

L'inflation n'est pas un taux unique. Au pic d'octobre 2022, la BCE mesure pour les ménages modestes de la zone euro un taux d'inflation effectif **supérieur de 0,55 point** à celui des ménages aisés, l'énergie et l'alimentation pesant davantage dans leur panier ; en novembre 2023, l'écart s'était inversé avec la montée de l'inflation des services. Sur l'ensemble de 2022, la BCE chiffre le coût de l'inflation à **12,28 % du revenu courant pour le premier quintile contre 5,69 % pour le dernier**.

Une transmission de 1,0 *en moyenne* est compatible avec un transfert considérable à l'intérieur de la moyenne. Qui affirme que les salaires suivront énonce une proposition sur la moyenne et la présente comme une proposition sur tout le monde.

La moitié « dette » : un gain et trois boucles

Une flèche réduit le ratio. Trois le ramènent. Les signes ci-dessous sont l'effet sur le ratio de dette.

PAR POINT D'INFLATION SUPPLÉMENTAIRE	AMPLEUR
– le dénominateur : le PIB nominal accélère	+1 pt de PIB nominal
+ indexation sur 311 Md€ de principal indexé d'OATi et d'OAT€i	3,11 Md€ par an
+ la réponse de taux, périmètre consolidé	7,27 Md€ dès 1'an 1
+ refinancement de l'encours au nouveau taux	~9 ans

La provision d'indexation s'accumule dans le principal et n'est jamais rendue. La boucle de refinancement persiste une maturité moyenne pondérée entière après la disparition de l'inflation elle-même.

La base de la boucle d'indexation est le principal **indexé** du bloc OATi et OAT€i, puisque c'est sur lui que la provision s'accumule : le *Bulletin mensuel* de l'Agence France Trésor indique « dont titres indexés 311 » au 30 juin 2026, si bien qu'un point d'inflation vaut **3,11 Md€** par an. Une version antérieure de cette note retenait 240,79 Md€, la somme nominale des fiches titres de l'AFT — 56,796 Md€ d'OATi plus 183,994 Md€ d'OAT€i — qui laisse de côté l'indexation déjà accumulée et sous-estime la base de plus d'un cinquième.

Deux choses en découlent. La règle de la commission des finances de l'Assemblée nationale — « une variation durable de 1 point du taux d'inflation entraîne [...] de l'ordre de 2,5 milliards d'euros de la charge d'indexation annuelle » — a été énoncée sur un encours de 262 Md€ au 31 mai 2023, et 262 Md€ multipliés par un point donnent 2,62 Md€ : la méthode de la commission et la nôtre concordent et ne diffèrent que par trois ans d'accumulation. Cette accumulation est le second point : depuis 2023 l'encours indexé n'a pas été *réduit* par des remboursements, il a **augmenté**, parce que la provision s'accrète au principal au lieu d'être versée. Et la correction joue contre la conclusion de cette note. La boucle d'indexation est environ 29 % plus grande que ce que nous montrions ; conjuguée à la correction du refixage des titres indexés signalée plus bas, elle donne un module *plus modéré* que celui que cette note portait — le gain d'inflation dure un an de plus, le ratio finit 0,85 point plus haut à quinze ans au lieu de 1,15, et la facture supplémentaire est de 251 Md€ au lieu de 266. Nous préférons le dire plutôt que de l'enfourir.

Faites tourner un choc de 2 points pendant trois ans contre une réaction de banque centrale standard de 1,5 point de taux directeur par point d'inflation :

RATIO DE DETTE, AVEC CHOC CONTRE SANS CHOC	POINTS DE PIB
Gain maximal, 3e année	+3,02
9e année — le gain passe sous zéro	0,00
15e année	-0,85
Salaire réel, perte permanente (en %)	-2,38

Le gain est réel, puis il a disparu. La facture supplémentaire sur quinze ans est de 251 Md€.

Sur un périmètre comparable, la sensibilité aux taux publiée sous-estime la vraie d'un facteur d'environ 2,4. Le rapport budgétaire du Sénat chiffre l'exposition de la France à une hausse permanente de 100 points de base à **3,2 Md€** au bout d'un an, 23,5 Md€ à cinq ans et 33,5 Md€ à neuf ans. Ce sont les bons chiffres pour le périmètre retenu — la dette négociable de l'État, dont 7,6 % se refixe dans l'année. Sur le périmètre consolidé, où les 600 Md€ de l'Eurosystème sont correctement comptés comme les réserves au jour le jour qui les ont payés, **26,1 %** se refixe dans l'année et le coût de première année est de **7,27 Md€**. Le multiple dépend de ce à quoi on le rapporte. À périmètre comparable — le même module tourné sur le périmètre de l'État, qui rend **3,04 Md€** — c'est **2,4 fois** ; rapporté aux 3,2 Md€ publiés par le Sénat, construits sur un autre périmètre et par une autre méthode, c'est **2,3 fois**. C'est le rapport à périmètre comparable qu'il faut citer, car comparer un chiffre consolidé à un chiffre construit autrement n'est pas comparer ce qui est comparable. La construction rejoint aussi l'observable au lieu de reposer sur une méthode distincte : le bloc qui se refixe dans l'année représente 727 Md€ sur les 2 789,68 Md€ d'encours consolidé, et 727 Md€ à un pour cent font 7,27 Md€. Pas *exactement*, toutefois : 26,1 % de 2 789,68 Md€ font 728,1 Md€ quand le module rend 726,8 Md€ — les deux constructions coïncident à l'arrondi du pourcentage près, soit environ 1 Md€ sur 727. Les 7,6 Md€ que nous citions venaient d'une troisième construction et ont été abandonnés. C'est le même constat que la section sur la maturité, atteint par l'autre bout. L'annulation rendrait cette exposition permanente.

