

Flash Economie

20 octobre 2020 - 1178

Clarifier le débat sur la politique budgétaire et la politique monétaire

Le débat sur la politique budgétaire et la politique monétaire est aujourd'hui peu clair, et on entend beaucoup d'affirmations discutables, de la part d'économistes, d'hommes politiques, de hauts fonctionnaires... Nous voulons essayer ici de clarifier ce débat sur trois points :

- que faut-il penser de la très forte hausse des taux d'endettement public ?
- quelles sont les conséquences à attendre de la politique de monétisation massive des déficits publics ?
- qu'attendre à très long terme si les politiques d'expansion monétaire massives sont maintenues ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Faut-il s'inquiéter de la hausse des taux d'endettement public ?

Les déficits publics très élevés mis en place en raison de la crise de la Covid conduisent à **une forte hausse des taux d'endettement public**, mesurés de la manière habituelle (117 % du Produit Intérieur Brut pour la France à la fin de 2020 contre 100 % à la fin de 2019). Ceci a conduit à une forte inquiétude : la solvabilité budgétaire des pays de l'OCDE est-elle menacée ? Transfère-t-on une charge massive aux générations futures ? Faudra-t-il une politique budgétaire très restrictive pour rembourser les dettes publiques ?

Ceci conduit aussi à diverses propositions : annulation d'une partie de la dette, séparation de la dette liée à la Covid du reste de la dette.

Beaucoup d'intervenants ne comprennent manifestement pas ce qu'est le statut d'une dette publique achetée (monétisée) par la Banque Centrale.

Dans tous les pays de l'OCDE, et dans la zone euro, les Banques Centrales achètent la totalité des dettes publiques émises par les États, et paient en créant de la monnaie. Très probablement, les Banques Centrales ne revendront pas les titres publics qu'elles achètent et les renouveleront par d'autres titres publics à l'échéance. Ceci implique que **la partie de la dette publique détenue par les Banques Centrales a été de facto annulée**. Tout se passe comme si les déficits publics avaient été directement financés par la création monétaire sans émission de dette publique.

Dit autrement, les Banques Centrales appartenant aux États, on peut regarder le bilan consolidé de l'État et de la Banque Centrale : **il n'apparaît alors comme endettement que la partie de la dette publique qui n'est pas détenue par la Banque Centrale** (le reste est une dette de l'État vis-à-vis de lui-même).

Malheureusement, les règles de la comptabilité nationale font que l'on regarde le taux d'endettement public total, que la dette soit détenue par la Banque Centrale ou par les épargnants et investisseurs.

Il n'y a donc pas, en réalité, de hausse du taux d'endettement public, et les dangers souvent discutés d'un endettement public élevé ne peuvent pas apparaître. Aucune charge de la dette n'est léguée aux générations futures, mais il faut s'interroger, ce qui est notre point suivant, sur **les conséquences de la monétisation massive des dettes publiques**.

Quelles conséquences attendre de la monétisation massive des déficits publics ?

Les Banques Centrales ont donc décidé de monétiser les déficits publics, c'est-à-dire d'acheter les dettes publiques émises par les gouvernements en payant par la création monétaire. Prenons l'exemple de **la BCE**.

En 2020, la taille de son bilan devrait passer de 4 600 à 6 800 milliards d'euros, soit une hausse équivalente à 19 % du PIB de la zone euro, alors que le déficit public de la zone euro en 2020 devrait être de 10 % du Produit Intérieur Brut.

Cette politique devrait être poursuivie en 2021 ; comme il a été dit plus haut, la question n'est pas alors celle de l'endettement public (qui n'augmente pas en réalité grâce à la monétisation), mais celle de la création monétaire. **Que se passe-t-il à moyen terme quand l'offre de monnaie augmente aussi rapidement ?**

Il faut comprendre que toutes les formes d'offre de monnaie augmentent : l'offre de monnaie de Banque Centrale (c'est-à-dire le bilan de la Banque Centrale), mais aussi l'offre de monnaie pour les agents économiques non bancaires (les dépôts bancaires essentiellement) : quand une Banque Centrale achète une obligation dans le cadre du Quantitative Easing (pour monétiser la dette publique), il y a hausse du même montant de l'offre de monnaie de Banque Centrale et de l'offre de monnaie « normale ».

L'offre de monnaie pour les agents économiques non bancaires de la zone euro (qu'on appelle M2) est ainsi passée de 12 400 milliards d'euros en janvier 2020 à 13 300 milliards d'euros en août 2020.

