


Flash Economie

17 mai 2019 - 627

Zone euro : les “critiques de gauche” de la politique monétaire ne sont pas recevables

Les économistes « de gauche » critiquent la politique monétaire menée dans la zone euro depuis la crise de plusieurs manières.

- 1- La création monétaire aurait sauvé les banques (puisque la monnaie a été donnée aux banques) mais n'aurait pas aidé les autres agents économiques. En réalité, les injections de liquidité ont effectivement fait disparaître le risque de liquidité pour les banques, mais leur effet essentiel a été d'améliorer la situation des Etats, des ménages et des entreprises en faisant diminuer les intérêts payés sur les dettes ; de plus, les taux d'intérêt bas ont réduit la profitabilité des banques.
- 2- « L'helicopter money » (la création monétaire ex nihilo) aurait été beaucoup plus efficace que la politique monétaire qui a été menée dans la zone euro ; mais en réalité, il s'agit d'helicopter money : les gouvernements ont pu faire des dépenses publiques nouvelles, financées par des émissions obligataires, et les obligations émises ont été presque immédiatement achetées par la BCE contre création monétaire : tout se passe comme si les dépenses publiques (par exemple des transferts publics aux ménages) étaient réalisées sous la forme de distribution de monnaie.
- 3- Contrairement aux enseignements de la « Modern Monetary Theory » les gouvernements n'auraient pas monétisé leurs déficits publics pour pouvoir mener une politique budgétaire plus expansionniste. Mais la BCE a acheté une quantité très importante de dette publique, avec le Quantitative Easing, ce qui a bien permis d'accroître l'endettement public (sauf en Allemagne) sans effet sur les taux d'intérêt à long terme, donc d'utiliser plus intensément la politique budgétaire expansionniste.

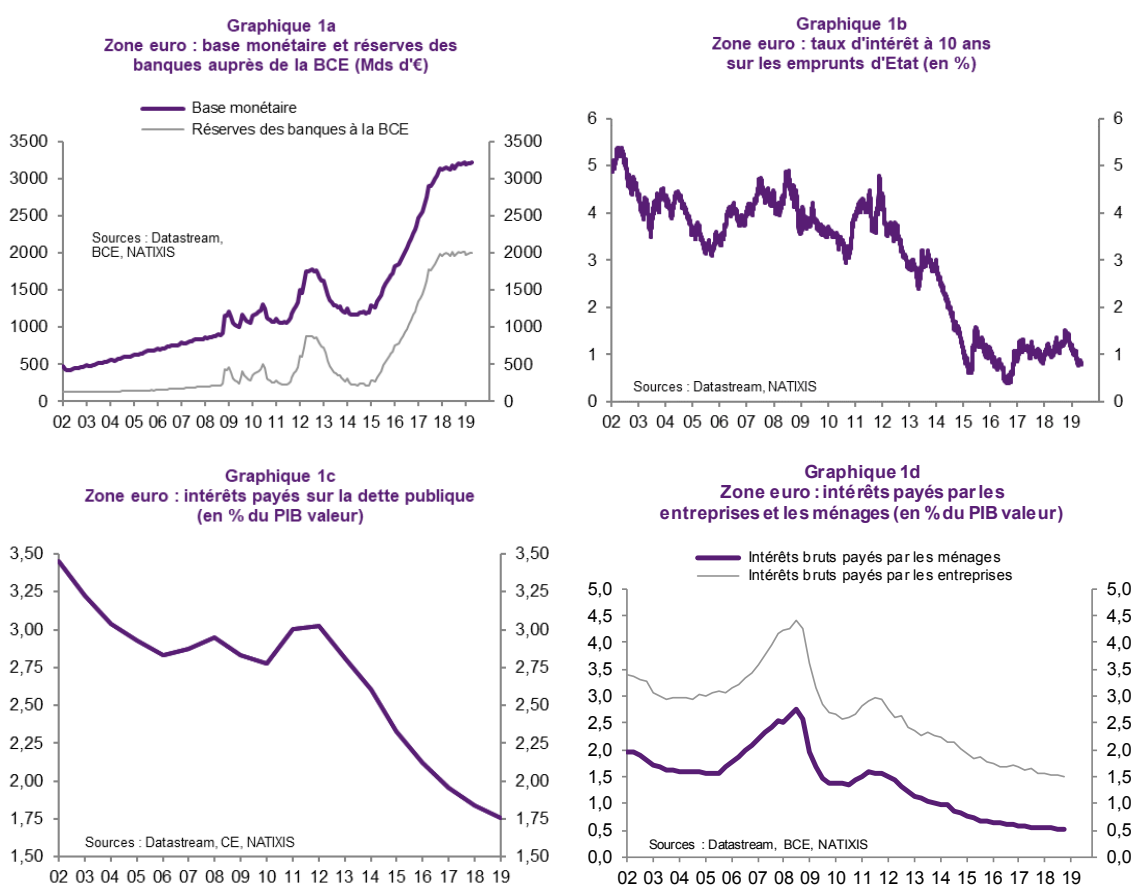
Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Première critique « de gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise : elle n'aurait aidé que les banques et pas les autres agents économiques