La configuration dans laquelle l'affirmation est vraie — et pourquoi personne ne peut la choisir

Réglez la réponse de la banque centrale à zéro et la transmission aux salaires à 100 %, et le modèle donne exactement raison à l'affirmation : la dette est effacée par l'inflation et les salariés sont tenus indemnes. Ce n'est pas une astuce. C'est l'affirmation énoncée avec précision, et il vaut la peine de l'énoncer ainsi, car trois choses en découlent que le modèle ne peut pas dessiner.

D'abord, dans cette configuration l'inflation ne reste pas où on l'a mise. Indexation intégrale sans réponse de politique monétaire, c'est le seul réglage où le mécanisme prix-salaires que le FMI juge rare devient probable — précisément parce que ce n'est pas le réglage de ses 79 épisodes.

Ensuite, le marché obligataire valorise la fonction de réaction et non le taux du moment : une banque centrale dont on sait qu'elle ne réagira pas se paie en prime de terme — et 28 points de base suffisent à effacer le gain affiché de l'annulation.

Enfin et surtout, la France ne détient pas la manette. Le coefficient de réaction se règle à Francfort pour vingt pays, sous un mandat de stabilité des prix inscrit à l'article 127(1) du TFUE. Toute version de « l'inflation s'en chargera » est un plan qui exige de la BCE qu'elle abandonne son objectif principal — le même obstacle institutionnel que rencontre la proposition d'annulation, atteint une fois de plus par l'autre bout.

Ce que ce module ne fait pas. Il maintient le solde primaire et l'encours constants : les déficits nouveaux ne sont donc pas émis au taux plus élevé. C'est une sous-estimation délibérée : sur le périmètre de l'État, le module rend 3,04 Md€ à un an contre 3,2 Md€ pour le Sénat, et 15,2 et 24,4 Md€ à cinq et neuf ans contre 23,5 et 33,5, l'écart étant précisément la croissance de l'encours financée par le déficit. Cela joue contre la conclusion de cette note : le coût réel de la réponse de taux est plus élevé que ce qui est montré.

Il traite aussi le bloc indexé correctement, et non deux fois. Ces titres versent un coupon *réel* : ils se refixent donc à $(taylor-1) \cdot Met$ non à $taylor \cdot M$. Leur imputer l'intégralité du mouvement nominal en plus de la provision d'indexation revient à compter la même inflation à deux endroits, ce qu'une version antérieure de ce module faisait. Cette correction explique l'essentiel de l'écart entre les résultats ci-dessus et ceux que cette note portait auparavant.

Il ne dit rien de la production : ni courbe de Phillips, ni écart de production, ni taux de change, et une inflation qui relèverait la croissance réelle aiderait par le dénominateur d'une manière non modélisée ici. Et la transmission aux salaires est un nombre unique appliqué à une moyenne, ce qui comprime exactement la distribution dont les données de la BCE ci-dessus montrent qu'elle compte.

11

Les arguments, notés

Les deux camps portent des affirmations qui ne survivent pas au contact du bilan. Classées par qui les avance, non par la conclusion qu'elles servent.

Pour l'annulation

« L'État paie des intérêts à la Banque de France et les récupère : cette dette est donc déjà fictive. »

— Pigasse, 23 août 2026 ; repris par Mélenchon. *Vrai de la formule — et ses propres auteurs la récuse*. La consolidation est juste, et ce modèle la confirme à l'euro près. Mais elle prouve que l'opération est vide, non gratuite, et la tribune de 2020 qualifie ce cadrage de « confondre l'essentiel et le dérisoire ».

« Une dette ne se réduit pas à sa charge d'intérêts. Annulée, le principal n'a jamais à être remboursé. » — les tribunes, 2020 et 2021. *Le vrai argument, et ce modèle le chiffre*. Il vaut 6,3 Md€ par an en phase 2, un ordre de grandeur au-dessus du coupon. Mais c'est une prime de terme, et elle se paie en risque de taux permanent et sans sortie.

« Si la banque centrale annule une créance qu'elle détient, aucun fardeau n'est transféré sur quiconque puisque son passif n'est exigible par personne. » — *Le Monde*, 26 mai 2020. *Faux — l'erreur porteuse*. Les réserves sont exigibles par les banques commerciales, s'élèvent à 507,5 Md€ à la seule Banque de France et se refixent au jour le jour. Par équité : quand la phrase a été écrite, le taux de dépôt était de $-0,50\%$; ces réserves rapportaient donc de l'argent à l'Eurosystème. L'affirmation était vraie en trésorerie à l'époque et est devenue fausse en juillet 2022. Le principe général a toujours été faux, et la phrase continue d'être citée.

« Une banque centrale peut fonctionner avec des fonds propres négatifs sans difficulté. » — les tribunes ; Couppey-Soubeyran ; Lalucq. *À moitié vrai, énoncé trop platement*. Dix banques centrales

sur trente-deux **de pays émergents et de petites économies ouvertes** l'ont fait entre 2002 et 2021 sans que la stabilité des prix ni la stabilité financière n'en souffrent (BRI, Bulletin 68). La précision est déterminante : ce n'est pas l'échantillon auquel appartient une banque centrale nationale de l'Eurosystème. Mais une banque centrale nationale de l'Eurosystème ne peut pas créer d'euros unilatéralement, et *Weiss* ¶162 est explicite : le droit primaire ne prévoit aucune règle de partage des pertes. Une annulation de 537 Md€ fait passer les fonds propres de la Banque de France de +283 Md€ à -253 Md€. Une correction que le camp adverse manque en général, toutefois : l'article 32.4, deuxième alinéa, permet bien au Conseil des gouverneurs d'indemniser une banque centrale nationale « à titre exceptionnel, pour des pertes spécifiques afférentes aux opérations de politique monétaire », et la tribune de 2020 le cite par son numéro. C'est une voie réelle et sans révision des traités — mais elle demande le Conseil des gouverneurs, elle a été écrite pour des accidents et non pour un abandon volontaire, et la Cour constitutionnelle allemande interdit toute redéfinition rétroactive du partage des risques.

