

Conférence BNP PARIBAS

de l'Association des Anciens à l'International

« Une vue inhabituelle sur la politique monétaire »

Le monde d'aujourd'hui est fait de paradoxes.

La demande globale est faible alors que le besoin d'investissement est énorme et n'est pas assouvi, du moins en Europe.

Les taux d'intérêt ont été maintenus très bas pendant nombre d'années, alors que l'investissement productif (non-résidentiel) a décliné.

Essayons de mettre un peu d'ordre dans ces apparentes contradictions.

I – Pourquoi la politique monétaire a-t-elle été particulièrement accommodante depuis plus de 10 ans et pourquoi les taux d'intérêt ont-ils convergé vers zéro ou moins ?

La croissance de M0 (c'est-à-dire les billets en circulation et les réserves détenues par les banques à la Banque Centrale) a été très rapide depuis 2008 : 13,5% par an chez les pays avancés, alors que leur PIB ne progressait que de 2% en termes réels.

Etant donné une inflation de l'ordre de 1,5% pendant cette période, le taux de croissance nominal du PIB de ces pays a été, en moyenne, de 3,5% par an. Par conséquent, pendant ces 10 ans, la base monétaire a cru près de quatre fois plus vite que l'économie nominale.

Comment expliquer une si longue et si rapide expansion monétaire à travers le recours massif à QE (aisance monétaire ?).

L'explication est simple mais préoccupante.

En un mot, elle peut être résumée de la façon suivante :

La politique monétaire a été guidée par un objectif absolu : celui de maintenir l'indice des prix à la consommation à un niveau proche de 2% par an.

Mais un tel objectif pose un problème majeur.

En effet, des facteurs structurels ont été à l'œuvre depuis 10 à 15 ans (alors qu'ils ne se manifestaient pas au cours des années 80 et 90, époque pendant laquelle l'objectif d'inflation à 2% avait été conçu).

De fait, un certain nombre de facteurs structurels se sont manifestés depuis lors et, ensemble, ont exercé durablement une influence modératrice de forte ampleur sur l'inflation :

- Le vieillissement de nos populations réduit la pression de la consommation et de l'investissement sur les ressources disponibles, ce qui explique en grande partie ce qu'on a appelé le « déclin séculaire » de la demande ;
- L'ouverture du commerce international et la mondialisation ont permis aux pays « avancés » d'importer massivement des produits et des services à base de très bas coûts de main-d'œuvre (à peu près un dixième de ceux des pays industrialisés) ;
- Afin de résister à cette « super-compétitivité » des importations en provenance des pays émergents, « l'ouest », a été obligé de contenir la croissance de ses propres salaires, ce qui a exercé une influence modératrice sur les coûts, ainsi que sur les comportements de salariés sur les marchés du travail ;
- Et l'on peut ajouter l'effet sur les prix provenant des innovations techniques, qui réduisent significativement les coûts liés à la technologie de l'information.

Les facteurs ci-dessus expliquent donc la modération de l'inflation.

Cette modération a été moins le résultat d'une faiblesse conjoncturelle de la demande que de changements structurels.

C'est là que, de mon point de vue, les responsables de la politique monétaire ont commis une sérieuse erreur.

Ils semblent avoir cru que l'inflation – plus basse que l'objectif, arbitraire, de 2% - était essentiellement la manifestation de la faiblesse conjoncturelle de la demande globale. La recette keynésienne de la stimulation monétaire devait donc, selon eux, s'appliquer.

On a ainsi décidé d'accroître la création monétaire tant que l'inflation restait en dessous de l'objectif sacro-saint de 2%.

Je pense qu'on aurait dû analyser plus précisément la nature et les causes des forces désinflationnistes. Dans la mesure où ces forces sont structurelles – et donc inévitables – on ne devrait pas chercher à les réprimer par toujours plus d'expansion monétaire.

Il est à remarquer, du reste, que l'expansion monétaire n'a guère créé, en fait, davantage de demande ou d'inflation : elle s'est traduite par moins de vélocité dans les transactions.

Si l'on considère M3 (qui comprend les dépôts bancaires) on observe, en effet, une beaucoup plus modeste progression que celle de la base monétaire (3,8% de croissance moyenne annuelle de M3 dans l'Union Européenne). Ceci montre que la forte poussée donnée à la « monnaie Banque Centrale » n'a pas fait son chemin dans l'économie réelle et ne s'est pas accompagnée d'une forte expansion du crédit bancaire et de M3.

