

## Le défi de la politique monétaire

On pourrait définir ce défi de la façon suivante.

Si l'on admet, comme le font les banquiers centraux, que l'inflation - qui gravite aujourd'hui autour de 1,5%, c'est à dire légèrement en dessous de l'objectif de 2% - constitue un problème majeur, la seule voie possible, selon eux, serait d'assouplir la politique monétaire jusqu' à ce que l'objectif soit rempli.

Mais, est-ce justifié et raisonnable ?

D'abord, en quoi l'objectif de 2% doit-il être le guide absolu de la politique monétaire ?

Ce chiffre reflète-t-il bien l'équilibre qui devrait sous-tendre la notion de stabilité ? Selon les tenants de cette conception, on courrait, en dessous de 2%, un risque de déflation, c.à.d. que les anticipations de prix auraient de fortes chances de devenir négatives. En d'autres termes, les agents économiques s'attendraient à de futures baisses des prix, ce qui serait dangereux pour la croissance puisqu'il deviendrait désormais rationnel de surseoir à la consommation pour tirer parti, plus tard, de la baisse des prix.

Mais il est très difficile d'établir que 2% est bien le critère au-dessous duquel la déflation se déclencherait.

En réalité, l'inflation d'équilibre (celle qui donne une marge suffisante pour éviter le risque de la déflation et qui soit suffisamment faible pour ne pas engendrer une dynamique d'hyperinflation) est déterminée par une multitude de facteurs variables dans le temps. Certains de ces facteurs sont conjoncturels (évolutions du prix du pétrole et des matières premières, influence des variations de stocks et de la demande des biens de consommation...) mais d'autres sont structurels et sont à l'œuvre depuis une vingtaine d'années.

Ce sont ceux-là auxquels il faut prêter attention pour répondre à la question du choix de l'objectif d'inflation. De fait, ces facteurs sont en train de modifier profondément les données qui gouvernent la formation des prix à la consommation.

Examinons ces facteurs structurels.

- ✓ Il y a d'abord le vieillissement de nos populations : or des sociétés de plus en plus âgées sont aussi des sociétés dont la croissance potentielle et les gains de productivité diminuent. Il en résulte que leur croissance économique s'affaiblit, ainsi que la pression sur les ressources disponibles. L'épargne tend à augmenter, la consommation et les prix se modèrent.
- ✓ A quoi il faut ajouter les progrès technologiques qui aboutissent graduellement à réduire les coûts de production et affectent, à la baisse, les indices des prix à la consommation.
- ✓ Il y a aussi la globalisation qui a joué un rôle décisif dans la réduction tendancielle des prix des pays avancés. Le fait qu'ils aient ouvert leur commerce aux importations de pays comme la Chine, importations qui incorporent des taux de salaires beaucoup plus bas que les leurs, a exercé une double influence. Cela a d'abord, provoqué la mise sur le marché de produits moins coûteux et cela a aussi conduit à une modération de l'évolution des coûts salariaux des pays importateurs eux-mêmes ; ceci explique en grande partie la faiblesse de l'inflation des prix à la consommation depuis près de deux décennies.
- ✓ Il y a, enfin, le fonctionnement des marchés du travail qui a changé depuis quelques années et explique que les employés - à la fois moins syndiqués et moins sûrs de leur avenir - recourent moins qu'autrefois à la mise en concurrence d'entreprises pour faire monter leurs salaires.

Ces considérations sont essentielles si l'on souhaite aborder rationnellement la question de la politique monétaire. Il apparaît, à la lumière des observations précédentes, que le taux d'inflation d'équilibre n'est plus de 2% (ce qui était peut-être encore le cas il y a une quinzaine d'années) mais plutôt de 1%. Cela est particulièrement vrai en Europe.

Il n'y a, du reste, rien d'inquiétant dans une telle évolution. Le fait d'avoir, en moyenne, une inflation de base (« core ») « normale » de 1% par an (au lieu de 2%) n'est nullement le signe d'une déflation car les prix continuent d'augmenter. Et c'est plutôt un phénomène favorable puisqu'évitant aux consommateurs une perte plus importante de leur pouvoir d'achat, il soutient la demande.

