

Les problèmes de la M.M.T (Modern Monetary Theory)

Jean-Jacques Perquel
10 janvier 2021

Les théories économiques sont souvent écrites quelques années après leur application. Ainsi la « General Theory » (1936) a été écrite trois ans après les tentatives de réforme de Roosevelt. De même la M.M.T. est envisagée quelques années après la « révolution Bernankéenne » de 2007/2008, portant sur l'usage de procédures financières non conventionnelles.

Les grands principes de la M.M.T sont :

a) La possibilité pour les banques centrales de soutenir les finances publiques en achetant des bons du Trésor et des titres du secteur concurrentiel. Cela donne une masse de manœuvre aux Gouvernements lors d'une crise économique (ou même sanitaire). Cela permet des libéralités à l'égard des entreprises ou même du public (Helicopter Money).

b) On désire une certaine inflation (de 2 à 4 %) pour éponger les excès d'endettement mais on s'oppose à des augmentations d'impôts. Car pour les entreprises elles auraient pour effet de gêner le développement économique et pour les particuliers de faire fuir les grandes fortunes vers des pays plus hospitaliers.

Mais dans le même temps, on souhaite rééquilibrer les finances publiques, mises à mal par la crise sanitaire, par une amélioration de la production et de la productivité. Cela paraît une approche raisonnable si l'on songe que nous sommes dans la branche montante du cycle de Kondratieff grâce aux innovations dans de multiples domaines : écologie incitative, santé, Intelligence artificielle, nanotechnologies, robotique et même colonisation des planètes.

c) Cette politique a pour corollaire de bas taux d'intérêt Pour plusieurs raisons :

1. Elle est d'abord issue de l'abondance de la masse monétaire créée par les différentes mesures non conventionnelles.
2. Elle est continuée par les taux de banque parfois négatifs (-0,5 % pour la B.C.E.) pour inciter les emprunteurs à investir.

En fait si cette politique s'est révélée efficace pour lutter contre la crise des « subprimes » (2007/2008) et celle issue de l'épidémie de « coronavirus » (2020), elle se heurte à trois risques qui pourraient la transformer en catastrophe planétaire : en risque croissant, un refus d'investissement des détenteurs de fonds, un retour trop rapide à la normale et surtout une peur irraisonnée de déflation ou d'inflation devenues incontrôlables. Ce sont ces trois risques qu'il nous faut analyser.

I. La politique d'investissement

Le problème ne se pose pas de la même façon pour les particuliers et les entreprises.

a) Les particuliers veulent essentiellement se loger. Comme la France a un retard dans la construction de logements, la demande reste forte, mais comme le public a en même temps peur du chômage il se forme une épargne de précaution sous la forme de livret A, d'assurance-vie ou de plus en plus d'emprunts structurés. Ces formes de placement ne devraient pas provoquer une vraie gêne économique (style épargne au sens Keynésien) les détenteurs de ces fonds les utilisant en grande partie pour construire des H.L.M. (à condition que l'on facilite les obtentions de permis de construire et cela peut devenir difficile dans certaines grandes villes qui ont « peur du développement du bétonnage des terres »).

Il y a cependant trois formes d'épargne totalement malsaines : l'achat d'or (accessoirement de bitcoins), la détention d'espèces et l'achat d'objets d'art. Ce dernier secteur étant quand même limité par la peur des fluctuations qui sont de grande ampleur (ex. effondrement des prix du mobilier Louis XIV et Louis XV).

b) Le problème pour les entreprises est plus difficile. Les sommes qui viennent en bourse ne sont pas directement utilisables pour investir. Elles servent d'abord à faire monter les cours, à intéresser le public à certaines sociétés et ainsi, indirectement, à faciliter les augmentations de capital. Mais ces augmentations n'assurent pas obligatoirement le financement de nouveaux investissements. Les entreprises peuvent rechercher de l'argent quand les taux sont très faibles et thésauriser ces sommes en attendant d'avoir l'idée de nouveaux investissements et surtout éponger les dettes issues des dépenses sans contrepartie en recettes, faites pendant les périodes de confinement. Dans ce dernier cas on retrouve le problème de l'épargne des particuliers sachant que dans les deux cas les règles de précaution bancaire rendent l'usage de ces fonds relativement peu disponibles pour des investissements

On voit ainsi la relative inefficience de l'« Epargne », les entrepreneurs attendant de la « demande » le désir d'investir. Or il est certain que la demande réelle n'a lieu que dans les secteurs nouveaux : écologie incitative, nano technologie, I.A. etc. Le développement des start-ups est l'indication du renouveau de l'investissement en France, même s'il faut accepter que de nombreux échecs aient lieu dans ce secteur.

II. Un retour trop rapide à l'orthodoxie

On ne peut pas rester toujours dans la « trappe monétaire » c'est-à-dire à des taux trop fortement inférieurs au taux de croissance de l'économie sans décourager les apporteurs de capitaux et les inciter à investir dans les formes malsaines de l'épargne. Cette analyse explique le désir ardent des Ministères des Finances de trouver des « solutions » au « trou financier » créé par la Pandémie.