« L'annulation n'est pas explicitement interdite par les traités. » — AFP citant les signataires ; Institut Rousseau. *Techniquement vrai, pratiquement faux*. Les obstacles plus durs sont l'article 127(2) — le SEBC a quatre missions énumérées et l'abandon de créance n'en est aucune — et le raisonnement de la Cour dans *Gauweiler* ¶118 et *Weiss* ¶146, selon la lecture voulant que la détention jusqu'à échéance ait été licite *parce qu'*« elle n'implique pas que le SEBC renonce à son droit au paiement de la dette ». La nuance compte et nous l'énonçons plutôt que de l'enfourer : le ¶118 dit aussi que cette possibilité « ne joue pas un rôle déterminant à cet égard », c'est donc une observation de la Cour et non une condition qu'elle pose.

« Précédent : l'accord de Londres de 1953 a effacé environ les deux tiers de la dette allemande. » *Mauvaise analogie*. Londres a restructuré une dette externe due à des créanciers étrangers, dans des devises que l'Allemagne ne pouvait pas imprimer, au sortir d'une guerre. Ici, un débiteur annule une créance détenue par une filiale qu'il possède intégralement, dans une monnaie qu'il partage avec dix-neuf partenaires qui n'ont rien accepté.

« cette dernière pourrait même les indemniser pour le faire (article 32.4 du même protocole) » — tribune du *Monde* du 26 mai 2020, reprise par Dufrêne dans l'échange des 24-28 août 2026 sous sa forme la plus forte — le Conseil des gouverneurs pourrait compenser les pertes d'une banque centrale nationale par tout « moyen approprié », c'est-à-dire en créant de la monnaie si besoin. La tribune est publique, la reprise ne l'est pas : le verdict porte donc sur la tribune. *Faux — la clause dit l'inverse*. Nous jugeons la tribune imprimée, parce que c'est un texte que chacun peut lire. Le texte dit la *forme*, non le moyen ; la phrase continue après le point-virgule et nomme le revenu monétaire mis en commun, c'est-à-dire les autres banques centrales nationales. L'article 32.4 est la clause de mutualisation, et ce modèle la chiffre : 50,5 Md€ absorbés par les partenaires, 16,6 Md€ par l'Allemagne.

« Le Ponzi de Reis ? La dynamique existe déjà et sans annulation : les intérêts sur les réserves sont déjà payés en créditant des comptes de réserve. Supprimez la rémunération et la boule de neige disparaît avec elle. » — Dufrêne. Échange des 24-28 août 2026 ; texte qui nous a été transmis, le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. *Juste sur la préexistence de la dynamique, faux sur la neutralité de l'annulation*. À 2,25 % contre 2,79 % de croissance nominale, l'encours de réserves diminue dans les deux cas. Mais l'annulation supprime

le revenu d'actif qui compense la facture des réserves et abaisse le taux directeur critique de 0,72 point — de 3,74 % à 3,02 % hors engagement TARGET2 de la Banque de France, de 2,81 % à 2,09 % TARGET2 inclus, soit le même déplacement sur les deux périmètres. Le taux de dépôt est resté à 4,00 % près de neuf mois, jusqu'au 11 juin 2024.

« Plus de 300 milliards d'euros versés aux banques ces dernières années, créés ex nihilo. Cette planche à billets-là, curieusement, ne vous dérange pas. » — Dufrêne. Échange des 24-28 août 2026 ; texte qui nous a été transmis, le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. *Juste sur le chiffre zone euro*. Calculé à partir de la série de la facilité de dépôt de la BCE et du sentier quotidien des taux, l'Eurosystème a versé environ **362 Md€** sur les réserves entre le 27 juillet 2022 et le 28 août 2026, à un rythme d'environ 45 Md€ par an aujourd'hui. Deux réserves que la formule saute : la part française est d'environ 70 Md€, pas 300 ; et de 2014 à 2022, ces mêmes banques ont versé à l'Eurosystème des intérêts *négatifs* sur les mêmes soldes, environ 40 Md€ au cumul.

Contre l'annulation

« Les intérêts économisés sont compensés par les bénéfices de banque centrale abandonnés. » — Bénassy-Quéré, DG Trésor, 2020 ; Blanchard, 2026 ; Blot et Hubert, OFCE. *Juste, et chiffré ici* : 6,47 Md€ économisés, 5,92 Md€ abandonnés, 0,54 Md€ de résidu. Une nuance : la compensation n'est pas tout à fait complète, car 10,5 % du portefeuille est au bilan de la BCE et son revenu est mis en commun. Ce résidu constitue la totalité du gain net, et c'est un transfert des partenaires, non une économie.

« Il n'y a pas de consensus européen ; c'est un chiffon rouge pour l'Allemagne et les Pays-Bas. » — Ecalle ; Couronne ; Martucci. *Juste, et probablement décisif*. Le modèle montre que le veto est rationnel plutôt que doctrinal : les autres États membres absorbent 50,5 Md€, dont 16,6 Md€ pour l'Allemagne. Et l'arrêt PSPP de la Cour constitutionnelle allemande de mai 2020 juge qu'une modification *rétroactive* du régime de partage des risques est incompatible avec l'article 79(3) de la Loi fondamentale. Mutualiser la perte n'est pas seulement impopulaire en Allemagne : c'est constitutionnellement bloqué.

