

Flash Economie

14 juin 2019 - 749


L'absence d'efficacité des politiques monétaires expansionnistes a conduit à l'apparition de nouvelles théories hétérodoxes

Nous regardons les exemples des Etats-Unis et de la zone euro. Les politiques monétaires très expansionnistes mises en œuvre ont eu peu d'effets sur l'inflation, le crédit, les prix des actifs, donc au total sur l'équilibre macroéconomique. Ce constat a fait apparaître des théories nouvelles hétérodoxes:

- le fait que la politique monétaire expansionniste ne ramène pas l'inflation a fait apparaître le néo-fishérisme : la théorie selon laquelle, à long terme, le taux d'intérêt nominal détermine l'inflation ; des taux d'intérêt nominaux durablement faibles conduisent donc à une inflation faible ;
- le fait que la politique monétaire expansionniste a un effet faible sur le crédit, les prix des actifs, donc l'activité réelle et que donc la politique budgétaire est plus efficace que la politique monétaire pour soutenir l'activité a fait apparaître :
- la théorie de « l'helicopter money » : il faut cibler la création monétaire en distribuant de la monnaie aux agents économiques dont on veut soutenir la dépense ;
- la Théorie Monétaire Moderne (Modern Monetary Theory, MMT) : il faut utiliser la politique budgétaire pour maintenir en permanence le plein emploi, et il faut financer le déficit public par la création monétaire pour éviter la hausse des taux d'intérêt.

Ces théories hétérodoxes stimulent la réflexion :

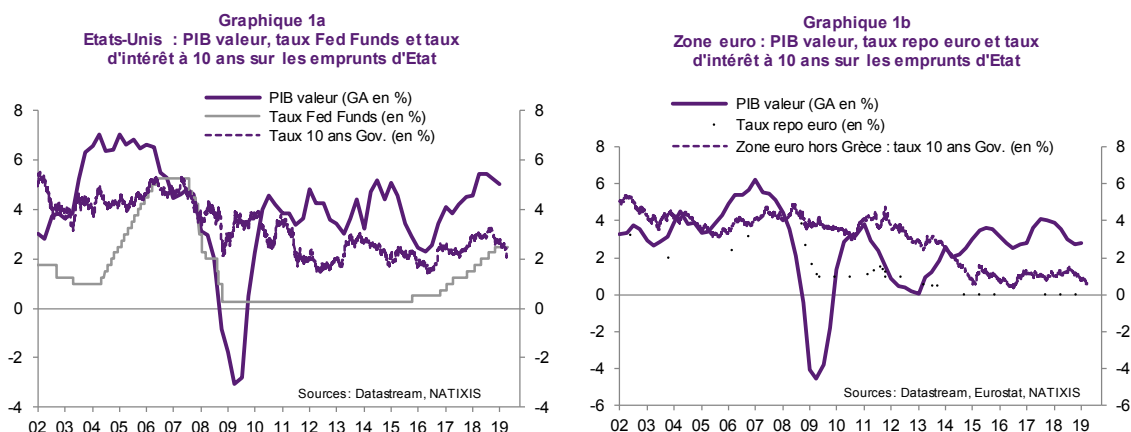
- si les taux d'intérêt nominaux sont faibles, comment l'équation de Fisher est-elle respectée à long terme ?
- Quelle est la différence entre l'helicopter money et le Quantitative Easing ?
- Quels sont les risques associés à l'utilisation de la Théorie Monétaire Moderne ?

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

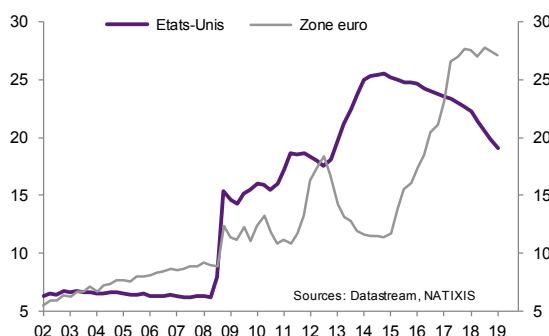
www.research.natixis.com

Peu d'effets des politiques monétaires expansionnistes sur l'équilibre macroéconomique

