

Flash Economie

7 mai 2020 - 560

La composante qui manque à la Théorie Monétaire Moderne

La Théorie Monétaire Moderne (Modern Monetary Theory, MMT) explique :

- que les Etats peuvent mettre en place à tout moment le déficit public qui permet d'atteindre le plein emploi ;
- que ce déficit public doit être financé par la création monétaire pour éviter l'effet d'éviction (la hausse des taux d'intérêt qui réduirait la demande des ménages et des entreprises) ;
- que l'inflation provoquée par la création monétaire peut être évitée si cette politique est arrêtée lorsque l'économie revient au plein emploi.

On voit que les pays de l'OCDE ont mis en place aujourd'hui la Théorie Monétaire Moderne, avec un contexte un peu différent : le recul de la production en 2020 ne vient pas du recul de la demande mais du confinement des salariés ; l'objectif du déficit public n'est pas de ramener au plein emploi mais d'empêcher la perte de revenu des ménages et des entreprises.

Mais il manque une composante à la Théorie Monétaire Moderne : la création monétaire, dans les économies contemporaines, ne conduit plus à l'inflation des prix des biens et services mais à l'inflation des prix des actifs.

Il faut donc expliquer, non pas comment éviter l'inflation, mais comment éviter l'inflation des prix des actifs.

L'ajout à faire à la Théorie Monétaire Moderne pourrait être : l'inflation des prix des actifs est évitée par des politiques macroprudentielles actives (ratios de bilan réglementaires des intermédiaires financiers, loan-to-value ratios, taxation des plus-values en capital à court terme).

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

Rappel sur la Théorie Monétaire Moderne

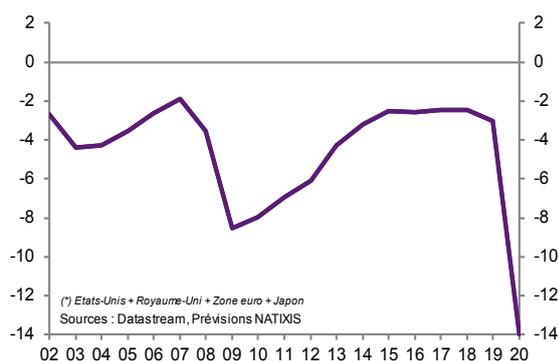
La Théorie Monétaire Moderne (Modern Monetary Theory, MMT) explique :

- 1- que les Etats peuvent mettre en place à tout moment le déficit public qui permet d'atteindre le plein emploi ;
- 2- que ce déficit public doit être monétisé (la Banque Centrale soit finance directement le déficit public par la création monétaire, soit achète en créant de la monnaie la dette publique initialement émise) ;
- 3- que pour éviter l'inflation (des prix des biens et services) provoquée par la création monétaire, il suffit d'arrêter cette politique lorsque le plein emploi est atteint.

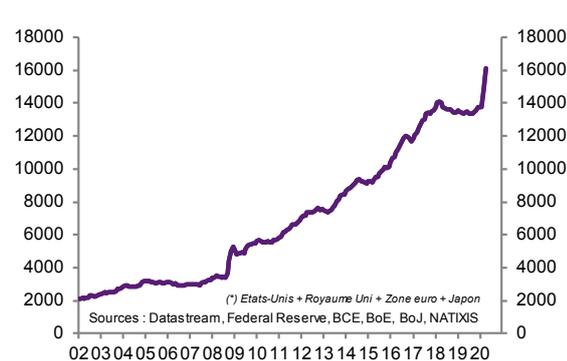
La Théorie Monétaire Moderne est aujourd'hui mise en œuvre dans les pays de l'OCDE

La crise du coronavirus a conduit à ce que les pays de l'OCDE mettent en place la Théorie Monétaire Moderne : déficit public très important en 2020 (graphique 1), monétisation complète de ce déficit par les Banques Centrales (graphique 2 ; monétisation directe au Royaume-Uni, monétisation par le rachat des dettes publiques émises dans les autres pays).

Graphique 1
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)

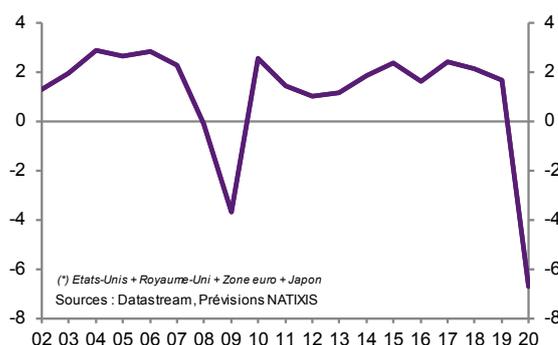


Graphique 2
OCDE* : base monétaire (Md de \$)



Il existe une seule différence entre la Théorie Monétaire Moderne et ce qu'on observe en 2020 dans les pays de l'OCDE : le déficit public n'a pas pour objectif de ramener au plein emploi ; en effet, le recul du PIB en 2020 (graphique 3) n'est pas dû au recul de la demande mais au confinement, les salariés ne pouvant pas aller travailler ; le déficit public a alors comme objectif d'éviter que les ménages et les entreprises perdent du revenu malgré le recul de la production.

