

PATRICK ARTUS: « L'EXPANSION MONÉTAIRE NE FAIT QUE COMMENCER... »

Chronique monde 19 juillet 2020

-

[Patrick Artus](#)

[Le Cercle des Economistes, économiste à Natixis](#)

L'économiste Patrick Artus constate l'irréversibilité des politiques monétaires d'expansion des liquidités, même si la croissance revenait

Publié hier à 06h00 Temps de Lecture 4 min.

- Favoris
-
- Partage
-

Article réservé aux abonnés

Chronique. La crise du Covid va conduire à un recul considérable – de 7 % environ – du produit intérieur brut (PIB) des pays de l'OCDE en 2020. Comme on l'avait vu après la crise des subprimes de 2007, le niveau du PIB restera inférieur pendant très longtemps à celui qu'il aurait été sans la crise, en raison de ses effets rémanents : faillites d'entreprises, perte de capital humain en raison du chômage élevé, dégradation de la situation financière des entreprises, faiblesse de l'investissement...

Confrontés à cette perte de revenu importante et durable, les gouvernements ont tous décidé de protéger, autant que possible, les entreprises et les ménages par des baisses d'impôts, des subventions, le financement du chômage partiel, la garantie des crédits... Il en résulte un déficit public considérable. En 2020, il devrait atteindre dans l'OCDE 14 % du PIB (avant la crise, on prévoyait qu'il serait de 4 %...). La hausse du déficit public atteint ainsi 10 points de PIB, alors que la perte de PIB est de 9 points (7 % de baisse de PIB au lieu de 2 % de hausse attendue s'il n'y avait pas eu la pandémie).

Ces déficits vont certainement se poursuivre en 2021, 2022 et au-delà. D'une part, les besoins de dépenses publiques resteront très importants (soutien aux secteurs en difficulté, chômage élevé, plans de relance, hausse des dépenses de santé...); d'autre part, personne ne veut répéter l'erreur commise dans la zone euro à partir de 2011, lorsqu'une réduction trop rapide du déficit public avait contribué à faire rechuter la zone euro en récession : le pic du chômage n'avait été atteint qu'en 2013.

Que par l'intervention des banques centrales

Même si certains économistes affirment qu'une forte réduction du déficit public par la baisse des dépenses publiques a peu d'effet négatif sur l'activité (« *The Effects of Fiscal Consolidations : Theory and Evidence* », A. Alesina, O. Barbiero, C. Favero, F. Giavazzi, M. Paradisi, *NBER Working Paper* n° 23385, novembre 2017), il faut s'attendre à une politique budgétaire durablement expansionniste : aucun pays de l'OCDE n'osera démarrer le premier une consolidation budgétaire.

Le retour des Etats à la solvabilité budgétaire ne pourra se faire que par l'intervention des banques centrales. Si une banque centrale achète de la dette publique sans la revendre et en la renouvelant indéfiniment, elle

devient irréversible et se trouve de fait annulée : elle est gratuite (puisque les banques centrales reversent aux Etats leurs profits, qui incluent les intérêts reçus sur ces dettes publiques), et elle n'est jamais remboursée (puisque la banque centrale la conserve et la renouvelle à l'échéance). Si l'on ne veut pas passer à une politique budgétaire restrictive, utiliser la monétisation irréversible des déficits publics est la seule méthode utilisable pour rétablir la solvabilité des Etats. Depuis qu'elle a introduit le *quantitative easing* (facilité monétaire), en 2015, la Banque centrale européenne (BCE) n'a jamais réduit la taille de son bilan, et a donc bien rendu irréversible cette monétisation. La Réserve fédérale a essayé en 2018 de réduire la taille de son bilan, mais elle a dû y renoncer aussitôt en raison de l'effondrement des marchés financiers déclenché par cette tentative...

Mener une politique monétaire restrictive dans une période de croissance (ce qu'on appelle le « *Leaning Against the Wind* ») pour éviter les déséquilibres financiers est dangereux, d'une part parce que cela affaiblit l'économie, d'autre part parce que cela déclenche les crises financières que l'on dit vouloir éviter... (« *Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind* », L. Svensson, *Journal of Monetary Economics* n° 90, 2017, et « *Leaning Against the Wind and Crisis Risk* », M. Schularick, L. Terstege, F. Ward, *CEPR Discussion Paper* n° 14797, mai 2020). Les politiques monétaires expansionnistes menées pendant les récessions, qui permettent la mise en place de déficits publics très importants, le resteront encore pendant les périodes de rebond de la croissance...

Les effets désastreux d'une bulle immobilière

La crise du Covid va amplifier les tendances antérieures : des politiques budgétaire et monétaire durablement expansionnistes dans les pays de l'OCDE, et par conséquent une hausse parallèle de l'endettement public et de la quantité de monnaie.

Que risque-t-il alors de se passer ?

Dans les pays émergents, il y aura une fuite devant la monnaie locale, les épargnants se réfugiant dans le dollar, et les taux de change s'effondreront. Mais ceci ne pourrait se produire dans les pays de l'OCDE, puisque tous les pays mènent cette même politique.

En revanche, il faudrait s'attendre dans ces pays à l'apparition de bulles encore plus fortes que par le passé sur les prix des actifs, dans lesquels les agents économiques investissent l'excès de monnaie reçu de la banque centrale, afin de réduire le poids de la monnaie dans leurs portefeuilles. Puisque l'investissement en actions sera freiné par le souvenir de la récente chute des Bourses mondiales, l'excès de liquidité va être réinvesti dans l'immobilier.

Et il convient de rappeler ici les effets désastreux d'une bulle immobilière : hausse des inégalités patrimoniales, difficulté d'accès au logement pour les jeunes, excès d'endettement des ménages. Il ne faut donc pas négliger le risque que les choix de politique budgétaire et monétaire faits aujourd'hui, qui semblent effectivement les plus logiques, ne conduisent plus tard à une crise financière ou à une crise sociale.

Patrick Artus est chef économiste de la banque Natixis

[Patrick Artus \(Le Cercle des Economistes, économiste à Natixis\)](#)