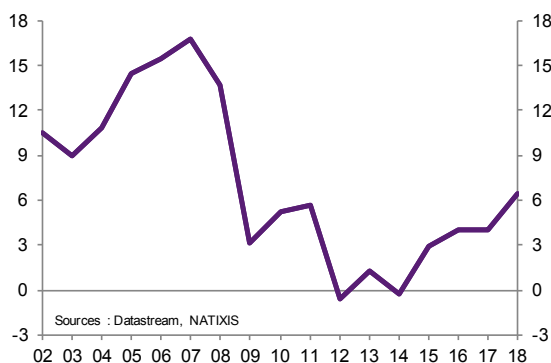
Il est vrai que les banques ont reçu une partie importante des liquidités créées par la BCE (graphique 1a), ce qui a fait disparaître le risque de liquidité dans le système bancaire européen.

Mais il ne faut pas oublier que la politique monétaire expansionniste de la BCE a beaucoup fait baisser les taux d'intérêt (graphique 1b), ce qui conduit à une forte baisse des intérêts payés par les Etats, les ménages et les entreprises (graphiques 1 c/d), donc à une forte amélioration de la situation de tous les agents économiques.



Enfin, on sait que les taux d'intérêt durablement bas ont dégradé la rentabilité des banques (graphique 1e) avec l'écrasement des marges d'intermédiation.

Graphique 1e
Zone euro : ROE des banques (en %)



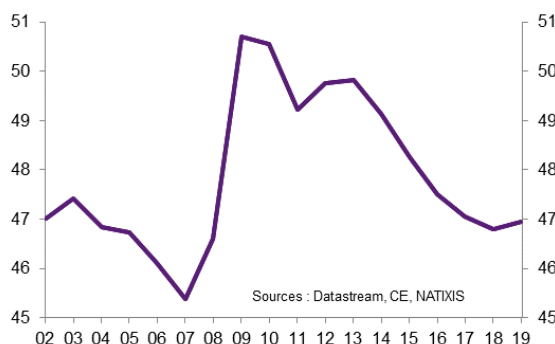
Seconde critique de « gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise : il aurait mieux valu utiliser « l'hélicoptère money »

L'hélicoptère money consiste à distribuer directement de la monnaie aux agents économiques dont on veut soutenir le revenu ; l'argument est que l'hélicoptère money est une **création monétaire ciblée** (la Banque Centrale choisit à quoi sert la création monétaire) et non aléatoire comme le Quantitative Easing.

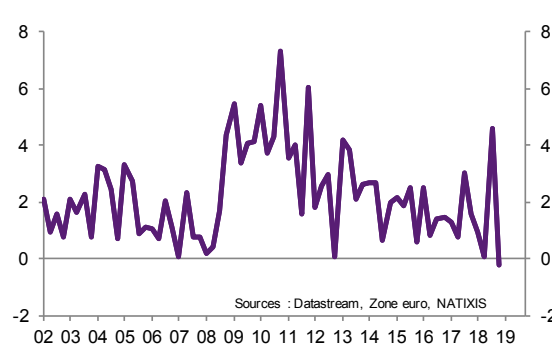
Mais en réalité :

- les Etats peuvent choisir des dépenses publiques supplémentaires (**graphique 2a**), transferts aux ménages, investissements publics ;
- ils peuvent financer ces dépenses publiques en émettant des obligations (**graphique 2b**) ;

