

## Que se passe-t-il si seule la demande publique peut augmenter ?

*Nous pensons que, pendant plusieurs années, la demande privée (de biens et de services) va rester faible dans les pays de l'OCDE avec les caractéristiques nouvelles de ce cycle :*

- *le désendettement des ménages et des entreprises ;*
- *l'ajustement à la baisse du niveau nécessaire de facteurs de production ;*
- *la compression des salaires.*

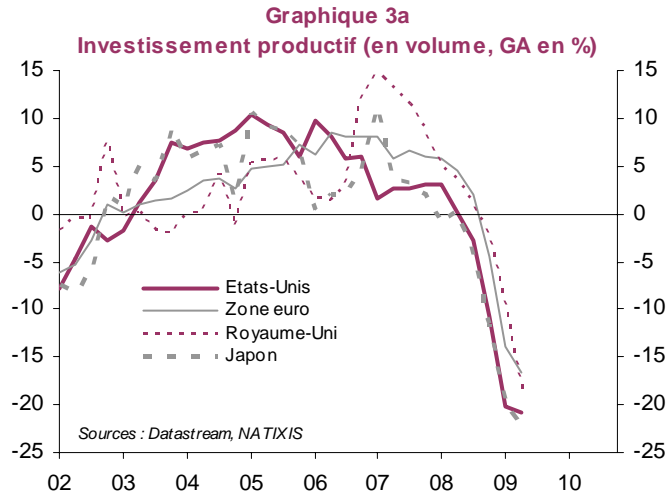
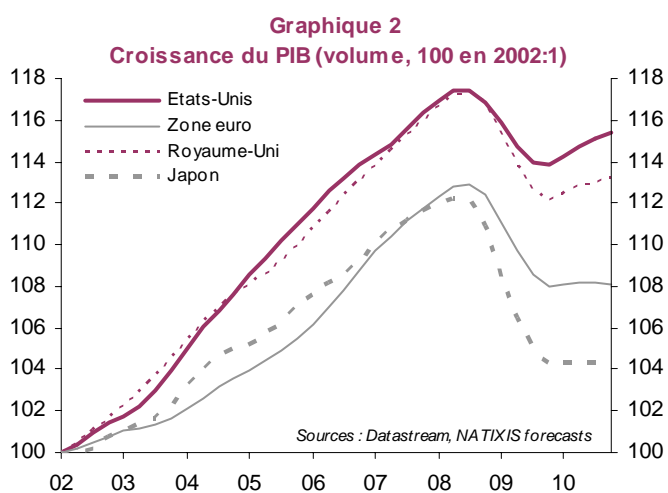
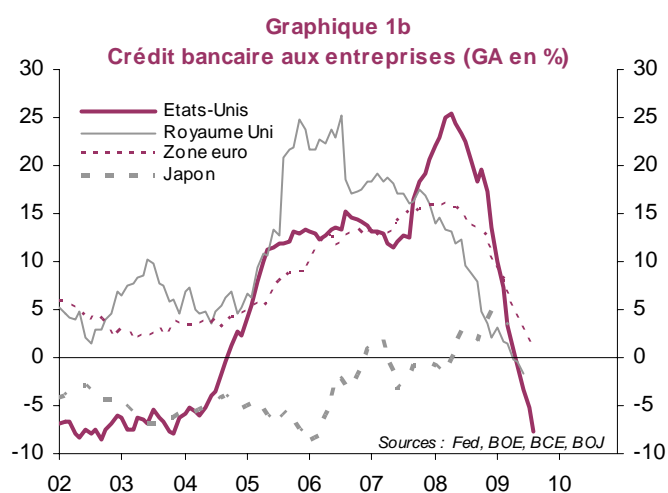
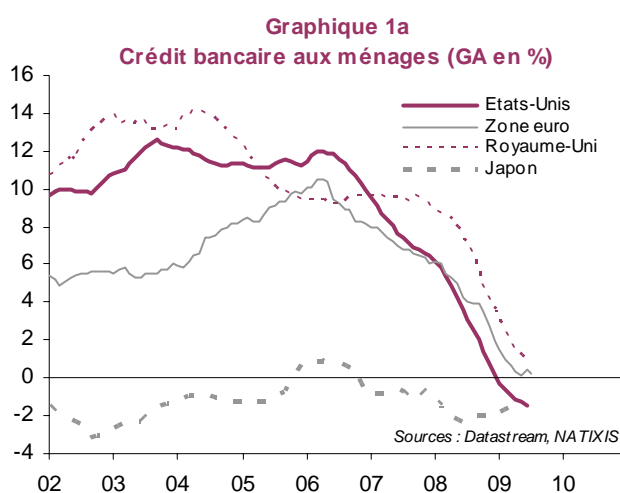
*Tant que cette situation dure, les Etats vont continuer à accroître la demande publique pour soutenir l'économie. On va donc observer, comme au Japon, une substitution durable de la dette publique à la dette privée.*

