


Flash Economie

31 mars 2020 - 385

Quelques rappels sur les principes des mécanismes, importants aujourd'hui

Nous voulons rappeler quelques principes, mécanismes économiques, qui sont importants à comprendre dans la période présente :

- les raisons pour lesquelles la dette publique achetée irréversiblement par une Banque Centrale est en réalité annulée ;
- les conditions sous lesquelles un déficit public monétisé par la Banque Centrale est équivalent à l'Helicopter Money ;
- les limites à la hausse du déficit public lorsqu'il est monétisé par la Banque Centrale ;
- la nature de la condition de solvabilité budgétaire lorsque la Banque Centrale a acheté une partie de la dette publique.

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

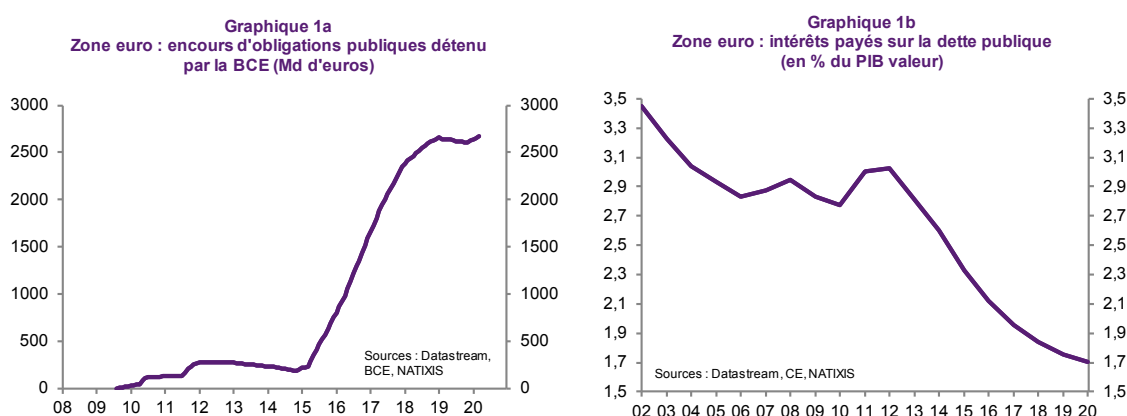
www.research.natixis.com

Premier mécanisme : une dette publique achetée irrévérablement par une Banque Centrale est en réalité annulée

Nous allons illustrer notre analyse, qui est générale, par l'exemple de la zone euro.

La BCE (en pratique, les Banques Centrales nationales des pays de la zone euro) a acheté une quantité importante de dettes publiques (graphique 1a).

Les Etats continuent bien sûr à verser des intérêts sur cette dette à la Banque Centrale (graphique 1b) ; mais les Banques Centrales reversent leurs profits aux Etats, et donc ces intérêts reçus sur la dette qu'elles détiennent sont rendus aux Etats.



On voit donc :

- que la dette publique achetée par la BCE devient gratuite pour les Etats ;
- et que si la BCE ne réduit pas la taille de son bilan, à l'échéance des obligations souveraines détenues elle va rouler cette détention sur de nouvelles obligations : les Etats n'ont alors pas à rembourser la dette publique détenue par la BCE.

Une dette publique qui est gratuite et non remboursée est de facto annulée : la dette publique achetée irrévérablement par la Banque Centrale est en réalité annulée, il s'agit d'une vraie monétisation.

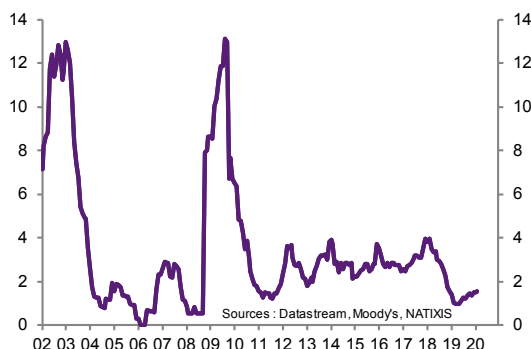
Deuxième mécanisme : déficit public et Helicopter Money

On vient de le voir, un déficit public irrévérablement monétisé ne fait, en réalité, apparaître que de la création monétaire et non de la nouvelle dette (celle-ci est de facto annulée par la monétisation).

Il s'agit donc bien d'une opération équivalente à la distribution de monnaie aux bénéficiaires du déficit public.

Pour que ce soit complètement de l'Helicopter Money, il faut que cette distribution de monnaie soit bien ciblée sur des agents économiques qui en font un usage utile à l'économie (on parle aussi de « Targeted Quantitative Easing »). C'est le cas aujourd'hui si, la réaction à la crise du coronavirus est la prise en charge par l'Etat de dépenses des entreprises (impôts, salaires, loyers...) permettant d'éviter une hausse des faillites comme celle observée en 2009 (graphique 2).

