

Flash Economie

29 mars 2021 - 232

L'Helicopter Money ou le « 100 % monnaie » n'évitent pas les bulles sur les prix des actifs

Les pays de l'OCDE sont passés d'un régime où la création monétaire venait essentiellement de la distribution de crédit à un régime où elle vient essentiellement des achats d'obligations par les Banques Centrales. Comme les Banques Centrales monétisent les déficits publics, il s'agit bien :

- de monnaie hélicoptère (Helicopter Money), puisque tout se passe comme si les Banques Centrales donnaient de la monnaie aux bénéficiaires de transferts publics ;
- de « 100 % monnaie », c'est-à-dire d'un régime où la création monétaire résulte de la Banque Centrale et non de la distribution de crédit par les banques.

On avance souvent que ce régime de 100 % monnaie est plus juste que le régime de crédit, parce que la Banque Centrale peut sélectionner ceux qui reçoivent de la monnaie, et qui peut-être ne peuvent pas obtenir de crédit. Mais il ne faut pas oublier que si par exemple un ménage pauvre reçoit de la monnaie, il va l'utiliser pour acheter des biens, et transférer la monnaie au vendeur des biens, et à la fin il y aura un épargnant qui utilisera la monnaie pour acheter des actifs, provoquant la hausse des prix des actifs.

L'Helicopter Money et le « 100 % monnaie » peuvent initialement mieux allouer la monnaie que le crédit, d'un point de vue redistributif ; mais à la fin ils provoquent une forte hausse des inégalités patrimoniales avec les bulles sur les prix des actifs.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

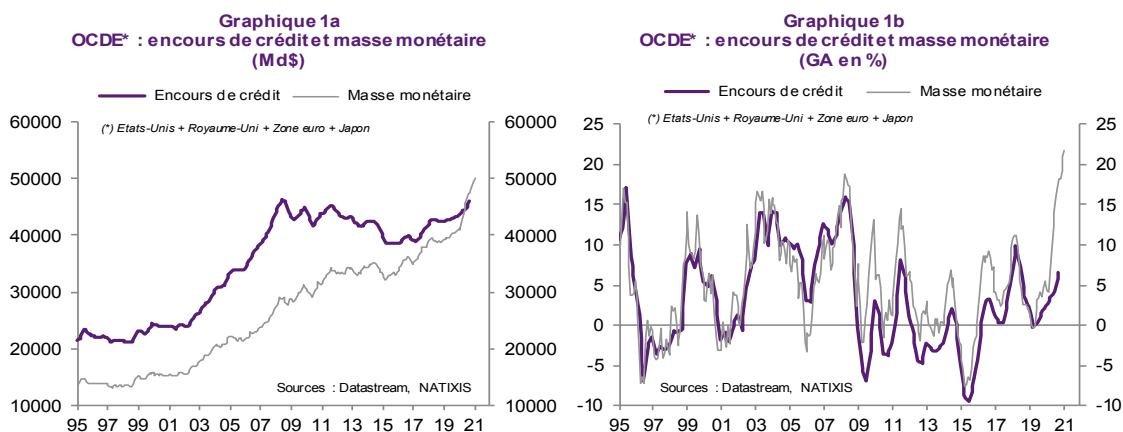
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

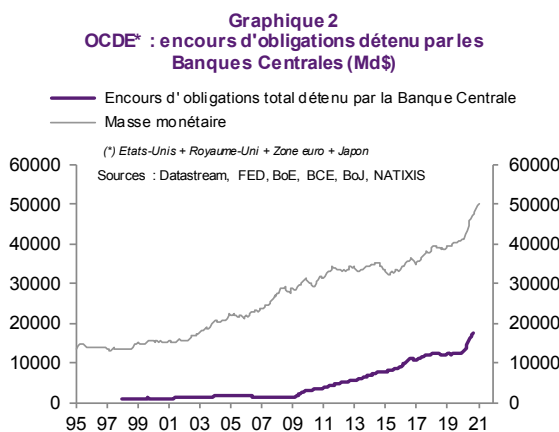
Passage de la monnaie liée au crédit à la monnaie liée aux achats de dette par les Banques Centrales

Dans le régime habituel, l'augmentation de la quantité de monnaie détenue par les agents économiques non bancaires vient de la distribution de crédit : les banques créditent le compte de dépôts de leurs clients quand elles leur font un crédit.

Les graphiques 1a/b montrent le parallélisme, dans ce régime traditionnel, entre crédit et quantité de monnaie (détenue par les agents économiques non bancaires, M2).

