LES CONSÉQUENCES DE LA « THÉORIE MONÉTAIRE MODERNE »

Par Patrick Artus,
Directeur de la recherche
et des études, Natixis

On peut considérer que les pays de l'OCDE ont, à cause de la crise de la Covid, mis en pratique la Théorie Monétaire Moderne (MMT, Modern Monetary Theory). Cette théorie est assez simple. Le déficit public est celui que le gouvernement estime nécessaire, pour répondre à une récession, ou pour mettre en place des dépenses publiques nouvelles qui sont jugées importantes. Pour éviter que le déficit public fasse monter les taux d'intérêt à long terme et affaiblisse l'investissement du secteur privé, il est financé par la création monétaire et non par l'émission d'obligations. Et pour éviter que cette politique fasse apparaître de l'inflation, elle est arrêtée juste avant le retour au plein emploi.

C'est bien cette politique qui a été mise en œuvre dans les pays de l'OCDE avec la crise de la Covid. Prenons l'exemple de la zone euro : le déficit public a atteint 7,2% du PIB en 2020 (9,2% en France), et devrait avoir à peu près le même niveau en 2021 ; en un an, la taille du bilan de la BCE a augmenté de plus de 2200 milliards d'euros (18% du PIB de la zone euro), avec les achats massifs d'obligations, ce qui a permis de maintenir des taux d'intérêt à long terme très faibles (autour de 0,3% pour l'ensemble de la zone euro pour les taux d'intérêt à 10 ans).

Et l'inflation de la zone euro reste très faible (moins de 1% pour l'inflation sous-jacente hors effet des prix des matières premières) puisque le degré de sous-emploi reste élevé. Le Plan de Relance Européen (Next Generation EU) pourrait financer 800 milliards d'euros de dépenses publiques supplémentaires, dans les domaines jugés importants (transition énergétique, innovation), et au moins pour l'instant, les achats de titres de la BCE permettent que des dépenses soient financées à un taux d'intérêt très bas.

Dans un premier temps, on se félicite donc de cette application de la « Théorie Monétaire Moderne » : les gouvernements ont pu mettre en place les déficits publics qui maintiennent le revenu des ménages et évitent les faillites des entreprises, qui correspondent aux investissements d'avenir nécessaires, avec des taux d'intérêt restés nuls.

"Le vrai danger ne vient pas de la dette mais de la création monétaire."

Mais dans un deuxième temps, on va commencer à s'intéresser au coût de cette politique (de la mise en place de la Théorie Monétaire Moderne), après n'en avoir vu que les avantages.

Tant que la BCE achète des titres publics émis pour financer les déficits publics, il n'y a pas de problème d'endettement public (la dette publique détenue par la BCE est une dette perpétuelle gratuite), et il ne faut donc pas craindre une crise de la dette. La situation deviendra différente si les déficits publics persistent, avec les besoins nouveaux de dépenses publiques, lorsque la BCE aura arrêté ses achats, car alors il faudra placer les émissions de titres publics auprès de vrais investisseurs. Mais on peut penser que, si un risque de crise de la dette apparaît, si les taux d'intérêt à long terme sur l'euro remontent de manière importante, la BCE interviendra à nouveau.

Le vrai danger ne vient pas alors de la dette mais de la création monétaire : la contrepartie de l'achat par la BCE (et aussi par les autres Banques Centrales de l'OCDE) des dettes publiques émises depuis le début de 2020 est l'explosion de la quantité de monnaie (aussi bien de la monnaie de Banques Centrales que de la monnaie détenue par les agents économiques, essentiellement des dépôts bancaires). Et on commence à voir les effets de cette expansion monétaire : les prix de l'immobilier augmentent rapidement (6 % sur un an en France), les indices boursiers progressent très vite (plus de 30 % sur un an en France), et ces évolutions vont se prolonger. Il faut comprendre qu'avec des taux d'intérêt à long terme nettement inférieurs à la croissance attendue (en 2021 et 2022, la croissance nominale sera de l'ordre de 6 % en Europe et en France), les prix des actifs (indices boursiers, valeur des entreprises, prix de l'immobilier) peuvent augmenter sans limite.

Il faut comprendre aussi que cela signifie que, puisque les patrimoines sont détenus surtout par des personnes plus âgées et de revenu élevé, il va résulter de cette politique, d'abord une forte hausse des inégalités de patrimoine et des inégalités intergénérationnelles, puis le risque d'une crise déclenchée par le retournement à la baisse des prix des actifs.

À aucun moment, les partisans de la « Théorie Monétaire Moderne » ne parlent de prix d'actifs (de bulles) ou d'inégalités. Le seul risque qu'ils envisagent, lorsque des déficits publics très importants sont financés par la création monétaire, est le risque d'inflation. Mais le risque de déséquilibres financiers avec les hausses excessives des prix des actifs n'est jamais évoqué. ■