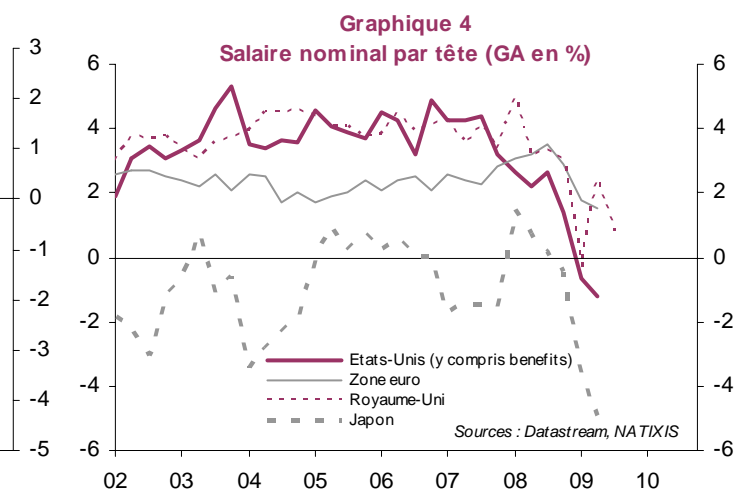
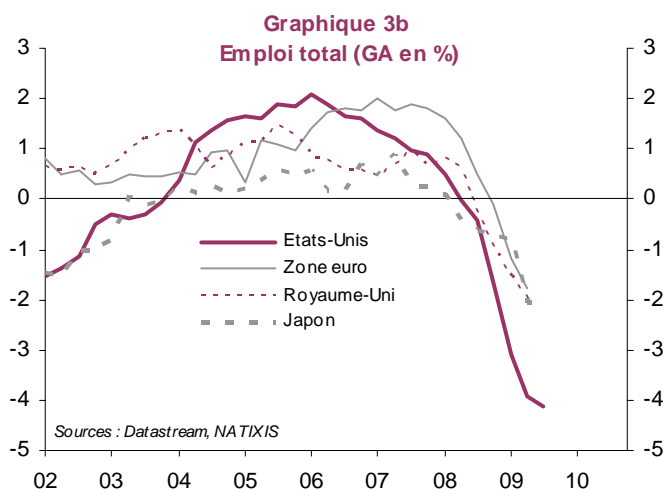
*Pour éviter que ceci ne dégrade la qualité de la signature des Etats, cette substitution impose la monétisation de la dette publique, c'est-à-dire que la dette publique est portée par les Banques Centrales (est mise à l'actif du bilan des Banques Centrales) et pas par les agents économiques privés. Ex post, ceux-ci substituent donc de la monnaie (des actifs liquides) à la dette privée dans leurs portefeuilles (qu'il s'agisse de banques, de ménages, d'investisseurs institutionnels).*