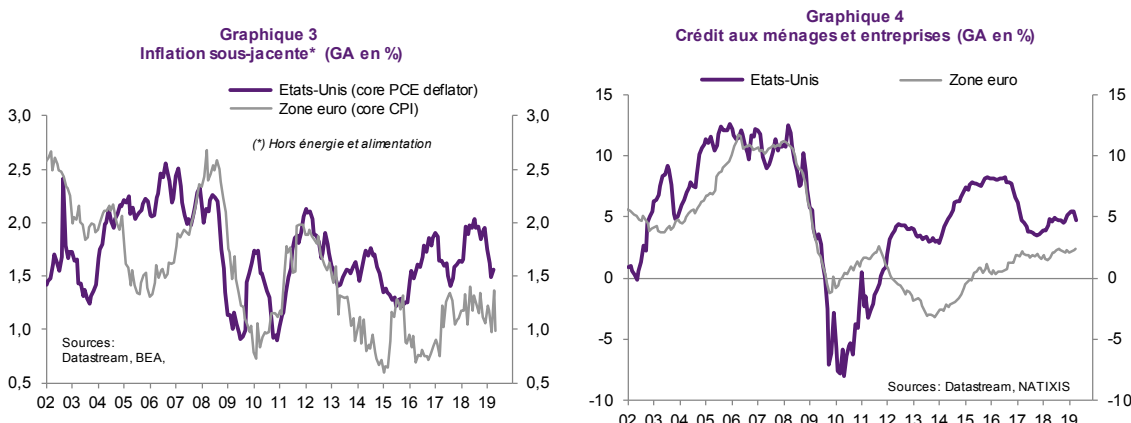
Les politiques monétaires très expansionnistes mises en œuvre depuis la crise de 2008 aux Etats-Unis et dans la zone euro (taux d'intérêt très bas, graphiques 1 a/b, progression forte de la liquidité, graphique 2) ont eu :

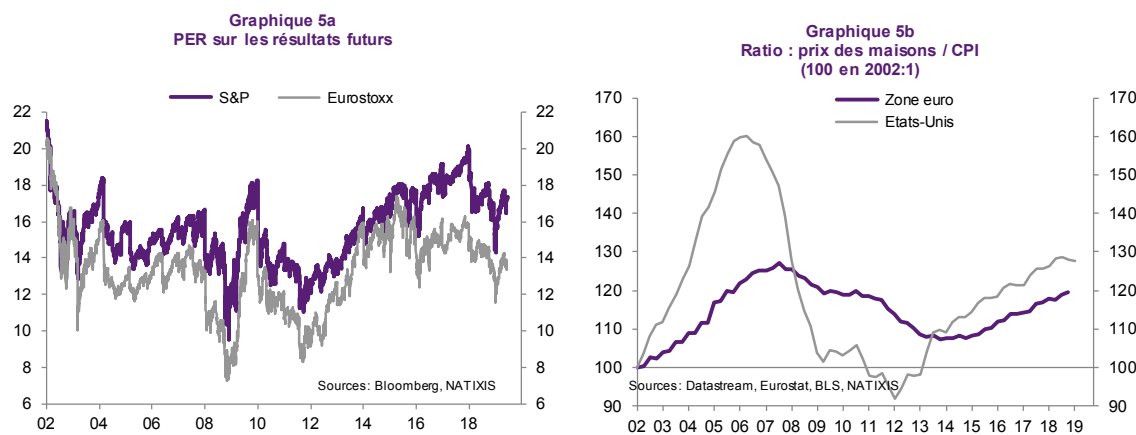


Graphique 2
Base monétaire
(en % du PIB valeur)



- un effet négligeable sur l'inflation sous-jacente (graphique 3) ;
- un effet faible sur le crédit (graphique 4) ;
- un effet faible sur les prix des actifs (graphiques 5 a/b).





On peut donc considérer au total que **les politiques monétaires expansionnistes ont eu un effet faible sur l'équilibre macroéconomique**. De cette constatation sont nées de nouvelles théories hétérodoxes.

