

## Flash Economie

29 juillet 2020 - 861

### Modern Monetary Theory : les limites du modèle dans la théorie et dans la pratique

On assiste aujourd'hui dans les pays de l'OCDE à la mise en application de la Théorie Monétaire Moderne (MMT) : le déficit public est celui qui est nécessaire, quelle que soit sa taille, il est monétisé par les Banques Centrales pour éviter les effets d'éviction (la hausse des taux d'intérêt).

Dans la théorie, la limite de cette politique est atteinte lorsque l'inflation apparaît, et il faut alors réduire le déficit public, mais ce n'est pas un problème puisque l'inflation apparaît lorsque l'économie est revenue au plein emploi et pas avant.

Mais, dans la pratique, la création monétaire conduit à la hausse des prix des actifs et non à la hausse des prix des biens et services. S'il faut arrêter l'expansion budgétaire et monétaire lorsque l'inflation des prix des actifs apparaît, la question est de savoir si ceci se produit, comme dans le cas de l'inflation des prix des biens, lorsque l'économie est revenue au plein emploi, ou bien plus tôt.

Si l'inflation des prix des actifs apparaît avant le retour au plein emploi, alors l'utilisation de la Théorie Monétaire Moderne est problématique. C'est pourtant le cas, les prix des actifs accélèrent bien avant le retour au plein emploi.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

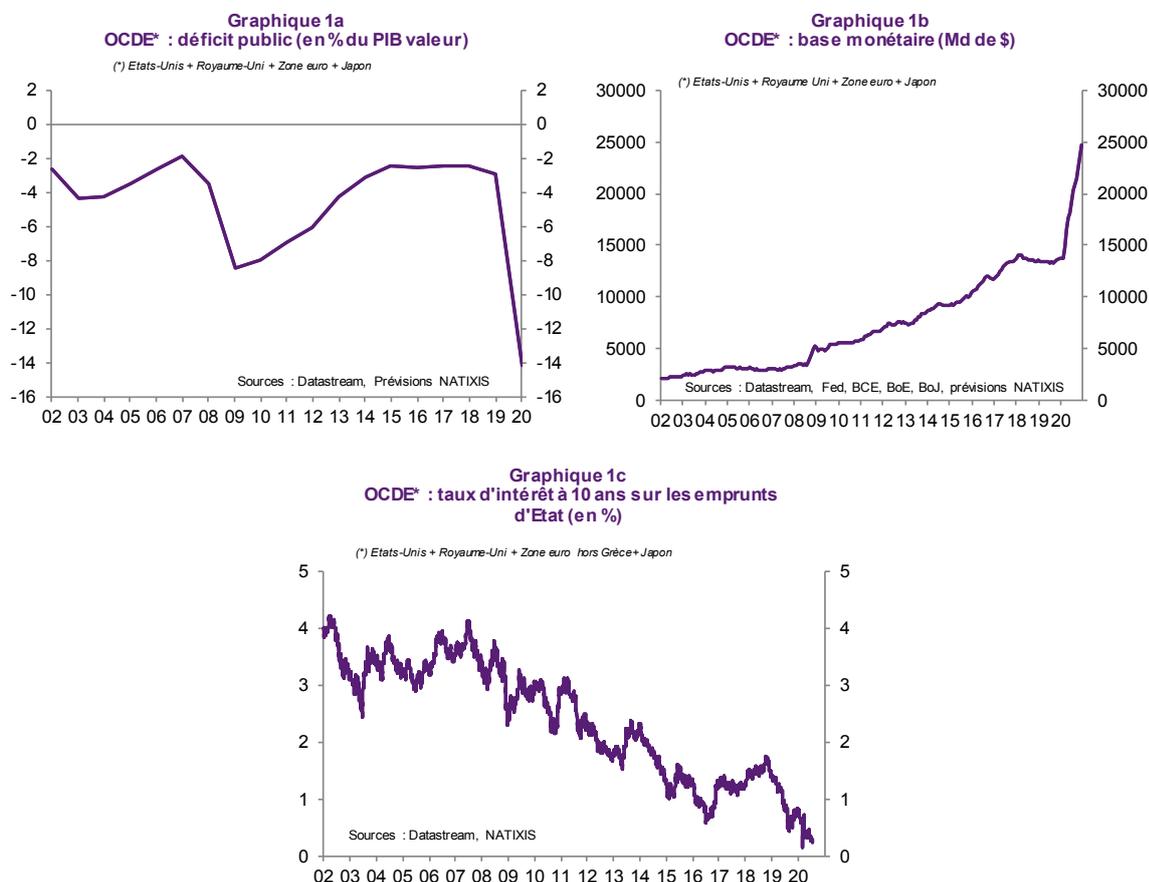
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