Mais le fait de ne pas vouloir reconnaître cette baisse tendancielle du niveau (et des taux) de l'inflation comporte de graves inconvénients.

Vouloir « fixer » durablement les attentes inflationnistes à un niveau plus élevé que le niveau d'équilibre des prix à la consommation comporte de redoutables conséquences. Cela a conduit les Banques Centrales à pratiquer une politique monétaire exagérément accommodante. Si l'on avait situé l'objectif d'inflation autour de 1%, on aurait eu une meilleure adéquation entre l'objectif et la réalité, et la création monétaire aurait été plus en ligne avec l'objectif de stabilité.

S'époumoner à vouloir atteindre, quoi qu'il arrive, un objectif d'inflation trop élevé par rapport aux données fondamentales, conduit, en effet, à de très sérieuses distorsions :

- ✓ L'incidence d'une politique monétaire trop accommodante - avec des taux d'intérêt à zéro voire négatifs pendant longtemps - sur la stabilité du système financier est malheureusement trop bien documentée : incitation à emprunter toujours d'avantage, affaiblissement du système bancaire, dégradation des comptes des organismes de retraites dont les passifs restent soumis à des obligations contractuelles mais dont les actifs à revenus fixes ne rapportent plus rien, prolifération d'entreprises zombies dans un environnement où les taux d'intérêt ne jouent plus le rôle discriminant de « signal de qualité » qui doit être le leur, désincitation pour les gouvernements à entreprendre des réformes de structure puisque l'emprunt « ne coûte plus rien », ...  
Ne sous estimons pas cette importance de perte de repères ; des taux d'intérêt zéro finissent par fausser les primes de risque (une des caractéristiques de la crise de 2008).
- ✓ Le fait de vouloir « ancrer » dans le public l'idée que l'inflation DOIT atteindre 2%, tout en ne réussissant pas à réaliser cet objectif (pour les raisons structurelles évoquées ci-dessus) amène à « ancrer » aussi dans l'esprit public que les taux d'intérêt vont rester très bas pendant très longtemps, ce qui, à son tour entretient l'aplatissement, voire l'inversion, de la courbe des taux à long terme et donc le pessimisme. A force de « guidance », on laisse croire - ce qui est débilitant - que le succès de la politique monétaire dépend presque exclusivement du fait qu'on puisse atteindre un objectif d'inflation pourtant irréaliste.

N'oublions pas la leçon, particulièrement actuelle, de Keynes qui craignait que des taux d'intérêt trop bas (inférieurs à l'efficacité marginale du capital) ne favorisent les placements liquides et ne découragent l'investissement et la confiance. L'efficacité marginale du capital représente le retour sur un investissement pendant sa durée de vie. Aujourd'hui les économistes

l'estiment à 6% en moyenne pour les investissements à long-terme en actions. Il en résulte que la politique monétaire à taux zéro n'est pas parvenue à faire baisser le coût du capital qui est pourtant essentiel pour le développement de l'investissement privé.

Le fait pour les entreprises qui font toujours face à des primes de risques élevées, de pouvoir lever de la dette à près de 0% peut du reste les inciter à racheter leurs actions ce qui diminue la base en capital des économies au profit de la dette. En d'autres termes, la coexistence d'un coût élevé du capital et la facilité d'emprunter à 0% fait qu'il devient plus facile pour les entreprises de racheter leurs actions que d'effectuer des investissements réels. C'est une illusion de croire que la politique monétaire des taux zéro favorise l'ensemble de l'économie alors qu'elle ne soutient que la consommation.