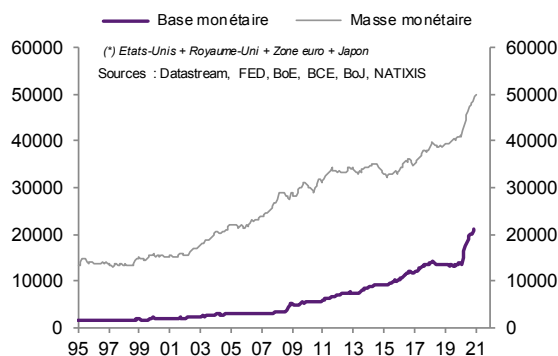


Mais depuis la crise des subprimes, et très fortement dans la période récente, la création monétaire ne vient plus de la distribution de crédit, mais vient surtout des achats d'obligations par les Banques Centrales (graphique 2).



Quand la Banque Centrale achète une obligation à un agent économique non bancaire, cet agent économique a son compte de dépôt dans une banque créditée (M2 augmente), et la banque a son compte de réserves à la Banque Centrale crédité du même montant. Ceci explique le parallélisme dans la période récente entre les augmentations de la base monétaire (la monnaie de la Banque Centrale) et de M2 (graphique 3).

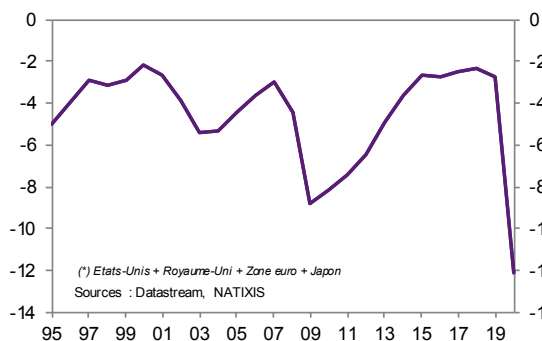
Graphique 3
OCDE* : base monétaire et masse monétaire (Md\$)



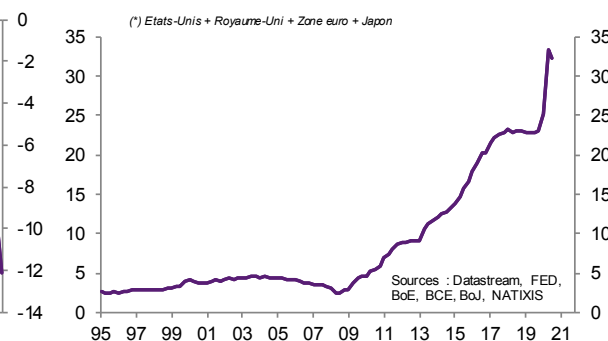
Il y a aujourd'hui « Helicopter Money » et « 100 % monnaie »

Dans la période récente, les Banques Centrales des pays de l'OCDE ont monétisé les déficits publics mis en place par les États (graphiques 4a/b).

Graphique 4a
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 4b
OCDE* : encours de dette publique détenu par la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



Les États ont fait des transferts publics aux agents économiques ; pour les financer, ils ont émis des obligations, et ces obligations ont été achetées par les Banques Centrales contre création monétaire.

Tout se passe comme si les Banques Centrales avaient distribué de la monnaie aux bénéficiaires des transferts publics, c'est-à-dire qu'il y a Helicopter Money.

Il s'agit aussi de « 100 % monnaie » : ce sont les opérations de la Banque Centrale qui sont à l'origine de la création monétaire, pas la distribution de crédit par les banques.

Les avantages supposés de l'Helicopter Money et du « 100 % monnaie »

Les partisans de l'Helicopter Money et du 100 % monnaie mettent en avant :

- que lorsque la monnaie est créée par la distribution de crédit, la création monétaire bénéficie à ceux qui peuvent obtenir un crédit, qui ne sont pas nécessairement les ménages ou les entreprises qui ont le plus besoin d'être soutenus ;
- que lorsqu'il y a Helicopter Money et 100 % monnaie, la Banque Centrale (directement ou pour le compte de l'État) choisit ceux qui reçoivent la monnaie.