## Faiblesse durable de la demande privée dans les pays de l'OCDE

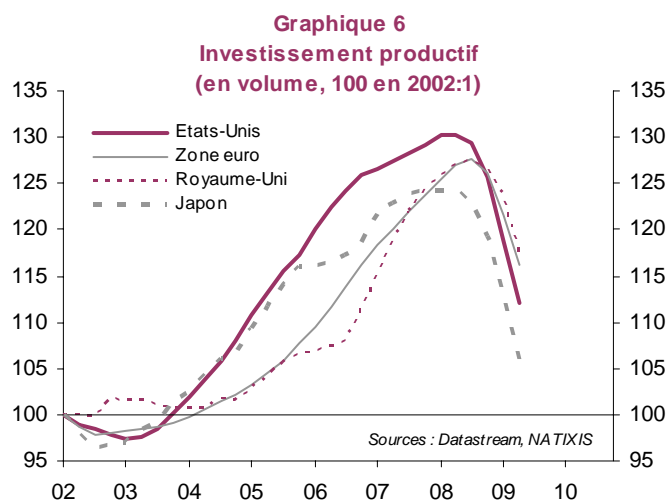
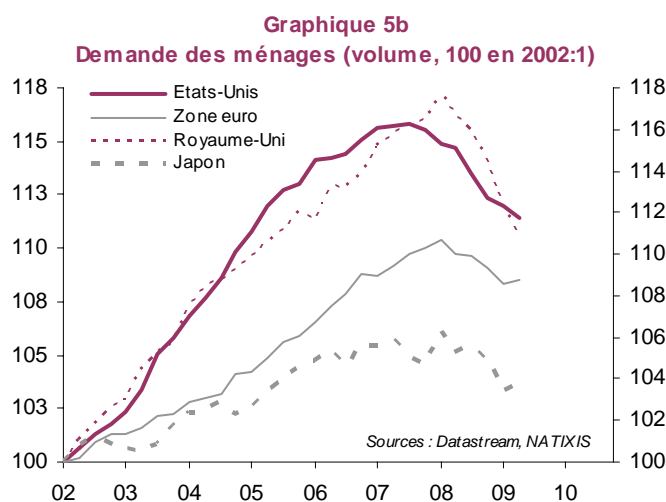
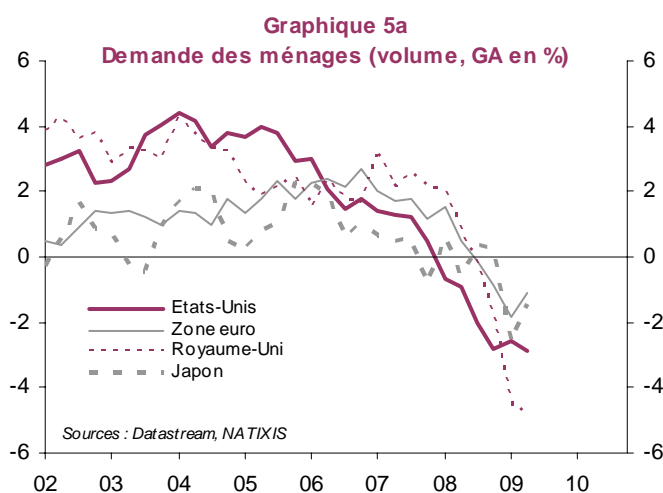
Nous pensons que, pendant une longue période de temps, la demande privée va rester très faible dans les pays de l'OCDE :

- les ménages et les entreprises continuent à se désendetter (graphiques 1a/1b) jusqu'à ce que le nouveau taux d'endettement soit cohérent avec le niveau de richesse, réduit par la crise, la variabilité anticipée plus grande de la croissance et du chômage, le comportement plus prudent des banques ;
- le désendettement entraîne une perte irréversible de niveau de demande, et de production (graphique 2) puisque la partie de la demande qui était financée par la hausse de l'endettement disparaît, cette perte étant transmise d'un pays à l'autre par le commerce extérieur. En réaction à cette anticipation d'une perte irréversible de débouchés, les entreprises doivent réduire leurs facteurs de production (capital et travail, graphiques 3a/3b), ce qui amplifie le recul de la demande privée ;
- avec des marchés du travail beaucoup plus flexibles, le recul de la production et de l'emploi conduit à un fort freinage ou même à une baisse des salaires nominaux (graphique 4), ce qui s'ajoute aux autres causes du recul de la demande.