L'environnement structurel que je viens d'évoquer montre qu'un objectif d'inflation d'environ 1% aurait été en ligne avec l'objectif d'équilibre.

Si la politique des Banques Centrales des 15 dernières années avait été ancrée sur un objectif de 1% au lieu de 2%, le monde aurait évité à la fois une expansion monétaire inutile de même que la déflation.

Mais cette politique monétaire systématiquement accommodante a contribué à créer une énorme bulle de crédit qui a failli détruire le système financier en 2008. Tous les indicateurs étaient au rouge. Cependant, comme l'indice des prix était bas, les autorités monétaires ne s'inquiétaient pas.

Elles auraient dû, au contraire, se préoccuper de la formidable bulle d'actifs qui ne cessait de s'enfler.

De telles bulles sont, en effet, la manifestation présente de l'inflation dans un environnement structurel de désinflation et de baisse des prix technologiques.

Aussi étrange que cela puisse paraître, l'extrême ampleur de l'endettement qui se manifestait au cours du cycle financier, n'a pas attiré l'attention des banquiers centraux pour la seule raison que l'indice des prix à la consommation était stable. La maison brûlait. Mais comme la sonnette d'alarme était silencieuse, l'esprit de complaisance dominait alors que l'incendie gagnait du terrain.

*

* *

II – Ainsi, la politique monétaire était devenue extrêmement accommodante, alors que la croissance économique était faible et que l’investissement reculait. Comment peut-on mesurer l’influence de cette politique sur la croissance ?

Essayons, à nouveau, de mettre un peu d’ordre dans ces contradictions apparentes.

En premier lieu, rappelons que si la demande globale restait faible, c’était principalement dû à des facteurs structurels : vieillissement, mondialisation, avancées technologiques, changements de comportements sur le marché du travail : tout cela contribuait à un excès d’épargne. C’est à ce point du raisonnement que commence le débat sur la politique monétaire et les taux d’intérêts.

On nous dit que face à cet excès d’épargne, il faut des politiques budgétaires et monétaires de stimulation pour ranimer la demande.

Arrêtons-nous un instant pour analyser cette apparente évidence.

Comme nous l’avons vu, la politique monétaire a été particulièrement accommodante pendant plus de 10 ans et les taux d’intérêt ont convergé vers zéro. Les déficits publics ont prospéré (le rapport dette publique sur PIB a progressé de 100 à 120% chez les pays avancés en cinq ans (2015-2020)). La dette privée des entreprises non-financières a aussi beaucoup augmenté (ainsi, en France, le service de la dette des entreprises non-financières atteint aujourd’hui 22% de leurs revenus disponibles, alors que les chiffres sont de 15% et 10% respectivement aux Etats-Unis et en Allemagne).

Or qu’observe-t-on ?

En dépit de la croissance de la dette depuis 20 ans, le stock d’investissements productifs (non-résidentiels) est tombé de 14,4% à 12% du PIB des économies avancées, baisse qui n’a été que partiellement compensée par la hausse des investissements intangibles qui ont augmenté de 4,3 à 4,9% du PIB (voir figure 1). C’est là une évolution majeure.

Ce qui est surprenant, c’est que cette statistique – qui est une des plus significatives en termes de l’évolution de la demande globale – n’a pas davantage été mise en lumière. Et pourtant, cet effondrement de l’investissement productif s’est produit malgré l’existence de taux d’intérêts historiquement très bas.

Continuons cette réflexion : une hypothèse étrange finit par se profiler : « Et si c'étaient les bas taux d'intérêt qui contribuaient à faire baisser l'investissement ? »

« Absurde et illogique », me dira-t-on : « si les conditions financières sont aisées et peu coûteuses, comment cela pourrait-il nuire à l'investissement ? ». C'est là que la « trappe à liquidités » s'introduit dans le débat.

Une fois de plus, Keynes avait raison. Il était, certes, favorable à des taux d'intérêt bas, mais pas trop bas. En effet, quand ils sont trop bas, ils dissuadent les épargnants d'investir dans des titres à long terme et les encouragent soit à détenir leur épargne sous la forme la plus liquide, soit à l'investir en instruments plus risqués et donc plus rémunérateurs.

De leur côté, les entrepreneurs, découragés par la très faible croissance escomptée du fait de la perspective de taux zéro pendant longtemps, ont tendance à se détourner de l'investissement productif et de favoriser les rachats d'actions et des opportunités spéculatives.