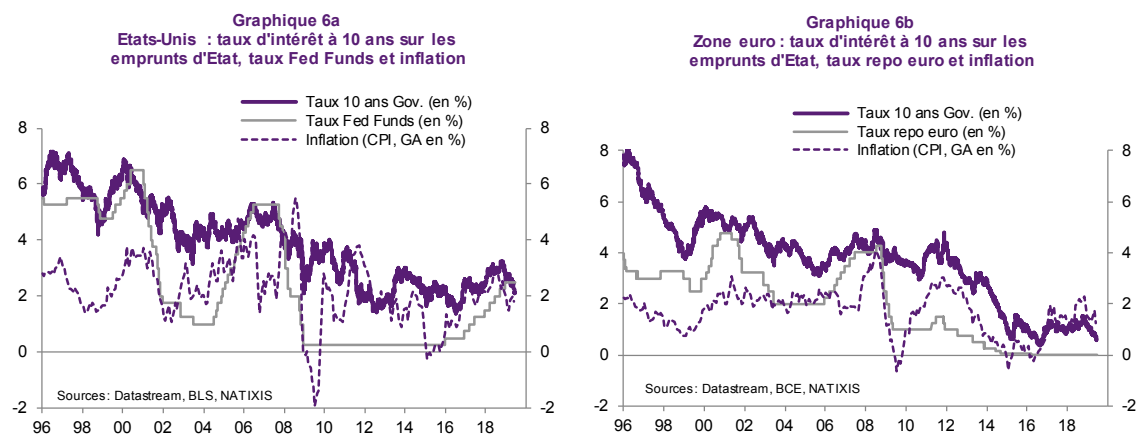
Trois théories hétérodoxes

1- Le néo-fishérisme

Le fait que la politique monétaire très expansionniste et les taux d'intérêt bas n'ont pas ramené l'inflation a conduit à **l'apparition du néo-fishérisme**. Il part de **l'équation de Fisher à long terme** :

$$\text{Taux d'intérêt nominal} = \text{Inflation} + \text{Taux d'intérêt réel}$$

A long terme, si le taux d'intérêt réel est déterminé par les caractéristiques structurelles de l'économie (productivité marginale du capital, croissance potentielle), **l'inflation est déterminée par le taux d'intérêt nominal. Un taux d'intérêt nominal bas conduit donc à long terme à une inflation faible (graphiques 6 a/b).**



2- L'hélicoptère money

L'idée est ici que si la politique monétaire expansionniste n'a pas eu d'effet positif important sur la croissance, **c'est que la création monétaire n'a pas été ciblée** : les Banques Centrales ont créé de la monnaie (graphique 2 plus haut) en achetant des obligations ; les vendeurs d'obligations ont donc reçu de la monnaie, mais il ne s'agit pas nécessairement des agents économiques dont on voulait stimuler la dépense.

L'hélicoptère money consiste au contraire à distribuer de la monnaie aux agents économiques dont on veut stimuler la dépense, donc à « cibler » la création monétaire. Nous verrons plus loin qu'en réalité il n'y a pas de différence entre hélicoptère money et Quantitative Easing.

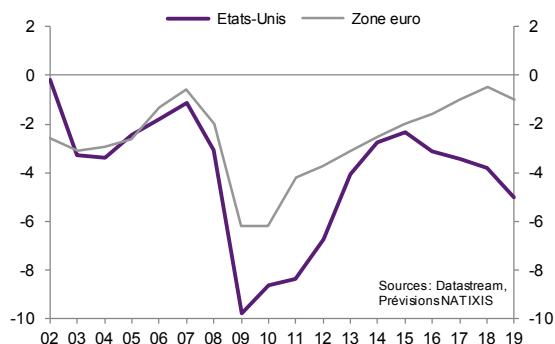
3- La Théorie Monétaire Moderne (Modern Monetary Theory, MMT)

L'idée de départ est ici que **la politique budgétaire est plus efficace que la politique monétaire pour soutenir l'activité**.