« Annuler la dette revient à ne pas rembourser les Français. » — Lescure, 2026 ; le gouvernement, 2020. *Faux tel qu'énoncé*. La proposition exclut les détenteurs privés depuis la toute première tribune du 26 mai 2020, explicite sur le fait de ne toucher ni les banques, ni les assurances, ni les fonds de pension, ni les épargnants. La version défendable est l'argument de signal — répudier une catégorie de créancier change ce que les autres en déduisent — et ce n'est pas celui-ci.

« Risque d'hyperinflation. » — Morlet-Lavidalie, Rexecode. *Mauvais mécanisme*. L'annulation ne crée aucune monnaie nouvelle ; la monnaie a été créée à l'achat, et une annulation laisse la base monétaire intacte. Le canal défendable est anticipatoire : chez Cochrane, une décote n'est inflationniste que si elle est lue comme l'annonce de soldes primaires futurs plus faibles — affirmation sur le régime, non sur l'opération.

« Cela n'aurait aucun effet. » — Blanchard, 23 août 2026. *Juste sur la trésorerie, mais concède trop*. La réplique de Cochrane le lendemain est fondée : « aucun effet » traite les actifs de la banque centrale comme sans importance, or ce sont précisément les actifs qui lui permettent de retirer

des réserves pour arrêter l'inflation. De Grauwe faisait le même constat en 2021 — après annulation, la BCE ne peut plus réduire la base monétaire en vendant, et doit émettre ses propres engagements rémunérés.

« **Il faut rembourser nos dettes ; nos enfants paieront.** » *Faux, et cet argument perd sans cesse le débat.* La dette publique se roule, elle ne s'amortit pas ; la contrainte est le rapport entre le taux d'intérêt et la croissance, et la disposition du marché à refinancer. Déployer l'analogie du ménage est précisément ce qui ouvre la porte au camp annulationniste, parce que le public sent justement que l'analogie est fausse, puis sur-généralise.

« **Si l'objectif est de taxer les banques, l'annulation ne sert à rien. Il suffit que la Banque de France cesse de rémunérer les réserves, sans rien annuler. La seule chose que l'annulation ajoute, c'est l'habillage.** » — Vandeweyer. Échange des 24-28 août 2026 ; texte qui nous a été transmis, le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. *Juste, et c'est la phrase la plus tranchante de l'échange.* Ce modèle le démontre mécaniquement plutôt que de l'affirmer : le curseur des réserves et celui de l'annulation sont indépendants. Réglez le montant annulé à zéro et la part des réserves à 100 %, et la recette est identique, à l'euro près.

« **Une taxe sur les banques se répercute. Et pour une grande partie des banques françaises — Crédit Agricole, Crédit Mutuel, BPCE — les actionnaires sont les clients eux-mêmes.** » — Vandeweyer. Échange des 24-28 août 2026 ; texte qui nous a été transmis, le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. *Juste, et plus fort qu'il ne l'affirme.* Ces trois groupes sont des coopératives détenues par leurs clients-sociétaires : **environ 31 millions de sociétaires** à eux trois, dans un pays de 68 millions d'habitants, et le secteur mutualiste détient plus de 60 % des dépôts et des crédits aux ménages et aux entreprises. Les deux chiffres sont ceux de Coop FR, qui recense 31,03 millions de clients-sociétaires. Une réserve : les parts sociales versent un dividende plafonné et réglementé, si bien que la charge pèse davantage sur les résultats mis en réserve, les ratios de solvabilité et la tarification que sur un chèque de dividende.

« **Si la perte excède la valeur actualisée du seignuriage, la banque centrale est insolvable. Il n'y a pas de free lunch.** » — Vandeweyer, appliquant le critère intertemporel de Reis. Échange des 24-28 août 2026 ; texte qui nous a été transmis, le fil est public mais nous n'avons pas pu le récupérer pour en vérifier la formulation. *Juste sur l'importance des actifs — mais l'arithmétique donne une ligne de crête, pas un verdict.* La valeur nette passe de +283 Md€ à -253 Md€ et la solvabilité repose alors sur 6,7 Md€ par an de seignuriage sur les billets, avec un point d'équilibre à 2,64 % de taux d'actualisation net. L'opération place la Banque de France sur la frontière de la solvabilité intertemporelle, non au-delà — et le seignuriage qui la sauve est proportionnel au taux directeur : il disparaît au plancher zéro et culmine précisément quand la facture des réserves culmine.

12

Verdict

Sur le coupon, les sceptiques ont raison et la marge n'est pas serrée : **6,47 Md€ économisés, 5,92 Md€ abandonnés, 0,54 Md€ restant — et ce résidu est un transfert des contribuables allemands, italiens, espagnols et néerlandais, non une économie.** Vingt-huit points de base d'écartement de spread l'effacent — vingt et un sur périmètres appariés. La proposition selon laquelle l'opération

serait sans coût et créerait simultanément de la marge budgétaire est intrinsèquement incohérente, et le texte fondateur du mouvement le dit.

Sur le principal, les promoteurs ont le meilleur argument, et le tour actuel du débat ne s'y confronte pas. L'annulation épargnerait à la France le refinancement de 600 Md€ et la laisserait financée au jour le jour, pour environ 6,3 Md€ par an à 125 pb de prime de terme. Mais c'est une prime de terme, et son prix est que la charge de la dette française devient l'otage permanent du taux directeur de la BCE, sans échéance et sans sortie. C'est une décision de duration. Elle devrait être débattue comme telle — face à l'alternative consistant simplement à raccourcir la dette par l'Agence France Trésor, laquelle est disponible aujourd'hui, réversible, et n'exige pas l'accord de dix-neuf autres gouvernements.

Et le seul levier qui la rendrait rentable en trésorerie — la fin de la rémunération des réserves — coûte à la France plus qu'il ne lui rapporte, parce que les banques françaises détiennent plus de réserves que la clé de capital française ne lui en attribue.