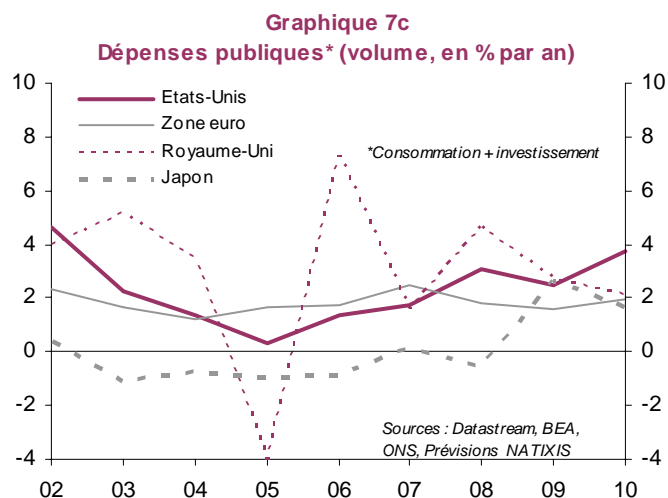
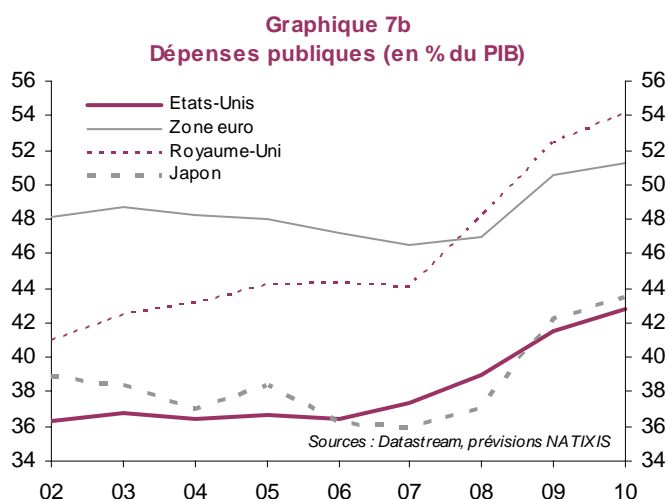
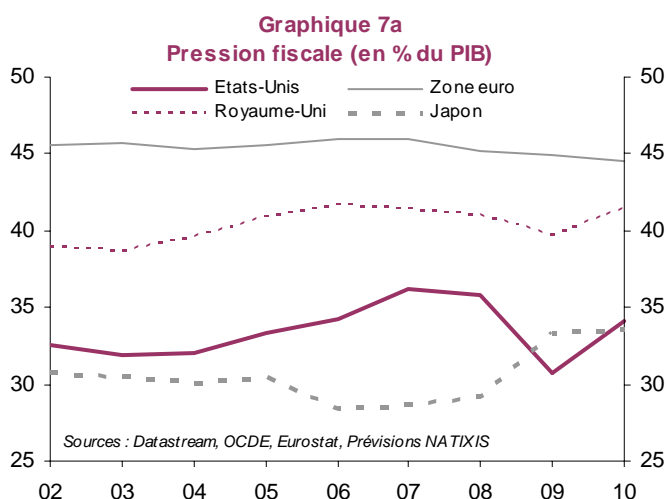


Nous pensons donc qu'on va continuer à voir durablement une grande faiblesse de la demande des ménages (graphiques 5a/5b) et de l'investissement des entreprises (graphique 3a plus haut, graphique 6).



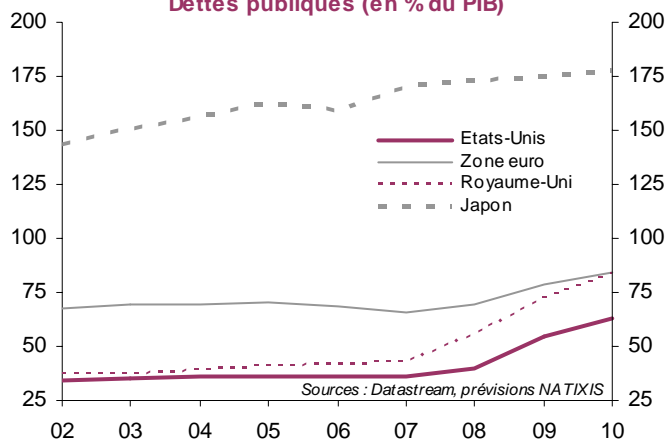
**En conséquence, substitution de la demande publique à la demande privée et de la dette publique à la dette privée**

La faiblesse chronique de la demande privée va pousser les Etats, d'une part à essayer de **soutenir la demande privée par la baisse de la pression fiscale**, mais ceci ne peut être que temporaire (**graphique 7a**), d'autre part à **faire progresser la demande publique (graphiques 7b/7c) pour la substituer à la demande privée** et soutenir la croissance.