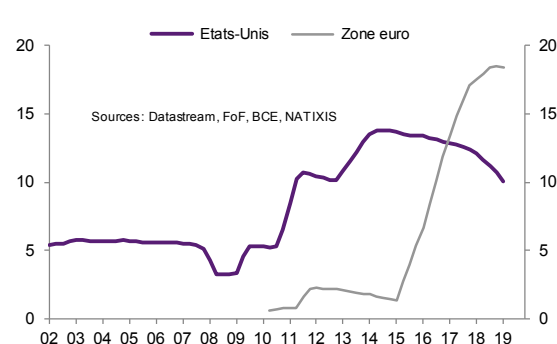
La Théorie Monétaire Moderne dit alors qu'il faut **assurer à chaque instant le plein emploi par une politique budgétaire suffisamment expansionniste (graphique 7) et qu'il faut financer les déficits publics ainsi mis en place par la création monétaire (graphique 8) pour éviter la hausse des taux d'intérêt (l'effet d'éviction)**.

Les **graphiques 7 et 9** montrent que, du point de vue de la Théorie Monétaire Moderne, la politique budgétaire a été insuffisamment expansionniste de 2008 à 2014 aux Etats-Unis, de 2008 à 2017 dans la zone euro.

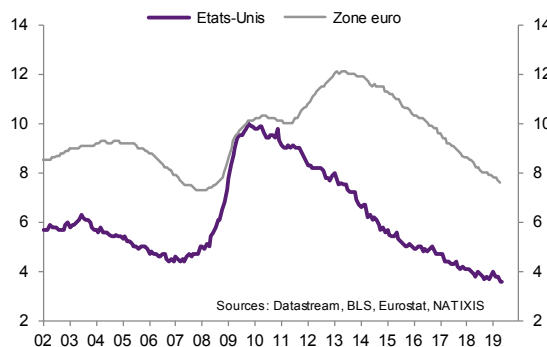
Graphique 7
Déficit public
(en % du PIB valeur)



Graphique 8
Encours de dette publique détenu par
la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



Graphique 9
Taux de chômage (en %)



Synthèse : une réflexion intéressante est ouverte

L'observation de la faible efficacité de la politique monétaire pour redresser l'inflation ou la croissance a fait apparaître de nouvelles théories hétérodoxes. **Elles ont au moins la vertu de stimuler la réflexion.**

- 1- **Le néo-fishérisme** explique que maintenir des taux d'intérêt nominaux bas conduit à la baisse et non à la hausse de l'inflation. **Si on veut rejeter le néo-fishérisme, il faut expliquer comment la relation de Fisher :**

Taux d'intérêt nominal = Inflation + Taux d'intérêt réel

est vérifiée à long terme si le taux d'intérêt nominal est bas et si l'inflation n'est pas basse. Une possibilité serait que le taux d'intérêt nominal bas conduise à un supplément de capital, d'où une baisse de la productivité marginale du capital et du taux d'intérêt réel.

- 2- **L'helicopter money** consiste à distribuer directement de la monnaie aux agents économiques dont on veut stimuler la dépense.

Mais il faut comprendre **qu'il n'y a pas en réalité de différence entre helicopter money et Quantitative Easing.** Supposons que l'Etat veut soutenir la consommation des ménages.

Il peut, **de manière absolument équivalente :**

- augmenter les transferts publics aux ménages, financés par émission de dette publique, puis utiliser le Quantitative Easing pour que la Banque Centrale achète la dette publique émise contre financement monétaire ;
 - utiliser l'helicopter money et donner de la monnaie aux ménages.
- 3- **La Théorie Monétaire Moderne** consiste en une politique budgétaire expansionniste qui assure le plein emploi, les déficits publics étant financés par la création monétaire pour éviter la hausse des taux d'intérêt. On ne peut pas croire qu'il soit si simple d'assurer le plein emploi, **quels sont les coûts de cette politique ?** On peut envisager, avec la forte création monétaire, l'inflation, des sorties de capitaux et une crise de change, l'instabilité financière (excès d'endettement, bulles sur les prix des actifs), le mauvais usage de l'épargne (qui finance des déficits publics)...