Sur la solvabilité, l'échange qui a suivi produit une réponse plus nette que celle qu'aucune des deux parties revendique. Le flux n'explose pas aux taux actuels : l'inquiétude « Ponzi » n'est pas activée. Mais l'annulation abaisse le taux de déclenchement de 0,72 point — à 3,02 % hors engagement TARGET2 de la Banque de France, à 2,09 % TARGET2 inclus — et le taux de dépôt est passé pour la dernière fois au-dessus du seuil de 3,02 % le 17 décembre 2024, après être resté à 4,00 % près de neuf mois jusqu'au 11 juin 2024. C'est le déplacement qui est le nombre robuste ; le niveau est un choix de périmètre. Quant au stock, la question n'a aucune réponse indépendante du taux d'actualisation retenu. L'opération place la Banque de France sur la frontière de la solvabilité intertemporelle, et l'y laisse.

Sur l'inflation, l'affirmation selon laquelle elle serait sans dommage pourvu que les salaires suivent ne résiste pas à ses propres données. Les salaires réels français ont reculé de 1,3 % puis de 1,0 % pendant les deux années d'inflation et n'ont regagné que 0,8 % la troisième ; la transmission mesurée a été de 0,6, non de 1 ; et le coût a pesé deux fois plus lourdement sur le bas de la distribution des revenus que sur le haut. Côté budgétaire, un choc de 2 points pendant trois ans achète 3,02 points de ratio de dette et les rend à la neuvième année, pour finir 0,85 point plus haut à la quinzième et 251 Md€ de facture supplémentaire, parce que 311 Md€ du principal de la dette sont indexés et que 26,1 % de l'encours consolidé se refixe dans l'année, ce qui porte le coût de première année de la réponse de taux à 7,27 Md€ — 2,4 fois le chiffre que le même module rend sur le périmètre de l'État, 3,04 Md€, et 2,3 fois les 3,2 Md€ publiés par le Sénat. L'inflation efface la dette seulement quand la banque centrale renonce à agir — et dans ce cas la totalité du gain est sortie des salaires réels.

Rien de tout cela ne tranche la question de savoir si 600 Md€ d'investissement valent d'être engagés. Cela tranche seulement que l'annulation n'est pas un moyen de les financer.

Annexe A — le modèle

13

L'identité

Notation : B titres détenus hors du secteur public ; B_{cb} titres détenus par la banque centrale ; V réserves au taux i_v ; H billets ; i le taux moyen des titres ; S le solde primaire.

$$\begin{aligned}\text{Trésor :} \quad B + B_{cb} &= (1+i)(B + B_{cb})_{-1} - S - D \\ \text{Banque centrale : } B_{cb} &= (1+i)B_{cb-1} + \Delta V + \Delta H - i_v \cdot V_{-1} - D\end{aligned}$$

Soustrayez. B_{cb} et le reversement D s'annulent tous deux. Avec $L \equiv B + V + H$:

$$\begin{aligned}L &= (1+i) \cdot L_{-1} - S - \sigma \\ \sigma &= i \cdot H + (i - i_v) \cdot V\end{aligned}$$

σ est le seignuriage au sens large : le seignuriage sur les billets $i \cdot H$, réel mais faible, plus le seignuriage sur les réserves $(i - i_v) \cdot V$, approximativement nul en système de plancher et **négatif quand la courbe s'inverse** — ce qui est exactement ce qui a produit les pertes de banque centrale de 2022-24.

B_{cb} n'apparaît nulle part. **L'annulation ne peut donc modifier la position consolidée que par l'une de cinq voies.**

A — le sentier de rémunération des réserves. Chiffré. Un vrai transfert de ressources, et un impôt sur les banques.

B — le sentier des soldes primaires. Signalé, non estimé. Le canal d'inflation, et entièrement un effet de signal.

C — le facteur d'actualisation et la prime de liquidité. Chiffré, via le curseur de spread.

D — la non-compensation de la perte de reversement. Signalé. Benigno-Nisticò : la neutralité ne tient que si le Trésor compense la perte de reversement un pour un par l'impôt.

E — le périmètre comptable. Chiffré, et étiqueté comme présentation. La dette maastrichtienne exclut la banque centrale : le ratio baisse d'environ vingt points sans qu'aucune grandeur consolidée ne change.

14

Les deux phases

Phase 1, tant que les titres annulés seraient encore vivants ($w = 6$ ans) :

$$\pi_1 = c \cdot X - p \cdot [c \cdot X \cdot (\alpha + (1-\alpha) \cdot k)] + \text{termes-}\tau - s \cdot (N - X)$$

Phase 2, ensuite :

$$\pi_2 = (r_m - i_v) \cdot \min(X, V_{fr}) + \text{termes-}\tau - s \cdot (N - X)$$

où X est le montant annulé, c le coupon moyen, $\alpha = 89,5\%$ la part à risque propre, $k = 19,77\%$ la clé de capital zone euro, p le curseur de contrepartie, r_m le taux de refinancement, s l'écartement de spread, N la dette négociable et V_{fr} l'engagement de la Banque de France envers les établissements de crédit.

Valeur actuelle sur un horizon T au taux d : $VA = a(1, w) \cdot \pi_1 + a(w+1, T) \cdot \pi_2$.

Le contrôle d'identité que le modèle exécute sur chaque jeu de paramètres : le coupon que le Trésor cesse de verser doit égaliser exactement le revenu que l'Eurosystème cesse de percevoir — la part française plus celle des partenaires. $c \cdot X = c \cdot X \cdot (\alpha + (1-\alpha)k) + c \cdot X \cdot (1-\alpha)(1-k)$. Il tient à $1e-9$ sur 309 jeux de paramètres tirés au hasard, et l'implémentation de référence en Python et le portage JavaScript utilisé par le site s'accordent champ par champ à la même tolérance sur 17 922 comparaisons.