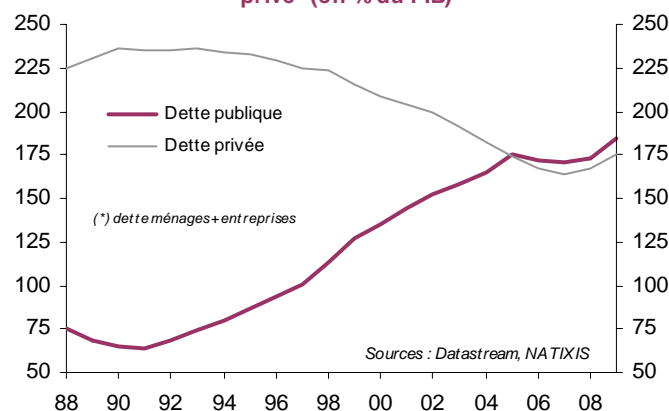


On va donc avoir durablement aussi **une substitution de la dette publique (graphique 8) à la dette privée**, évolution observée dans les mêmes circonstances depuis 20 ans au Japon (**graphique 9**).

**Graphique 8**  
Dettes publiques (en % du PIB)



**Graphique 9**  
Japon : dette publique et dette du secteur privé\* (en % du PIB)

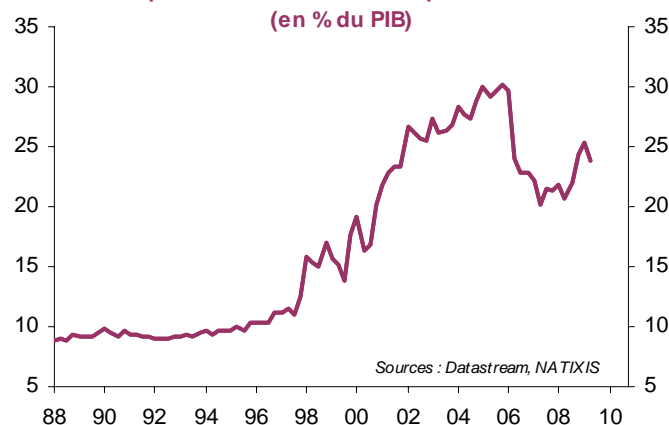


**La nécessaire monétisation de la dette publique**

Ce mouvement de substitution continue de la dette publique à la dette privée devrait normalement entraîner une dégradation de la signature des Etats et une hausse des taux d'intérêt sur les dettes publiques. Pour l'éviter, la seule solution est la monétisation des dettes publiques, c'est-à-dire le transfert des dettes publiques des bilans des agents économiques privés vers les bilans des Banques Centrales.

Si les agents économiques privés (les investisseurs privés) devaient porter une dette publique de plus en plus forte, ils exigeraient des rendements de plus en plus élevés sur la dette publique, ce qui est évité si la dette publique est achetée par les Banques Centrales et retirée des marchés financiers. C'est bien ce qu'on a observé au Japon, avec la hausse de la taille du bilan de la Banque Centrale due à ses opérations d'achats de dette (graphique 10).

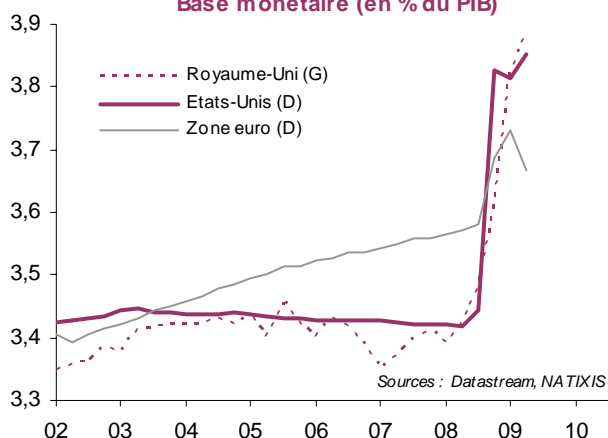
**Graphique 10**  
Japon : total bilan de la banque centrale (en % du PIB)



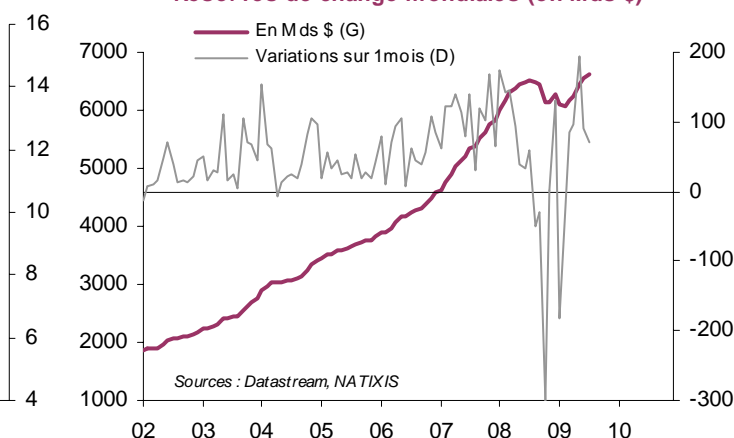
C'est ce qu'on commence à observer aujourd'hui pour tous les pays de l'OCDE avec :