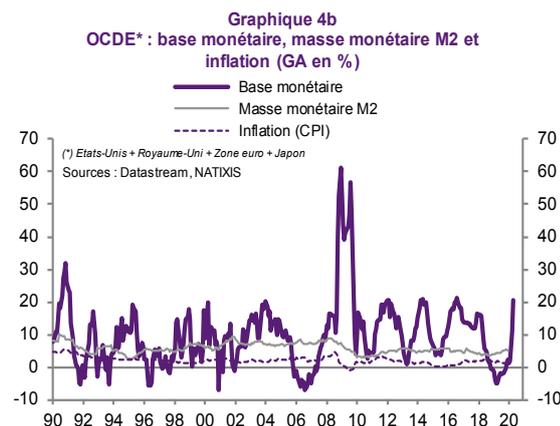
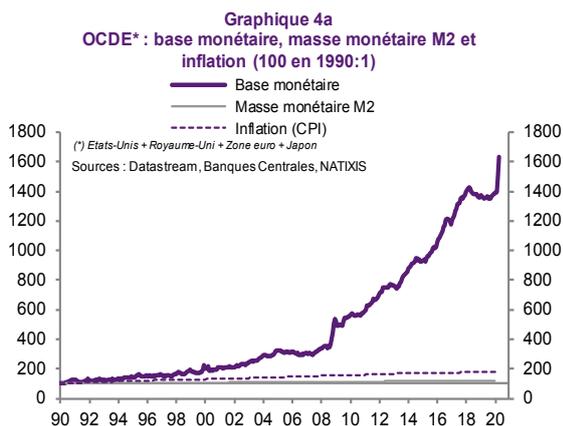
Graphique 3
OCDE* : PIB volume (en % par an)



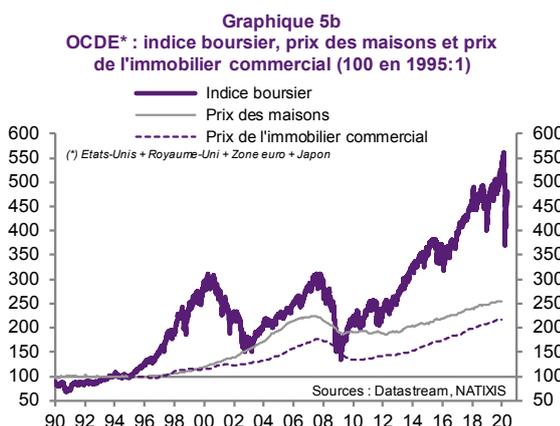
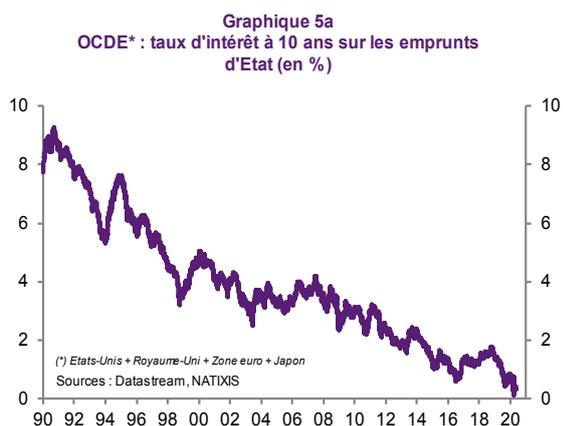
Mais il manque une composante à la Théorie Monétaire Moderne

La Théorie Monétaire Moderne contient donc l'idée que le risque avec la création monétaire est l'inflation (des prix des biens et services). Elle propose donc de réduire le déficit public lorsque l'économie arrive au plein emploi pour éviter l'inflation.

Mais on ne voit plus de lien, depuis 30 ans, dans les pays de l'OCDE, entre l'offre de monnaie (de Banque Centrale -la base monétaire-, ou détenue par les agents économiques non bancaires -M2) et les prix des biens et services (graphiques 4a/b).



On sait qu'il faut aujourd'hui se placer dans une logique de rééquilibrage de portefeuille : l'accroissement de l'offre de monnaie conduit les agents économiques à essayer de rééquilibrer leurs portefeuilles en achetant d'autres actifs financiers, et elle conduit à la hausse des prix de ces actifs : obligations (baisse des taux d'intérêt à long terme, graphique 5a, actions et immobilier, graphique 5b).



On voit donc que la Théorie Monétaire Moderne devrait s'intéresser aux prix des actifs immobiliers et financiers et pas aux prix des biens et services.

Synthèse : la composante qui manque à la Théorie Monétaire Moderne

Pour pouvoir utiliser la Théorie Monétaire Moderne, il faut expliquer comment la création monétaire ne conduit pas à l'inflation.

Dans la théorie habituelle, il s'agit de l'inflation des prix des biens et services, mais dans les économies contemporaines il s'agit de l'inflation des prix des actifs financiers et immobiliers. Il manque donc une composante à la Théorie Monétaire Moderne qui est probablement **l'utilisation des politiques macroprudentielles pour éviter l'inflation des prix des actifs même si l'offre de monnaie croît très rapidement**. Il s'agit de l'utilisation des ratios de bilan des banques (ratios de fonds propres, de réserves obligatoires) ou des investisseurs institutionnels, de l'utilisation des loan-to-value ratios, de la taxation des plus-values en capital à court terme...