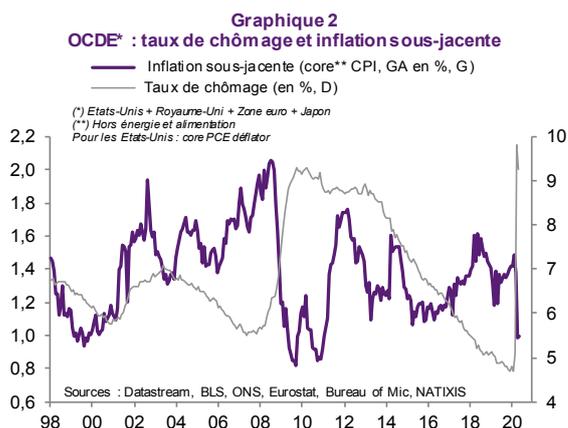
## Les pays de l'OCDE appliquent la Théorie Monétaire Moderne

La crise du Covid a déclenché l'utilisation de la Théorie Monétaire Moderne dans les pays de l'OCDE : politique budgétaire aussi expansionniste que ce qui est jugé nécessaire (graphique 1a), monétisation des déficits publics (graphique 1b) pour éviter la hausse des taux d'intérêt à long terme (graphique 1c) et les effets d'éviction.



## Dans la Théorie Monétaire Moderne, la limite est l'inflation

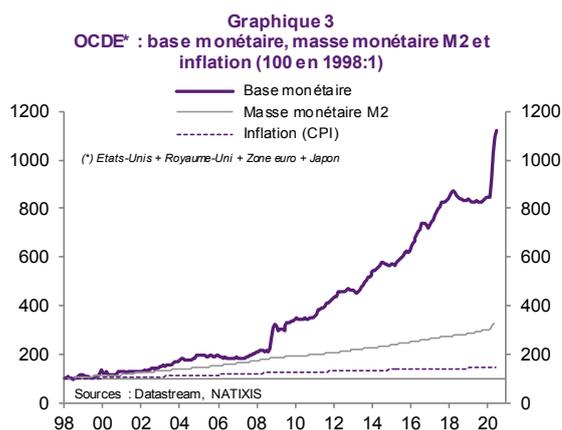
Dans la Théorie Monétaire Moderne, il faut arrêter l'expansion budgétaire et l'expansion monétaire liée lorsque l'inflation revient. À ce moment, il faut passer à une politique budgétaire plus restrictive, d'où la réduction aussi de la création monétaire. Ceci n'est pas un problème, puisque l'inflation ne revient que lorsque l'économie est revenue au plein emploi (graphique 2).



Ce n'est donc que lorsque l'économie est revenue au plein emploi qu'on arrête les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes dans le cadre habituel de la Théorie Monétaire Moderne.

## Mais, dans la réalité, la limite est l'inflation des prix des actifs

On sait que, dans les économies contemporaines, il n'y a plus de corrélation entre offre de monnaie et prix (graphique 3).



La hausse rapide de l'offre de monnaie conduit à la hausse rapide des prix des actifs, pas des prix des biens et services.

Il faudrait donc arrêter l'utilisation de la Théorie Monétaire Moderne lorsque l'inflation des prix des actifs apparaît.

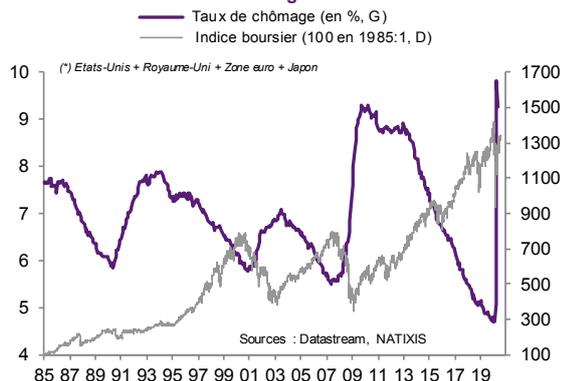
La question importante est alors la suivante : l'inflation des prix des actifs apparaît-elle lorsque l'économie parvient au plein emploi ou avant que l'économie parvienne au plein emploi ?