15

Ce que ce modèle ne fait pas

Il ne modélise pas le canal de signal. Le plus grand effet potentiel est précisément celui qu'aucun article publié ne modélise pour cette opération. Il est exposé sous forme de curseur de spread et réglé à zéro par défaut, pour que le modèle ne suppose jamais la réponse.

Il ne modélise pas l'équilibre général. Aucune réponse de production, d'inflation ou de change. C'est un modèle de flux de fonds et de bilans, l'outil adéquat pour « qui se retrouve avec l'argent » et inadéquat pour « qu'arrive-t-il au PIB ».

Il chiffre le coupon perdu par la banque centrale, pas le gel des reversements. Un trou de 537 Md€ oblige la Banque de France à conserver tous ses bénéfices pendant une génération : l'État perd donc tout le flux de reversements, et non le seul coupon sur le portefeuille annulé. Cela joue contre l'annulation : l'omission est conservatrice dans le sens qui compte — mais le bilan n'est pas complet sans elle.

L'impôt sur les réserves fait fuir des recettes que nous ne comptons pas. À l'incidence par défaut, les ménages français perdent environ 5,7 Md€ de revenus d'intérêts ; le prélèvement forfaitaire de 30 % sur la part non réglementée représente environ 1,1 Md€ que le modèle ne retranche pas. 608 Md€ de Livret A et de LDDS portent un taux administré et ne peuvent transmettre aucune incidence aux déposants.

Deux périmètres ne coïncident pas tout à fait. Le numérateur de 600 Md€ est le total secteur public français de la BCE, agences et régions comprises ; le dénominateur de 2 882 Md€ est la dette négociable de l'État publiée par l'Agence France Trésor. Les 26,8 pb que cette note citait n'étaient pas un calcul apparié : ils rétrécissaient le dénominateur aux 469 Md€ de l'État seul tout en laissant le numérateur sur le coupon du périmètre secteur public à 600 Md€. Apparié des deux côtés — le coupon sur 469 Md€, rapporté aux 2 412,91 Md€ de dette négociable de l'État qui restent alors debout — le seuil d'écartement est de **21 pb** et non de 28,3 pb. Le chiffre qui

l'accompagne n'appelle aucune correction, parce que ses deux versions sont deux périmètres et non une bonne et une mauvaise réponse. Le même bloc de BTF et de réserves — 727 Md€ — fait **26,1 %** des 2 789,68 Md€ d'encours consolidé retenus partout dans cette note, qui est le chiffre des tableaux et du registre des paramètres ; et il fait **24,9 %** des 2 920,44 Md€ obtenus si la part de l'Eurosystème retirée est celle de l'État seul, 469 Md€, au lieu des 600 Md€ du périmètre large. Les deux sont justes sur leur périmètre, et aucun ne remplace l'autre. Le ratio de dette n'est pas concerné : la dette maastrichtienne au sens des administrations publiques est le bon appariement.

Le module d'inflation maintient l'encours de dette et le solde primaire constants. Les déficits nouveaux ne sont pas émis au taux plus élevé : le coût de taux est donc sous-estimé. Sur le périmètre de l'État, le module rend 3,04 Md€ à un an contre 3,2 Md€ pour le Sénat, mais 15,2 et 24,4 Md€ à cinq et neuf ans contre 23,5 et 33,5. L'écart est la croissance de l'encours financée par le déficit, et il joue contre la conclusion de cette note : le coût réel de la réponse de taux est plus élevé que ce qui est montré.

Le coupon moyen est dérivé, non publié. Les 1,078 % sont calculés à partir des comptes 2025 de la BCE. Le chiffre livre entier de la Banque de France est de 0,68 % et, ce livre comprenant des obligations sécurisées et des titres d'entreprises mieux rémunérés tandis que plusieurs millésimes souverains 2015-21 ont été achetés à rendement négatif, la vraie valeur française se situe probablement *en dessous* de 0,68 %. 1,078 % est donc conservateur contre la conclusion de cette note ; à 0,68 %, le seuil d'écartement tombe à 18 pb.

Annexe B — paramètres

PARAMÈTRE	VALEUR	TYPE	SOURCE OU DÉRIVATION
Avoirs de l'Eurosystème, France	599,76 Md€	Observé	BCE, PSPP + PEPP, coût amorti, 31 juil. 2026
Part à risque propre	89,5 %	Dérivé	Comptes annuels 2025 de la BCE : elle détient 10,00 % du livre PSPP public et 11,22 % du livre PEPP public
Coupon moyen	1,078 %	Dérivé	PSPP 2 022 M€ ÷ 179 395 M€ = 1,127 % ; PEPP 1 481 M€ ÷ 147 468 M€ = 1,004 % ; pondéré 360,2/239,5
Maturité moyenne pondérée	6,38 ans	Observé	PSPP 6,11 ; PEPP 6,79
Engagements BdF envers les établissements de crédit	507,53 Md€	Observé	Situation financière désagrégée de la BCE, poste 2, 3 juil. 2026
Total Eurosystème, même poste	2 368,78 Md€	Observé	idem