&&  
&

Il faut avoir l'honnêteté de le reconnaître : la politique monétaire est dans une impasse. Elle n'a pas réussi à faire remonter l'inflation à son niveau d'objectif et elle semble, en conséquence, s'apprêter mécaniquement à relancer davantage encore les vannes de la création monétaire. Le début de normalisation engagé aux Etats Unis il y a deux ans a été abandonné en janvier 2019 et la Fed a donné un nouveau message : de nouvelles baisses de taux sont envisagées. Et cela au moment même où l'économie est à son plus haut, le chômage à son niveau le plus bas et les capacités de production saturées.

Quand viendra la récession, que restera-t-il comme marges pour baisser les taux ?

C'est encore plus vrai pour la BCE dont les taux directeurs sont à zéro et qui envisage, semble-t-il, de durcir encore les taux négatifs appliqués aux dépôts des banques à la Banque Centrale ... On parle déjà d'une reprise du QE ...

Une stratégie de taux zéros ne saurait fonctionner longtemps sans créer de l'instabilité dans le système financier et, pourtant, on nous fait comprendre que nous sommes voués à cette politique pour une période pratiquement indéfinie ...

On nous explique que la politique monétaire est contrainte par le « zero bound » (limite des taux zéro). Si l'inflation demeure basse, on craint que des taux nominaux - même faibles - puissent devenir positifs, en termes réels.

D'où, nous dit-on, la nécessité de faire remonter l'inflation (notamment en activant le QE) et d'amener, puis de garder, les taux nominaux à zéro aussi longtemps qu'il faudra.

Mais c'est oublier que jusqu'à récemment toutes les périodes d'expansion économique ont été accompagnées de taux réels positifs. On peut noter que les taux réels des obligations souveraines à 10 ans aux US ont été de :  
+2,1% en moyenne de 1990 à 2005 (période plutôt favorable à l'investissement)  
et de :  
- 0,3% de 2000 à 2019, période marquée par la chute de l'investissement.

Soutenir que, lorsque le cycle est encore favorable, il faut faire baisser les taux à zéro de crainte de les voir devenir positifs en termes réels revient à dire, en quelque sorte, que la croissance sera toujours dépendante de taux zéro.

Au demeurant, qui pourrait raisonnablement croire que le fait de baisser des taux déjà bas serait de nature à renforcer la croissance ? Aucune des enquêtes menées auprès des entreprises sur les freins à l'investissement ne mentionnent même les taux d'intérêt et pour cause !).

La croissance de la productivité a décliné dans les pays avancés depuis longtemps : les facteurs qui sous-tendent cette croissance de la productivité sont multiples et n'ont que peu de rapport avec les taux d'intérêt (formation, éducation, diffusion des nouvelles technologies, climat de commerce international...).

Evidemment, le mimétisme, la compétition et la crainte de la contagion sont au cœur de la problématique : les Etats Unis ne souhaitent pas être en retard pour relâcher les vannes, car, vu leur déficit commercial et les incertitudes de la guerre tarifaire et de ses conséquences négatives sur leur croissance, ils craignent une appréciation du dollar. Quant à la BCE, elle souhaite aussi un Euro peu élevé et des taux qui protègent les budgets des pays trop endettés de la zone dont elle détient une partie importante de la dette publique (environ 20%).

On voit que ces stratégies croisées dans lesquelles la politique monétaire est utilisée - sans qu'on veuille l'admettre -, comme une manière d'influencer les taux de change ainsi que les données budgétaires, comportent de grands dangers pour l'économie mondiale. Le nationalisme et le « beggar thy neighbour policy » sont en action et la coopération internationale est au plus bas. Nous n'avons jamais été aussi près des années trente (dévaluations compétitives, guerres commerciales...) qu'aujourd'hui.

&&  
&

Si l'on se résigne à l'embourbement du système dans une situation incontrôlée d'endettement et de création monétaire indéfinie «à la japonaise» (on en a vu les résultats depuis vingt ans !), si l'on accepte le laxisme budgétaire « en roue libre » (pour parer à la prochaine crise il faudrait, nous dit-on dans certains cercles, augmenter systématiquement les dépenses publiques en les finançant par de la monnaie) et éventuellement la distribution monétaire directe aux citoyens (« monnaie hélicoptère»), nous aurons à faire face au retour de l'inflation, à des crises de plus en plus difficiles à traiter et à des perspectives de croissance de plus en plus déprimantes.