Ce que je viens de dire n'est pas une construction de l'esprit, mais est fondé sur une étude publiée l'an dernier par l'Observatoire de l'Épargne Européenne sur l'évolution de la partie la plus liquide de l'épargne des ménages en Europe depuis 10 ans.

Ce travail montre la croissance exponentielle des formes les plus liquides de l'épargne (comptes bancaires). Et ceci, bien sûr, avant la crise Covid.

Il est vrai que cette recherche concerne l'Europe et il se peut qu'elle soit moins vérifiable aux Etats-Unis où les investisseurs sont moins averses au risque qu'en Europe et plus intéressés par les actions et les opportunités offertes par Wall Street. Je ne prétends donc pas que mon explication ait valeur universelle. Mais si elle est correcte en Europe, nous devrions réfléchir sérieusement aux problèmes posés par notre politique monétaire actuelle.

Ceci est d'autant plus vrai que le rôle des banques dans le financement de l'économie européenne est beaucoup plus marqué qu'aux Etats-Unis (3/4 en Europe, 1/4 aux USA). La rentabilité des banques est pénalisée par les taux zéro ou négatifs. Cette pénalisation est d'autant plus prononcée en Europe où les taux sont plus bas qu'aux US. Ainsi, nous avons un problème en Europe : « Est-il possible que la « mantra » apprise depuis 20 ans n'est plus adaptée ? se pourrait-il que des taux légèrement plus élevés amélioreraient le moral des Européens et encourageraient nos entreprises et les épargnants à augmenter le financement des investissements productifs ? ».

L'hypothèse que je viens d'énoncer pourrait ne pas intéresser beaucoup les économistes américains : leur pays dispose d'un marché d'actions très développé et les agents économiques sont moins sensibles aux taux d'intérêt, du fait de leur tendance naturelle, lorsque les taux deviennent très bas, à passer des obligations aux actions. De plus, les USA émettent la monnaie mondiale, ce qui leur donne les moyens de financer leur déficit.

*
* *

III – Il reste une question : plutôt que de nous satisfaire du paradigme de faible croissance en Europe, n'est-il pas temps de traiter le sujet fondamental : « Et si les taux zéro n'étaient pas la bonne recette pour redresser notre économie ? ».

J'ai entendu récemment un économiste chinois, professeur à l'Université de Pékin, dire ceci :

« Une politique monétaire trop accommodante soulève de nombreuses objections :

- Nos économies ont besoin d'investissements. Afin de les financer, nous devons encourager des instruments assortis de rémunérations suffisantes pour couvrir les risques encourus ;
- Utiliser la politique monétaire pour stimuler l'économie entraîne inévitablement l'inflation des actifs financiers et, de ce fait, augmente le danger de crise financière ».

La vérité profonde qui gouverne le monde réel est qu'une économie qui fonctionne bien est toujours fondée sur le travail et sur une rémunération normale de l'épargne. Ce qui suppose des taux d'intérêt définis par le marché.

On me dira que, du fait des facteurs séculaires, le taux d'intérêt « naturel » est à la baisse.

Cela est certainement vrai. Mais ce qu'on dit moins c'est que la politique monétaire joue un rôle majeur dans la baisse des taux. C'est si vrai que lorsque le marché commence à manifester une tendance à la hausse des taux, les banques centrales s'empressent, en général, d'acheter des obligations pour décourager cette tendance.

Bien sûr, je suis conscient que l'approche ainsi préconisée peut avoir des effets sur des titres émis par les Etats. Mais la politique monétaire ne devrait pas être au service de la soutenabilité de la dette des Etats. Les marchés doivent jouer leur rôle et ne pas être entièrement « dictés » par les Banques Centrales.

Ou voulons-nous faire revivre mondialement « l'Accord » de guerre entre la Fed et le Trésor US ?

*
* *

Même si ce qui précède ne convainc pas les penseurs monétaires, il demeure un sujet incontournable : celui de l'instabilité financière.

Le Financial Times a récemment écrit que « les emprunteurs les plus risqués parmi les entreprises américaines ont émis des montants records d'obligations « junk » depuis 2007.

Depuis le début de 2021, plus de 15 cents sur chaque dollar émis sur le marché US de bons « high-yield » ont été levés par les firmes classées triple C et en dessous.

L'on peut ajouter que, selon une évaluation par J.P. Morgan, le « degré de complaisance » manifesté par les investisseurs à l'égard des actifs financiers proposés est le plus élevé depuis la bulle digitale du début des années 2000.