Aussi en France, les premières aides de l'Etat, à hauteur de 120 milliards d'euros (sur 300 milliards prévus) se sont faites par des « prêts garantis » façon élégante de mettre une corde au cou des emprunteurs tandis qu'allemands et hollandais le font par des apports en capital, solution beaucoup plus élégante. Au début de cette « aide » le gouvernement envisageait même le remboursement en 6 mois. On a « découvert » très vite le caractère inapplicable d'une telle mesure. Aussi les remboursements sont prévus sur 5 ans. Il est certain que le ministère des finances recherche des impôts discrets (dits indolores), acceptables par le public. En attendant de les trouver le gouvernement

multiplie les détaxations à court terme (suppression de taxes pour les entreprises fermées pendant les périodes de « confinement ») ou structurelles (baisse des impôts de production). Ces baisses profitent à court terme du laxisme financier qui accompagne la pandémie pour faire accepter des réformes qui nous rapprochent des taux d'imposition des pays voisins.

Mais s'il a lieu ce retour à l'orthodoxie, ramenant les taux vers le taux de croissance de l'économie c'est-à-dire le faisant sortir de la trappe monétaire, pourrait alors provoquer une forte déflation, danger pour la sortie de la crise actuelle.

En fait on mélange la notion de structure (le déficit chronique du budget hors covid-19) et celle de conjoncture (le « trou » budgétaire lié à la « pandémie »). Le premier doit impérativement être résorbé rapidement si possible par la reprise économique, le second beaucoup plus lentement grâce à un peu d'inflation et surtout l'essor économique sur plusieurs années. Certes il faut s'opposer aux idées émises en Italie d'emprunt perpétuel qui handicaperait les générations futures et encore plus l'annulation des dettes envers des investisseurs privés ce qui remettrait en cause la qualité de la signature des pays qui prendraient cette décision. Il n'en est, peut-être, pas de même en ce qui concerne les dettes d'Etat détenues par leurs banques centrales dont l'annulation diminuerait le bilan mais sans autre conséquence apparente (si ce n'est que cela donnerait de « mauvaises habitudes » aux pays « laxistes »)

On est dans une situation inédite. La masse monétaire est augmentée sous le contrôle des banques centrales, mais viennent s'ajouter à cette masse en fait mal contrôlée, des monnaies sans supervision publique: les monnaies cryptées. Cette masse monétaire globale provoque des hausses fantastiques de l'immobilier, de certaines valeurs mobilières (les licornes) et de l'or. Mais jusqu'à présent cela ne provoque pas d'augmentation des prix des biens « de première nécessité ». Aussi l'indice des prix reste stable d'autant que la production dépasse à peu près partout les demandes solvables. On voit apparaître deux risques opposés :

a) Les hausses de cours des valeurs « dans le vent » peuvent arriver à faire peur et faire éclater les bulles qui se sont créées. Cela peut provoquer un manque de confiance des détenteurs de fonds envers tous les emprunteurs comme en 2007 où il y a eu une crise de liquidité dans un contexte de masse monétaire abondante. Cela peut obliger les gouvernements à pratiquer une politique de distribution de fonds pour rendre plus solvable la masse de la population.

b) Mais même sans ces distributions de fonds, il y a un risque que le public perde confiance dans la valeur des monnaies et veuille s'en débarrasser. Il y a un point où l'opinion publique peut se retourner comme pour les « assignats » le jour où le public a eu l'impression qu'il y en avait trop et que la « couverture » avait disparu (la vente des biens nationaux étant terminée).

Conclusion

On voit ainsi :

a) L'existence d'un monde économique nouveau : la survie dans un contexte de taux presque nuls. C'est une période marquée par l'« euthanasie du rentier » la hausse des actifs réels où l'inflation est contrôlable tant que les biens de consommation suffisent à faire face à la demande solvable.

b) Mais cette situation est éminemment instable. D'une part elle choque beaucoup de gens habitués à des dépôts d'argent rentables le public préférant souvent les liquidités à des placements à terme « c'est la préférence keynésienne pour la liquidité ». D'autre part elle risque de provoquer à terme soit un refus de la « monnaie » (inflation) soit un excès d'épargne de précaution (déflation).

- c) Mais surtout on doit tenir compte de deux paramètres qui compliquent la situation :
- i) L'écologie prend une place de plus en plus importante. Et s'il existe une écologie « incitative » qui aide au développement écologique, il y a une écologie « politique » qui se croit sociale. Par exemple pour lutter contre la «bétonisation des sols » les maires écologistes veulent construire des tours au risque de ghettoïser les populations les moins riches.
 - ii) Malheureusement il ne faut pas oublier la pandémie actuelle qui a pour effet d'entraîner une multiplication des déficits publics et privés. Par chance on peut isoler les dettes issues du covid-19 des autres dettes et, comme elles ne sont pas renouvelables, les faire disparaître à long terme grâce à la forte croissance espérée et un peu d'inflation.

Mais on comprend qu'il faut faire une politique en plusieurs étapes :

- a) guérir les individus par exemple en développant les vaccinations ;
 - b) isoler la dette covid quitte à l'augmenter au début pour faciliter la reprise des activités abimées par le covid et la résoudre sur une longue période ;
 - c) restabiliser les budgets en réduisant progressivement les déficits « ordinaires ».
-