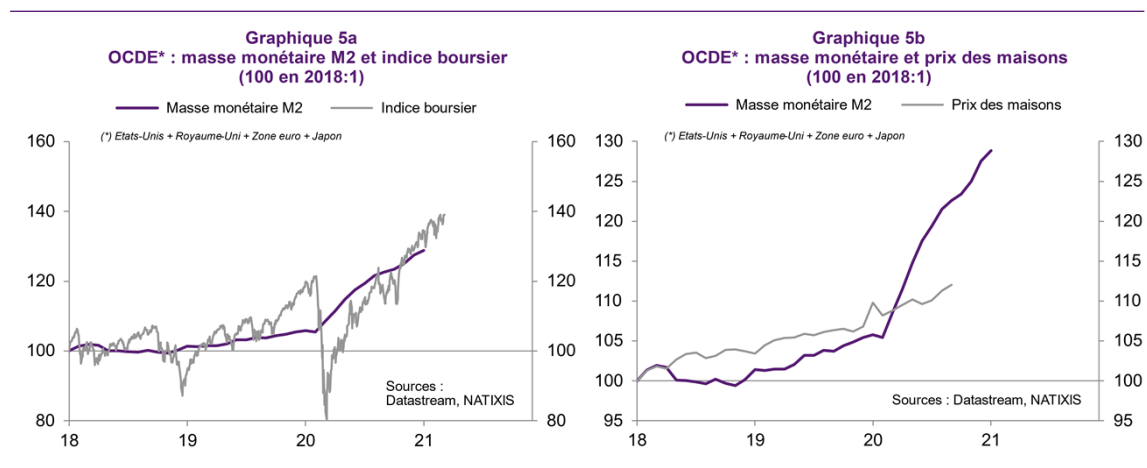
L'argument est alors que d'un point de vue redistributif, du point de vue de l'équité, **le 100 % monnaie est plus efficace, plus juste que la création monétaire par le crédit.**

Mais il ne faut pas oublier que, in fine, la création monétaire sera épargnée

Lorsqu'il y a Helicopter Money (transferts aux ménages financés par la création monétaire) :

- les ménages qui reçoivent ces transferts, s'ils sont des ménages de revenu faible, les consomment ;
- mais la monnaie créée est alors transférée aux vendeurs des biens et services ;
- **et à l'équilibre, l'épargne des ménages augmente du montant de l'Helicopter Money (voir Annexe).**

Si **cette épargne supplémentaire est investie dans les autres classes d'actifs, elle en fera monter les prix**, il y aura des bulles sur les prix des actifs et hausse des inégalités patrimoniales. Ceci commence aujourd'hui à s'observer (**graphiques 5a/b**).



Synthèse : même si l'effet redistributif initial du « 100 % monnaie » est favorable, à la fin il y a bulles sur les prix des actifs et hausse des inégalités patrimoniales

Initialement, l'Helicopter Money (le 100 % monnaie) permet effectivement de choisir les bénéficiaires de la création monétaire, qui ne sont pas les mêmes que ceux qui peuvent obtenir du crédit. Mais, à l'équilibre, le 100 % monnaie conduit à une hausse de l'épargne des ménages identique à la création monétaire, ce qui peut faire apparaître, avec le réinvestissement de cette épargne, des bulles sur les prix des actifs et une hausse des inégalités patrimoniales. **Ce n'est pas parce que les effets redistributifs initiaux du 100 % monnaie peuvent être favorables que ses effets redistributifs finaux ne sont pas défavorables.**

Annexe

Effet de l'Helicopter Money

$$(1) Y = C + G$$

Y : production
 C : consommation
 G : composante exogène de la demande

$$(2) C = (1 - s)(Y + T)$$

s : taux d'épargne
 T : transferts publics aux ménages

Il s'agit de l'**Helicopter Money** :

$$(3) T = \Delta M$$

ΔM : création monétaire

À l'équilibre :

$$(4) sY = (1 - s)\Delta M + G$$

Si S est l'épargne des ménages, $S = s(Y + T)$:

$$(5) S = \Delta M + G$$

Une hausse des transferts sous forme d'Helicopter Money conduit à une hausse identique de l'épargne des ménages.

Initialement, la hausse de l'épargne des ménages est sous forme de monnaie. Mais, s'il y a rééquilibrage de portefeuille, il faudra que la part de la monnaie dans la richesse redevienne la part optimale.

On a :

$$(6) W = M + qA$$

W : richesse
 A : nombre d'actifs
 M : offre de monnaie
 q : prix des actifs

Il faut que :

$$(7) M = mW$$

donc :

$$(8) Adq = \frac{1-m}{m}dM = \frac{1-m}{m}dT$$