Graphique 2a
Zone euro : dépenses publiques (en % du PIB valeur)

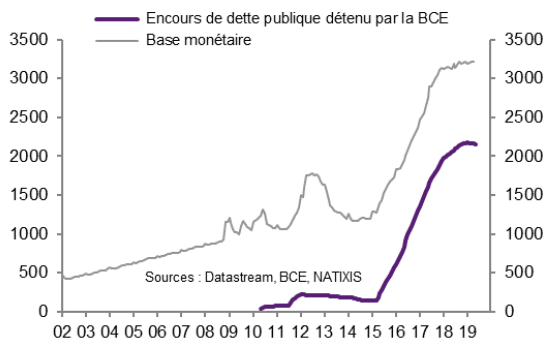


Graphique 2b
Zone euro : émissions nettes d'obligations publiques (en % du PIB valeur)



- et ces obligations peuvent être immédiatement achetées par la BCE contre création monétaire (**graphique 2c**).

Graphique 2c
Zone euro : encours de dette publique
et base monétaire (Mds d'€)



Tout se passe alors comme si les dépenses publiques supplémentaires étaient réalisées par la distribution de monnaie aux agents économiques, donc comme s'il y avait helicopter money.

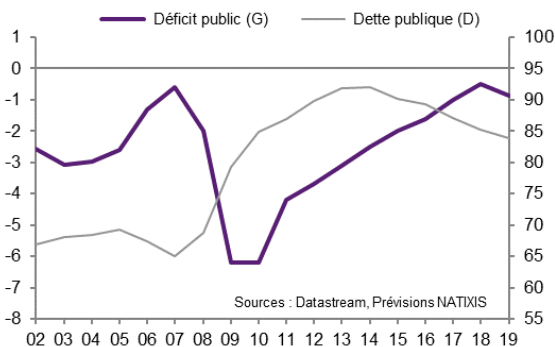
Troisième critique « de gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise (critique de la « Modern Monetary Theory ») : la politique budgétaire n'a pas été utilisée pour mettre en place des déficits publics plus importants.

La « Modern Monetary Theory » dit qu'il est possible de mener une politique budgétaire très expansionniste à condition de monétiser les déficits publics. On critique souvent la politique budgétaire de la zone euro pour être restée trop restrictive (graphique 3a).

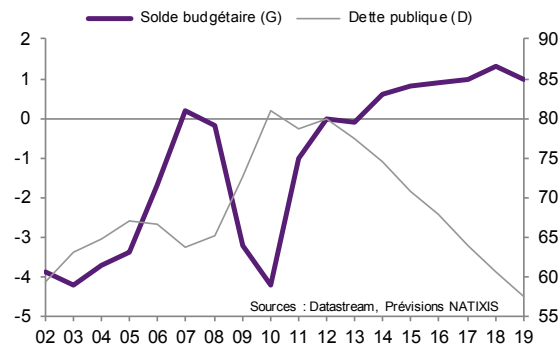
Mais ceci n'est pas à imputer à la politique monétaire : les achats de dette publique par la BCE (graphique 2c plus haut) ont maintenu des taux d'intérêt faibles (graphique 1b plus haut) qui ont réduit les paiements d'intérêt sur la dette publique (graphique 1c plus haut) et permis que l'endettement public soit plus élevé.

Si la politique budgétaire est restée assez restrictive après, c'est en raison du choix d'une politique budgétaire très restrictive en Allemagne (graphique 3b), pas d'une politique monétaire trop restrictive.

Graphique 3a
Zone euro : déficit et dette publics
(en % du PIB valeur)



Graphique 3b
Allemagne : solde budgétaire et dette publique
(en % du PIB valeur)



Synthèse : on peut rejeter les « critiques de gauche » de la politique monétaire de la BCE

La politique monétaire de la BCE :

- a été favorable aux Etats, aux ménages, aux entreprises, et pas aux banques avec l'écrasement des marges d'intermédiation ;
- a été équivalente à « l'helicopter money », à l'utilisation de la monnaie pour réaliser les transferts publics souhaités ;
- a permis aux Etats qui le souhaitaient (pas l'Allemagne) de mener une politique budgétaire très expansionniste.