Graphique 2
Zone euro : taux de défaut High Yield (en %)



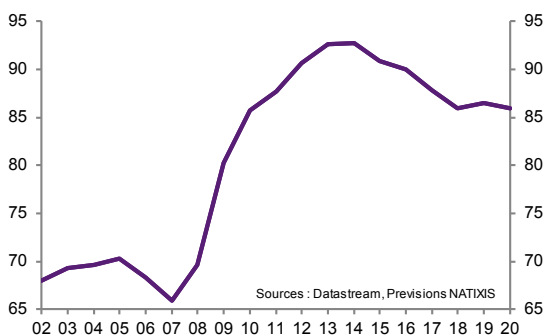
Troisième mécanisme : les limites à la hausse du déficit public lorsqu'il est monétisé par la Banque Centrale

On l'a vu plus haut, **si un déficit public est monétisé irréversiblement par la Banque Centrale**, tout se passe comme si la dette publique initialement émise était annulée. **Il n'y a donc plus de limite au déficit public qui vienne du maximum possible du taux d'endettement public (graphique 3a).**

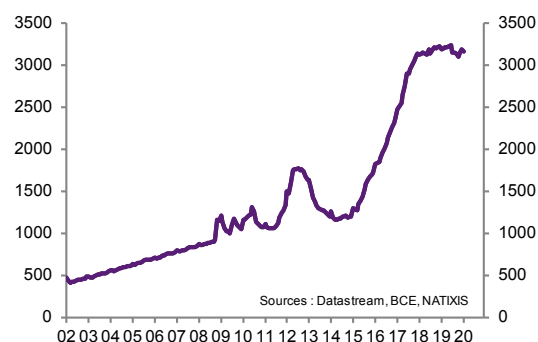
Mais la Banque Centrale, achetant les dettes publiques, accroît la taille de son bilan (la quantité offerte de monnaie de Banque Centrale, **graphique 3b**).

La question qui se pose alors est celle de **la taille maximale du bilan de la Banque Centrale**, au-delà de laquelle il se déclenche une crise de perte de confiance dans la monnaie, de fuite devant la monnaie. On voit aujourd'hui au Japon un bilan de la Banque Centrale bien plus grand que celui de la BCE (**graphique 3c**), ce qui montre que peut-être le **potentiel d'expansion de l'offre de monnaie** est loin d'être épuisé.

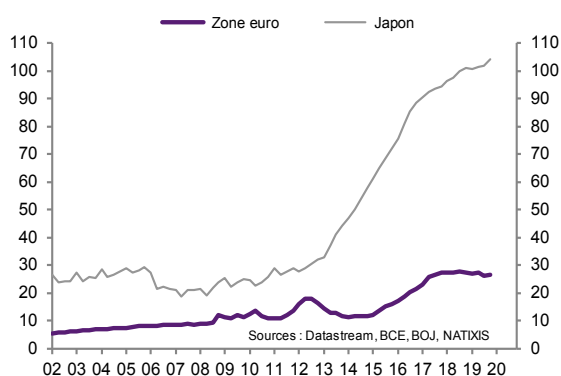
Graphique 3a
Zone euro : dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 3b
Zone euro : base monétaire (Md d'euros)



Graphique 3c
Base monétaire (en % du PIB valeur)



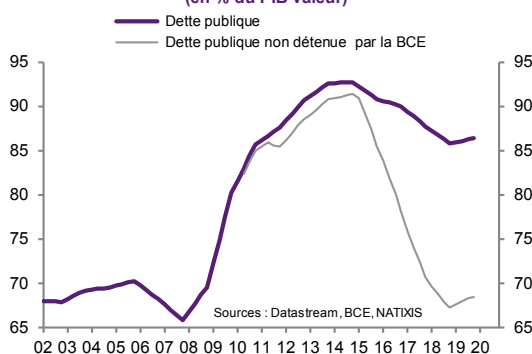
Quatrième mécanisme : la nature de la contrainte de solvabilité budgétaire

Nous nous interrogeons ici **sur la nature de la contrainte de solvabilité budgétaire lorsque la Banque Centrale achète de la dette publique** (Quantitative Easing).

On l'a vu plus haut, la dette publique ainsi achetée, si cet achat est irréversible, est de facto annulée.

Ceci montre que **ce qui compte pour évaluer la solvabilité budgétaire n'est pas le taux d'endettement public mais le poids dans le PIB de la partie de la dette publique qui n'est pas détenue par la Banque Centrale**, et qui est aujourd'hui beaucoup plus faible (graphique 4).

Graphique 4
Zone euro : encours d'obligations publiques (en % du PIB valeur)



Synthèse : quelques mécanismes importants à avoir à l'esprit

Si on a bien à l'esprit les mécanismes qui précèdent, en particulier :

- on analyse la dette publique hors celle qui est détenue par la Banque Centrale, puisque, si cette situation est irréversible, la dette détenue par la Banque Centrale est de fait annulée ;
- on ne réclame pas l'Helicopter Money puisqu'on l'a déjà avec les déficits publics ciblés irréversiblement monétisés ;
- on s'interroge sur ce qui peut empêcher que l'expansion de la taille du bilan de la Banque Centrale dépasse un certain seuil.