PARAMÈTRE	VALEUR	TYPE	SOURCE OU DÉRIVATION
Réserves obligatoires zone euro	173,861 Md€	Observé	période de constitution du 17 juin au 28 juil. 2026, rémunérées à 0 % depuis le 20 sept. 2023 et donc hors assiette taxable. La part française est estimée à 37,23 Md€ ; sur les 31 à 46 Md€ que permettent les comptes courants de la Banque de France, la part française de l'assiette rémunérée va de 21,0 % à 21,7 %, au-dessus de la clé de capital de 19,77 % aux deux bouts
Taux de la facilité de dépôt	2,25 %	Observé	relevé de 25 pb au 17 juin 2026
Clé de capital française, zone euro	19,7682 %	Observé	à compter du 1er janv. 2026, après l'entrée de la Bulgarie ; régit la mise en commun de l'art. 32.5
Principal indexé, OATi et OAT€i	311 Md€	Observé	AFT, <i>Bulletin mensuel</i> , « dont titres indexés 311 » au 30 juin 2026. C'est la base sur laquelle la provision s'accumule : un point d'inflation vaut 3,11 Md€ par an. Ce n'est pas la somme nominale des fiches titres, 240,79 Md€, qui omet l'indexation accumulée
Dette maastrichtienne française	3 536,07 Md€	Observé	Eurostat, T1 2026
PIB	3 004,27 Md€	Observé	quatre trimestres au T1 2026, apparié au trimestre de dette
Dette négociable de l'État	2 881,91 Md€	Observé	AFT, 31 juil. 2026 ; maturité moyenne 8 ans 163 j
Intérêts des administrations publiques	66,64 Md€	Observé	Eurostat, 2025. La série est purement historique : aucune trajectoire prospective ne s'en déduit. Sur le périmètre budgétaire de l'État — plus étroit, et non comparable ligne à ligne — le rapport du Sénat sur le PLF 2026 chiffre la charge de la dette à 58,0 Md€ en 2026, plus de 70 Md€ en 2027 et plus de 90 Md€ en 2029
Versements de la BdF à l'État	4,88 Md€/an	Dérivé	moyenne 2015-2019. Aucun dividende depuis 2021, mais 8,1 Md€ de bénéfice en 2025 et 2,2 Md€ versés à l'État
Situation nette de la BdF	283,4 Md€	Observé	fin 2025, dominée par les comptes de réévaluation de l'or et des devises ; capital et réserves propres 11,4 Md€, fonds pour risques généraux environ 6,2 Md€
Résultat net des six grands groupes bancaires	39,8 Md€	Observé	ACPR, 2025. Chiffre après impôt : c'est pourquoi les 10,6 Md€ du prélèvement sont un coût brut avant impôt égal à 26,6 % de ce montant, et non une baisse de 26,6 % des bénéfices
Taux effectif maximal d'IS	36,13 %	Observé	25 % + 3,3 % + contribution exceptionnelle, LF 2026
Érosion d'assiette en non-rémunération totale	30 %	Hypothèse	éclairée par McCauley et Pinter ; personne ne l'a estimée pour la zone euro

PARAMÈTRE	VALEUR	TYPE	SOURCE OU DÉRIVATION
Incidence (déposants/ emprunteurs/ actionnaires)	50/25/25	Hypothèse	Tucker qualifie l'incidence de question ouverte ; les données penchent vers les déposants
Écartement permanent du spread	0 pb	Hypothèse	réglé à zéro par défaut pour que le modèle ne suppose jamais la réponse

Annexe C — sources

Le débat en cours. [21News](#), « 700 milliards à effacer ? Pigasse et Bardella s'écharpent », 24 août 2026 · [AFP via Yahoo](#), 24 août 2026 · [Public Sénat](#) · [Euronews](#), 27 août 2026 · [John Cochrane](#), « French Fables », 24 août 2026 · [Olivier Blanchard](#), 23 août 2026

L'échange Vandeweyer–Dufrêne, 24-28 août 2026. Quentin Vandeweyer (London Business School ; auparavant Chicago Booth et la direction générale de la recherche de la BCE), [fil d'ouverture du 24 août, 09h12 UTC](#) et [épisode ultérieur du 28 août, 16h28 UTC](#), en réponse au [message de Blanchard du 23 août](#) ; Nicolas Dufrêne (Institut Rousseau) a répondu le 26 août. **Provenance** : le fil est public à ces adresses et vous pouvez le lire vous-même. Ce que nous n'avons pas pu faire, c'est le *recupérer* — X bloque l'accès automatisé — si bien que les formulations citées dans cette note nous sont parvenues sous forme de texte collé et n'ont pas été confrontées caractère par caractère aux messages. Tenez ces citations pour rapportées plutôt que vérifiées. Nous n'avons aucun permalien pour la réponse de Dufrêne, et c'est pourquoi l'argument de l'article 32.4 est jugé sur la tribune du *Monde* du 26 mai 2020, qui développe le même argument et qui est publique. La littérature citée par Vandeweyer, vérifiée : [Castillo-Martinez et Reis](#), « How Do Central Banks Control Inflation? A Guide for the Perplexed », *JEL* 64(1), mars 2026, 195-245 (accès libre) · [Reis](#), « Different types of central bank insolvency and the central role of seignorage », *Journal of Monetary Economics* 73, 20-25 — source des trois insolvabilités et de la fourchette 5 % ou 94 % du PIB pour le seigneurage · [Reis](#), *JEP* 36(4) — revenu de dette et soutenabilité, non la taxonomie des insolvabilités · [Hall et Reis](#), NBER WP 21173 · [Del Negro et Sims](#), *JME* 73 · [Benigno et Nisticò](#), *AEJ: Macro* 12(3)

Le dossier pour. [Le Monde](#), 26 mai 2020 (Bridonneau, Couppey-Soubeyran, Dufrêne, Giraud, Grandjean, Lalucq, Scialom) · [Le JDD](#), 12 sept. 2020 (Lalucq et députés européens) · [La tribune du 5 février 2021](#) · [Mélenchon et al.](#), proposition de résolution n° 2914, 11 mai 2020 · [Peters](#), Institut Rousseau, avril 2021 · [Couppey-Soubeyran](#), *The Conversation*