Dans le passé, on avait une vision qui était que la monnaie était **une monnaie de transaction**. On pensait donc qu'il y avait un lien étroit entre l'offre de monnaie et le revenu en valeur, c'est-à-dire le Produit Intérieur Brut en valeur ; le PIB en volume dépendant à long terme du progrès technique, de la démographie, cela créait **un lien étroit entre la croissance de l'offre de monnaie et l'inflation** (des prix des biens et services). **Mais depuis 30 ans**, ce lien n'apparaît plus, **aucune corrélation n'apparaît entre offre de monnaie et prix**.

On a passé donc à une nouvelle vision qui est que la monnaie est une **monnaie de placement : c'est une composante de la richesse, avec les obligations, les actions, l'immobilier**. À moyen terme, la monnaie doit donc représenter une part stable de la richesse. Si l'offre de monnaie augmente rapidement, la valeur des autres composantes de la richesse doit aussi augmenter rapidement, et il doit donc y avoir hausse des prix des actifs (hausse des prix des obligations, donc baisse des taux d'intérêt à long terme, hausse des cours boursiers, hausse des prix de l'immobilier). **La hausse des prix des actifs stabilise la part de la monnaie dans la richesse malgré la croissance rapide de l'offre de monnaie**.

Ceci renseigne bien sur **les coûts de la politique de déficits publics massifs monétisés** : le niveau très bas induit des taux d'intérêt à long terme est **une taxation de fait des épargnants (et futurs retraités) au profit des emprunteurs, en particulier des États** ; la hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier est une **taxation de fait des jeunes, qui doivent acheter des actifs financiers pour se constituer un patrimoine et qui doivent acheter un logement** (en France, de 2000 à 2020, les prix des logements ont été multipliés par 2,3).

Quels sont les effets à long terme de cette politique ?

Ce qui précède montre donc que **la politique de monétisation complète des déficits publics** menée aujourd'hui d'une part fait **disparaître tout risque d'excès d'endettement public et tout besoin de remboursement des dettes publiques émises, d'autre part va conduire à une hausse forte des prix des actifs** (taux d'intérêt à long terme bas, hausse des cours boursiers et des prix de l'immobilier). Mais poussons plus loin le raisonnement et regardons à plus long terme.

Comme il a été dit plus haut, dans la logique de monnaie de placement, à moyen terme la monnaie doit représenter une part stable de la richesse. **Si l'offre de monnaie augmente rapidement, la richesse doit donc augmenter également rapidement**, ce qui est obtenu par la hausse forte des prix des actifs.

Mais **puisque l'inflation** (des prix des biens et services) **reste faible**, ceci implique que **la richesse augmente régulièrement plus vite que le Produit Intérieur Brut en valeur**, et donc que les revenus, puisque la richesse augmente au même rythme que l'offre de monnaie qui croît plus vite que le PIB.

Or, si ceci est possible à moyen terme, c'est impossible à long terme : **si la valeur des actifs financiers et immobiliers augmente en permanence plus vite que les revenus, il ne peut plus à un certain moment y avoir d'acheteurs pour ces actifs**. Il y a une limite, par exemple, au nombre d'années de salaires qu'un « jeune » peut consacrer à l'achat d'un logement.

On voit donc que la dynamique présente a **une limite : l'impossibilité que la valeur des actifs (la richesse) augmente continûment plus vite que le revenu**.

Quand cette limite est atteinte, soit l'expansion monétaire doit s'arrêter, puisque le supplément de monnaie offert n'est plus demandé, les agents économiques ne veulent plus détenir davantage de monnaie dans l'impossibilité de stabiliser la part de la monnaie dans la richesse ; soit on revient au mécanisme ancien de monnaie de transaction, et il apparaît une forte inflation des prix des biens et services qui fait progresser la valeur du revenu.

Synthèse : trois contributions pour clarifier le débat

Ce qui précède montre donc d'abord que, **avec la monétisation des déficits publics par les Banques Centrales, il n'y a pas de problème d'excès d'endettement public**, de transfert de la charge aux générations futures ou de remboursement des nouvelles dettes publiques.

Ensuite, que **la monétisation des dettes publiques impose à l'équilibre une hausse de la richesse parallèle à celle de l'offre de monnaie, donc une hausse des prix des actifs** (obligations, actions, immobilier).

Enfin, que cette dynamique ne peut pas être la dynamique de long terme, **puisqu'il est impossible que la richesse (la valeur des actifs) augmente perpétuellement par rapport au revenu**. À long terme, il y a soit arrêt de l'expansion monétaire liée à une crise monétaire, avec refus par les agents économiques de détenir davantage de monnaie, soit retour de l'inflation traditionnelle (des prix des biens et services).