S'il faut attendre le plein emploi pour que l'inflation des prix d'actifs apparaisse, comme c'est le cas pour l'inflation des prix des biens, il n'y a pas de difficulté : les politiques expansionnistes sont arrêtées au plein emploi lorsque l'inflation des prix des actifs apparaît.

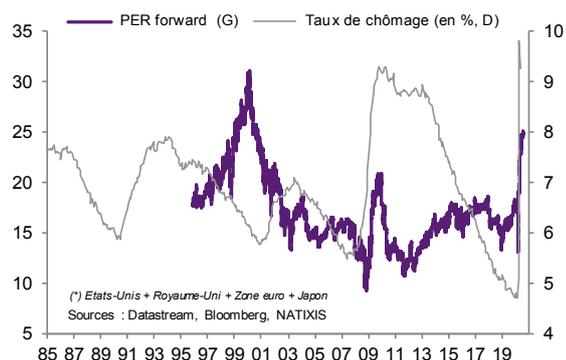
Mais, si l'inflation des prix des actifs apparaît avant le retour au plein emploi, il y a problème : il faudrait arrêter les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes avant le retour au plein emploi.

Les graphiques 4-5-6-7 montrent que les hausses des prix des actifs se produisent bien avant le retour au plein emploi, alors que le taux d'intérêt est encore élevé (1997, 2003, 2013 après les récessions précédentes).

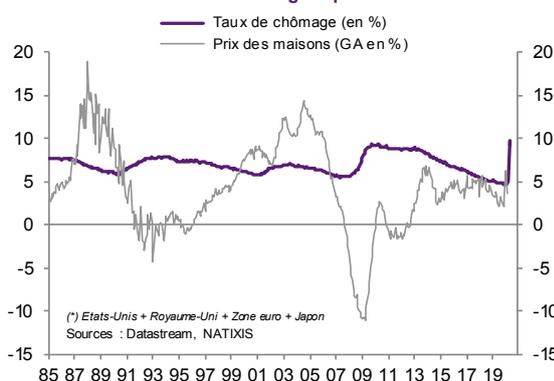
**Graphique 4**  
OCDE\* : taux de chômage et indices boursiers



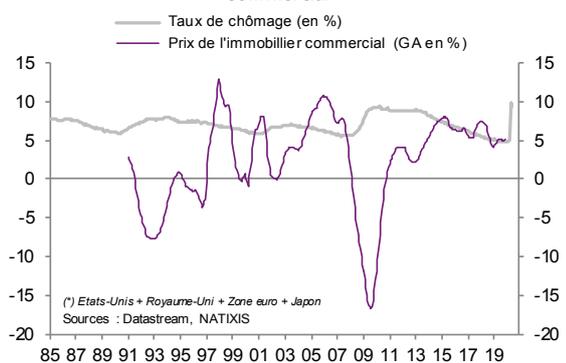
**Graphique 5**  
OCDE\* : taux de chômage et PER sur les résultats futurs



**Graphique 6**  
OCDE\* : taux de chômage et prix des maisons



**Graphique 7**  
OCDE\* : taux de chômage et prix de l'immobilier commercial



## Synthèse : la question avec la Théorie Monétaire Moderne est le moment de l'arrivée de l'inflation

La Théorie Monétaire Moderne implique qu'il faut arrêter les expansions budgétaire et monétaire jointes lorsque l'inflation apparaît.

**S'il s'agit de l'inflation des prix des biens et services**, ceci n'est pas un problème puisqu'elle n'apparaît pas avant que l'économie soit revenue au plein emploi.

Mais la création monétaire ne fait pas apparaître l'inflation des prix des biens et services, mais l'inflation des prix des actifs. **À quel moment apparaît l'inflation des prix des actifs ? Bien avant le retour au plein emploi : il y a problème, il faudrait arrêter les politiques monétaires expansionnistes bien avant le retour au plein emploi.**