A la limite, en poussant les choses à l'extrême, les Banques Centrales finiraient par détenir l'essentiel de la dette (et, peut-être, même des actions). En effet, à force d'être taxée, l'épargne des ménages risque de s'amoinrir et les Instituts d'Emission pourraient être conduits à devenir les acteurs principaux de l'équation : épargne/investissement.

Il n'est pas trop tard pour agir.

Si, comme le montre l'observation, les banques Centrales ne peuvent pas – pour des raisons structurelles – faire remonter l'inflation à 2%, un choix stratégique s'impose. Ou bien revenir à l'ancienne méthode selon laquelle la politique monétaire doit être fonction du cycle et de « l'output gap » (ou du taux d'utilisation des capacités) et accepter que, dans les périodes de bonne conjoncture, les taux soient positifs. Ou bien s'obstiner à conserver indéfiniment des taux bas, ce qui aurait le double inconvénient :

- ✓ De ne pas laisser de flexibilité à la politique monétaire en cas de baisse de conjoncture ;
- ✓ Et de continuer à miner la stabilité du système financier.

Si l'on retient, ce qui paraît souhaitable, la première branche de l'alternative, il conviendrait de rechercher un accord international « discret » sur les bases suivantes :

- ✓ Adapter intelligemment le cap - avec une remontée très graduelle des taux - et ne pas s'obstiner à tout axer sur un objectif mécanique d'inflation de 2%,

objectif dangereux car il piège la politique monétaire dans un accommodement exagéré. A force de « guider » le marché par l'annonce de la politique à venir, les Banques Centrales en sont venues à suivre le marché, à en redouter toutes les réactions et, notamment, les « avertissements » - hautement médiatisés – des grands fonds de private equity face au risque d'une politique monétaire moins systématiquement généreuse ;

- ✓ À cet effet, montrer une certaine flexibilité dans la définition de l'inflation souhaitée (éventuellement en variant les indicateurs en fonction des situations régionales, ce qui « désacraliserait » l'objectif unique d'inflation) ;
- ✓ Revenir, pour les Banques Centrales, à un tableau de bord plus varié et non limité au seul objectif d'inflation, lequel est devenu une contrainte d'un niveau minimum plus qu'un instrument pour limiter l'excès d'inflation ; (il faudrait, à cet égard, restaurer l'objectif de stabilité du système financier, le suivi du crédit - y compris celui des « non-banques » - , la surveillance macroéconomique, l'analyse des bulles d'actifs ... ) ;
- ✓ Restaurer sur le plan mondial une forme de discipline coopérative en matière de balances des paiements, de taux de change et de surveillance des conditions de compétitivité (formule multilatérale très supérieure en efficacité et en équité aux « tweets » et intimidations actuels).

&&  
&

En conclusion, quelques remarques :

1. La politique monétaire ne saurait tout faire :

Elle ne peut remplacer les réformes nécessaires à la croissance de long terme. D'autres instruments budgétaires et structurels doivent être mis en œuvre.

Or il est de fait que les banques centrales ont été exagérément mises à contribution dans ces domaines au cours des dernières années. Il est grand temps de revenir à une conception plus raisonnable de la politique monétaire : celle de la stabilité de la monnaie et du système financier.

2. Il est plus facile de créer des liquidités en abondance que des éponger. Ne croyons pas que la surliquidité soit un bienfait : elle pose des problèmes de stabilité et sa neutralisation nécessite des conditions favorables rarement atteintes.

3. Enfin, il serait grand temps de situer ces problèmes dans une perspective internationale : toute politique monétaire d'un pays ou d'une zone importante a inévitablement des effets extérieurs. Il faut éviter d'utiliser les politiques monétaires nationales à des fins concurrentielles. Le taux de change doit retrouver son rôle de stabilité dans un système monétaire international organisé.

*Jacques de Larosière*