Ceci semble familier, mais devrait être pris sérieusement par ceux qui sont responsables de la stabilité monétaire et qui semblent encore être confortables avec l'expansion monétaire actuelle.

Voici un exemple très récent de dérapages financiers encouragés par la politique monétaire actuelle : les «total return swaps» (mars 2021) :

Il s'agit de transactions bancaires qui permettent à des hedge funds de prendre des positions importantes sur des actions.

Nomura et Crédit Suisse viennent de subir des pertes significatives à la suite de telles transactions au bénéfice du fonds Archegos Capital dont les positions se sont avérées perdantes et qui a dû procéder à des ventes forcées de titres qui ont perturbé les marchés.

Il s'agit de « total return swaps » qui permettent à des fonds de parier sur des titres sans les acheter ni en rendre compte. Si le pari est gagnant, la banque rémunère son client et perçoit les commissions ; si le pari est perdant, le fonds investisseur est tenu à des appels de marges trimestriels au bénéfice des banques pour leur pour éviter toute perte.

Le danger de ces financements est triple :

- manque de transparence : une banque qui consent de telles facilités ne connaît pas l'exposition totale de son client ; d'autres banques peuvent être aussi créditrices, mais chacune d'entre elles l'ignore ;
- attrait réglementaire : ces opérations synthétiques « over the counter » ne font pas l'objet de clearing et ne sont retracées dans aucune plate-forme d'échange ; les fonds investisseurs (c'est-à-dire ceux qui prennent des positions non couvertes) ne déclarent pas leur exposition à la SEC, comme elles devraient le faire si elles recouraient à des transactions cash. Pour les banques prêteuses, les positions des clients sont nettes les unes contre les autres, ce qui entraîne moins d'obligations de fonds propres que s'il s'agissait de prêts traditionnels (« margin lending »). Ce sont là des manifestations classiques « d'arbitrage réglementaire » ;
- l'importance de ces transactions est à souligner : on estime que les banques ont tiré 11 milliards \$ de revenus de ces « synthetic equity financing instruments » en 2019, soit le double des chiffres de 2012. Plus de la moitié des revenus tirés par les banques de leur financement d'équities proviendraient aujourd'hui de ces opérations.

Les pertes encourues par Crédit Suisse à ce titre s'élèveraient à 4,7 Milliards \$.

C'est là une manifestation des dérives financières et de « l'innovation réglementaire » dues à l'environnement de taux zéro et du « search for yield ». De tels phénomènes étaient courants à la veille de la crise de 2007 ...

Il faudra bien, un jour, qu'on réfléchisse au bien-fondé d'une politique monétaire qui crée systématiquement de la dette pour essayer de faire remonter l'inflation ...

*

* *

Conclusion

Le temps est venu de commencer à sortir – graduellement et après concertation internationale – du piège de liquidité.

Trois orientations peuvent être envisagées :

- 1) Permettre aux marchés financiers d'exprimer par des taux plus élevés leurs attentes inflationnistes. Ceci fournirait aux investisseurs une rémunération plus normale, condition d'une reprise de l'investissement. La prime de risque apparaît en effet comme un élément essentiel de cette reprise.
- 2) Avoir une vue plus réaliste des développements en matière de prix. Un indice positif mais un peu inférieur à 1% n'est pas un signe d'instabilité, tout au contraire :
- 3) Si les rendements obligataires devenaient quelque peu plus élevés qu'aujourd'hui, les Banques Centrales ne devraient pas chercher à réprimer systématiquement cette tendance sous prétexte de fournir aux Etats le bénéfice inconditionnel et prolongé d'un taux zéro garanti.

*

* *

Depuis 20 ans, avec une politique d'intense création monétaire et de taux d'intérêt bas qui a généralisé le hasard moral, la discipline qui procède habituellement d'un coût effectif du capital, a pratiquement disparu.

Dans le même temps, la montée de l'investissement passif (sur indices) a contribué à distancier les dirigeants des entreprises de leurs responsabilités.

Et les pouvoirs publics – incapables de prévoir et donc de prévenir les pandémies et le réchauffement climatique – ont inventé les normes de l'investissement responsable qui, bien qu'utiles, ne devraient pas être détournées de leur objet et utilisées à des fins géopolitiques.

Quand retrouvera-t-on une vraie économie libérale où le goût – et le contrôle – du risque reprendront leur place prééminente ?