- la croissance très rapide des bilans des Banques Centrales (graphique 11) ;
- la progression très rapide à nouveau depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre 2009 des réserves de change, surtout des pays émergents d'Asie et producteurs de matières premières (graphique 12), avec un contenu élevé dans ces réserves des titres publics des pays de l'OCDE.

**Graphique 11**  
Base monétaire (en % du PIB)



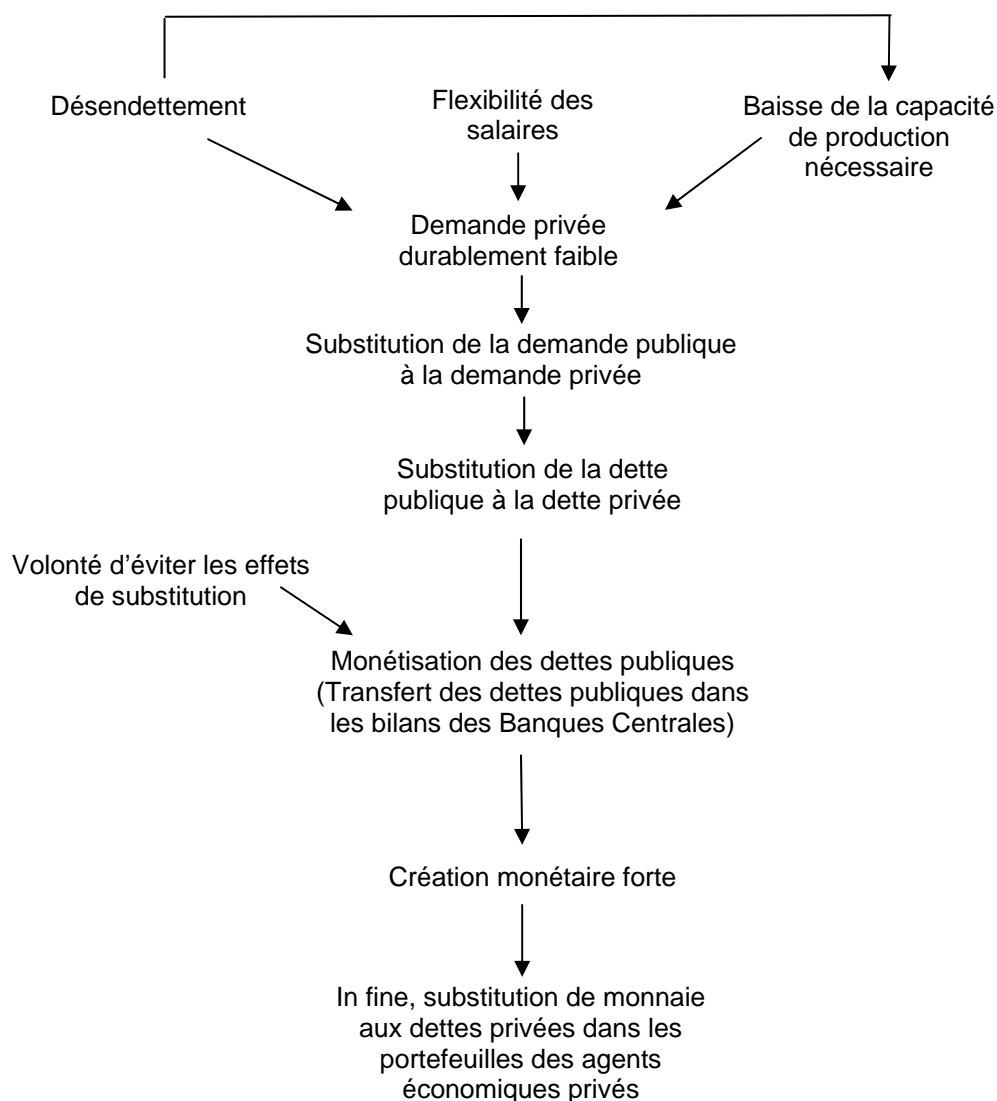
**Graphique 12**  
Réserves de change mondiales (en Mds \$)



Dans ce second cas, il s'agit d'une monétisation « externe », par les Banques Centrales des pays qui accumulent des réserves de change.