Le dossier contre. [Bénassy-Quéré](#), DG Trésor, 30 nov. 2020 · [Blot et Hubert](#), OFCE Policy Brief 80 · [Ragot](#), OFCE Policy Brief 84 · [Lagarde](#), lettre à Manon Aubry, 5 févr. 2021 · [Lagarde](#), entretien au *JDD*, 7 févr. 2021 · [De Grauwe](#), *SUERF Policy Note* 55 · [Artus](#), « Cela n'a aucun sens d'imaginer annuler la dette », Societal — citation vérifiée sur la page le 30 août 2026 : « il remplace à son passif des obligations par des comptes de réserves des banques ». *Citation indisponible* : *l'hébergeur ne répond pas de façon fiable et nous ne le lions plus.* · [Wolswijk](#), *BCE Occasional Paper* 397

Droit. [Article 123 TFUE](#) · [Protocole n° 4, statuts du SEBC — art. 32.4\(2\), 32.5, 33](#) · [Règlement 3603/93](#) · [C-62/14 Gauweiler](#) · [C-493/17 Weiss](#) · [Arrêt PSPP de la BVerfG, 5 mai 2020](#) · de Vauplane, *Le Grand Continent*

Le QE comme transformation de maturité, et les pertes de banque centrale. [Bailey, « The importance of central bank reserves », 21 mai 2024](#) · [OBR, « Debt maturity, quantitative easing and interest rate sensitivity »](#) · [Cecchetti et Hilscher, NBER WP 32478](#) · [Greenwood, Hanson, Rudolph et Summers, Hutchins WP 5](#) · [Hall et Reis, NBER WP 21173](#) · [Del Negro et Sims, JME 73](#) · [Reis, « Different types of central bank insolvency and the central role of seignorage », *Journal of Monetary Economics* 73, 20-25](#) — source des trois insolvabilités et de la fourchette 5 % ou 94 % du PIB pour le seigneurage · [Reis, JEP 36\(4\)](#) — revenu de dette et soutenabilité, non la taxonomie des insolvabilités · [BRI, Bulletin 68, Why are central banks reporting losses? Does it matter? — le décompte de dix sur trente-deux porte sur des banques centrales de pays émergents et de petites économies ouvertes](#) · [Buiter, CEPR DP 19057](#) · [Belhocine, Bhatia et Frie, FMI WP/23/145](#)

Rémunération des réserves. [Baglioni, IEP@BU Policy Brief 12](#) · [De Grauwe et Ji, VoxEU](#) · [McCauley et Pinter, VoxEU partie 2](#) · [Gray, FMI WP/11/36](#) · [Tucker, IFS Green Budget 2022 ch. 7](#) · [Bailey, lettre à Richard Tice, 20 juin 2025](#) · [Bieber, Banque de France, Bloc-notes Éco 208](#) · [BCE, rémunération des réserves obligatoires, 27 juil. 2023](#) · [Heider, Saidi et Schepens, RFS 32\(10\)](#) · [Coop FR, Les banques coopératives — 31,03 millions de clients-sociétaires, et plus de 60 % des dépôts et des crédits aux ménages et aux entreprises](#)

Inflation, salaires et indexation. [INSEE, Les salaires dans le secteur privé en 2024, Insee Première 2079, 23 octobre 2025](#) · [BCE, Bulletin économique 7/2025, The 2021–23 high inflation episode and inequality](#) · [BCE, Bulletin économique 7/2022, The impact of the recent rise in inflation on low-income households](#) · [Alvarez, Bluedorn, Hansen, Huang, Pugacheva et Sollaci, Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?, FMI WP/22/221](#) — 79 épisodes sur les salaires agrégés, le premier en 1973 et le dernier en 2017 ; les années 1960 relèvent de l'autre échantillon, 100 épisodes limités à l'industrie manufacturière · [Assemblée nationale, commission des finances, Les obligations indexées du Trésor — 262 Md€ au 31 mai 2023](#) · [Sénat, PLF 2026, Engagements financiers de l'État — la charge de la dette de l'État en comptabilité budgétaire, 58,0 Md€ en 2026, plus de 70 Md€ en 2027, plus de 90 Md€ en 2029, et la sensibilité à +100 pb de 3,2 / 23,5 / 33,5](#) · [Agence France Trésor, Bulletin mensuel, juillet 2026 — « dont titres indexés 311 » au 30 juin 2026](#) · [Agence France Trésor, encours détaillés OATi et OAT€i](#)

Inflation et théorie budgétaire du niveau des prix. [Cochrane, The Fiscal Theory of the Price Level, §8.5](#) · [Blanchard et Pisani-Ferry, « Monetisation: do not panic »](#) · [Galí, JME 115](#) · [Benigno et Nisticò, AEJ: Macro 12\(3\)](#)

Données. [Situation financière désagrégée de l'Eurosystème](#) · [Programmes d'achats d'actifs de la BCE](#) · [Souscription au capital de la BCE](#) · [Agence France Trésor](#) · [Résultats 2025 de la Banque de France \(page en anglais : l'URL française ne répond plus\)](#) · [Portail de données de la BCE, dépôts des ménages français, série BSI.M.FR.N.A.L20.A.1.U6.2250.Z01.E](#) · [Caisse des Dépôts, épargne réglementée, juillet 2026 — 608,4 Md€ de Livret A et de LDDS](#) · [Statistiques de finances publiques d'Eurostat](#) · [ACPR](#)

La version interactive de ce modèle, où chacun des curseurs ci-dessus peut être déplacé, est publiée séparément. L'implémentation de référence en Python, le portage JavaScript et le test de parité qui les compare sont disponibles sur demande.

Derived from public sources – see method. Estimates, not official publications. Not investment advice. ·
bzhmacro.com