Annexe

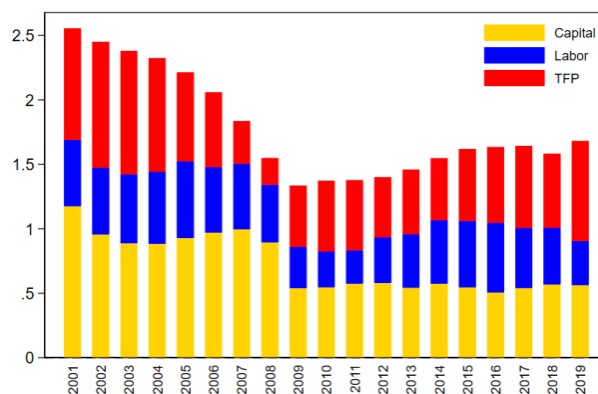
Figure 1. Advanced Economies: Non-residential Fixed Investment in GDP (Percent of GDP)



Source: OECD; IMF Staff Calculations.

Advanced Economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Korea, Spain, United Kingdom, United States.

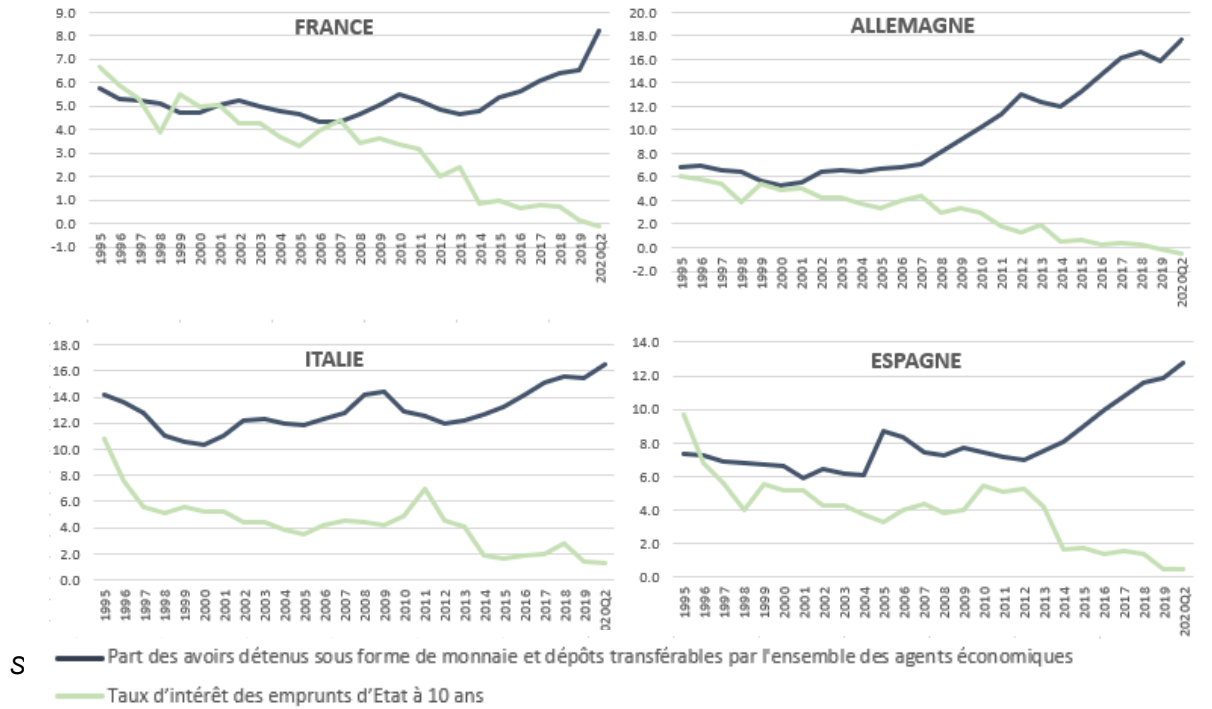
Figure 2. Advanced Economies Production Decomposition Function (Percent, year over year)



- * Potential GDP = Estimate from a multivariate filter.
- * Capital = OECD non residential capital stock.
- * Potential labor = Trend labor participation rate x working age population x (1- NAIRU); NAIRU from multivariate filte.
- * Labor share = average over the period, from Penn World Table.

Sources: OECD; Penn World Table; IMF Staff Calculations.
Advanced Economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan, Korea, Spain, United Kingdom, United States.

Figure 3. Evolution of liquid assets held by households and sovereign interest rates



*
 * *