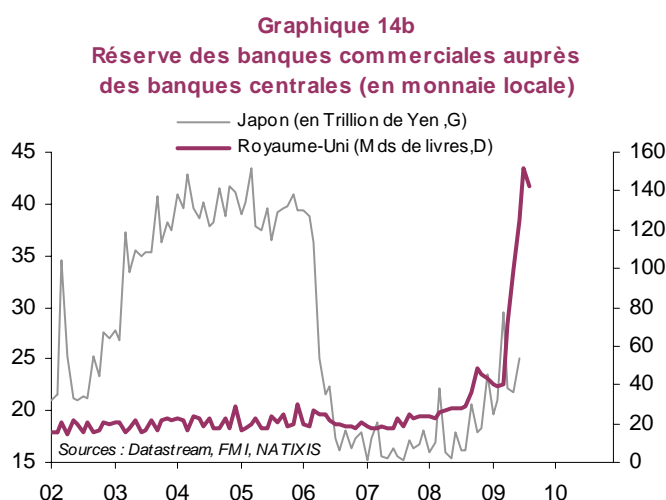
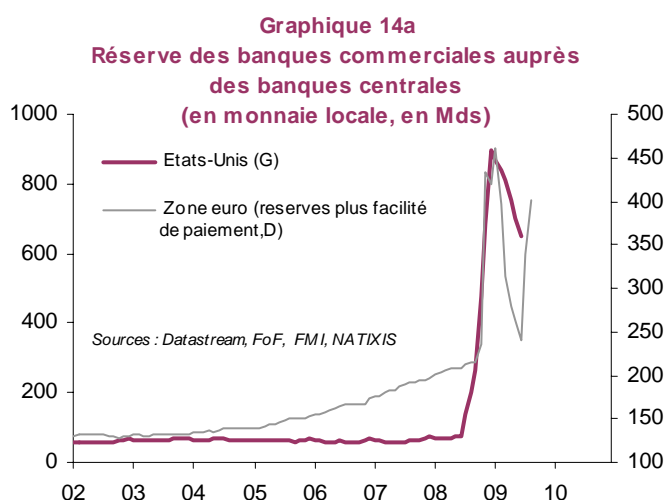
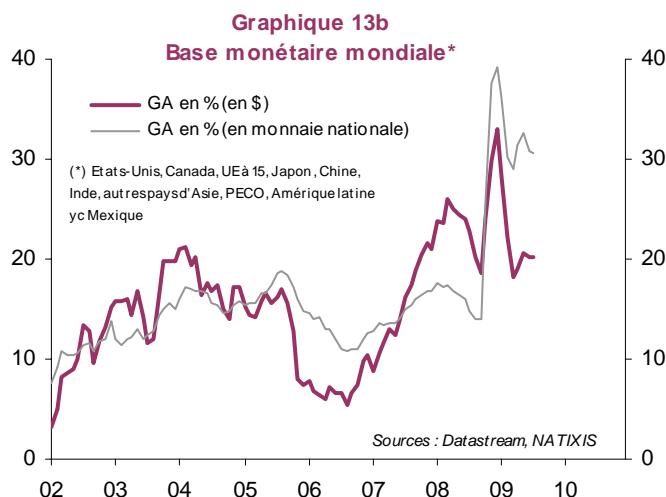
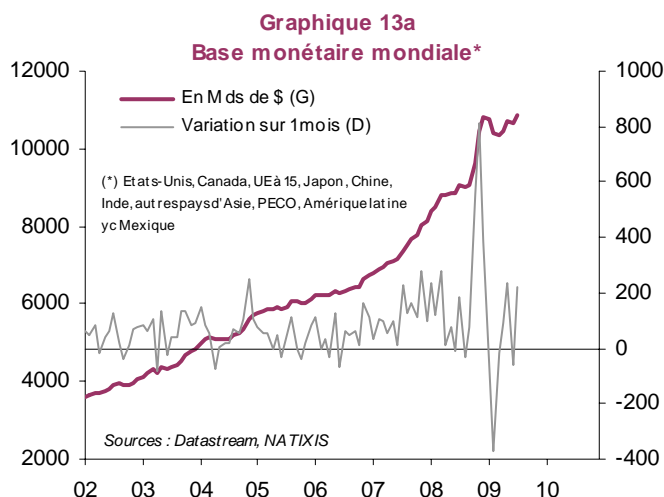
**Synthèse : une dynamique nouvelle due aux spécificités de ce cycle**

Nous envisageons donc l'enchaînement causal suivant dans les pays de l'OCDE :

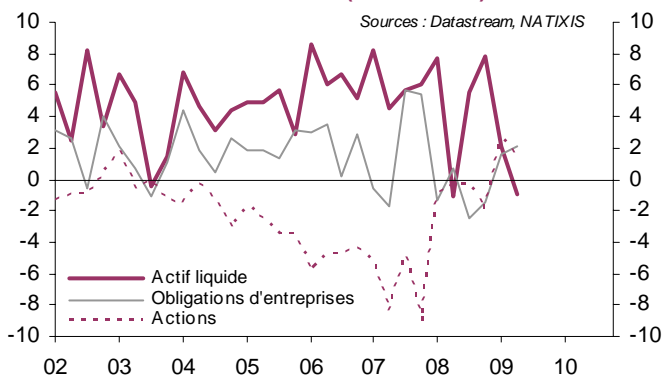


Cette chaîne causale aboutit :

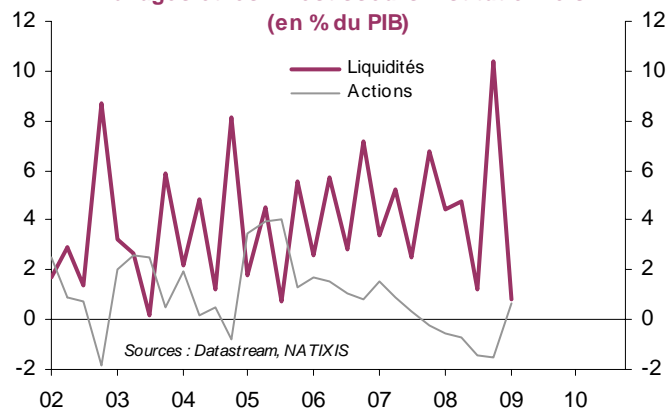
- à une création monétaire mondiale très forte (graphiques 13a/13b) ;
- in fine, à la substitution de monnaie aux dettes privées dans les actifs des agents économiques privés. Ceci vaut pour tous les agents économiques privés :
  - banques, qui substituent les réserves auprès des Banques Centrales (graphiques 14a/14b) au crédit (graphiques 1a/1b plus haut) ;
  - ménages et investisseurs institutionnels, qui substituent les actifs monétaires aux titres d'entreprises (actions et obligations) dans leurs portefeuilles (graphiques 15a/15b/15c/15d, ce qui est surtout évident aux Etats-Unis et en Europe).



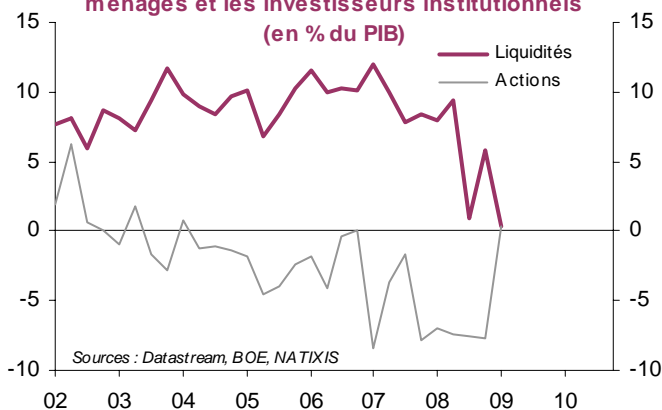
**Graphique 15a**  
**Etats-Unis : achats d'actifs nets**  
**par les ménages et les investisseurs**  
**institutionnels (en % du PIB)**



**Graphique 15b**  
**Zone euro : achats nets d'actifs par les**  
**ménages et les investisseurs institutionnels**  
**(en % du PIB)**



**Graphique 15c**  
**Royaume-Uni : achats nets d'actifs par les**  
**ménages et les investisseurs institutionnels**  
**(en % du PIB)**



**Graphique 15d**  
**Japon : achats nets d'actions par les ménages**  
**et les investisseurs institutionnels**  
**(en % du PIB)**

