

La politique monétaire post-covid : des actions non conventionnelles face à des faits têtus

Jacques de Larosière

Le moment est propice pour marquer une pause et réfléchir à l'avenir du dosage des politiques (*policy mix*) et en particulier à l'orientation de la politique monétaire.

En effet, nous semblons sortir de la pandémie après avoir énormément compté sur les politiques budgétaires et monétaires pour injecter des liquidités dans des économies qui ont dû être verrouillées par des gouvernements non préparés afin de contenir la contagion, en raison de l'insuffisance des capacités de tests médicaux. Le prix à payer a été une explosion de l'endettement public.

Nous sortons donc du bois, mais avec beaucoup de blessures et de cicatrices.

Comment devrions-nous affronter les facteurs en jeu ? Devrions-nous être les otages de la doctrine de la politique monétaire non conventionnelle actuelle ou bien prêter davantage attention aux faits "têtus" ?

I.- L'approche statique consisterait à s'en tenir, aussi longtemps que possible, à la position non conventionnelle actuelle.

Cette approche semble être la voie privilégiée par la Fed, du moins pour le moment. Elle s'appuie sur les arguments suivants :

- a) La demande mondiale est faible et l'épargne est élevée : le consensus dit donc qu'il y a lieu de poursuivre les politiques de relance.
- b) Tout resserrement monétaire prématuré risquerait de perturber les marchés - qui se sont envolés - et pourrait donc déclencher une récession.
- c) Dans un contexte d'inflation encore très faible et d'anticipations basses, les taux d'intérêt réels ont tendance à devenir positifs et la politique monétaire – confrontée à l'énigme de la borne du taux d'intérêt zéro – ne peut pas jouer pleinement son rôle de stimulant. Tout resserrement monétaire mettrait un frein inutile à la demande.
- d) La Fed souligne que les récents signes de surchauffe et d'inflation sont loin d'être clairs :
 - ils sont très majoritairement liés à des secteurs qui ont été particulièrement touchés par la pandémie et qui rebondissent ces derniers temps ;

- par conséquent, la poussée de l'inflation, liée également à la hausse des prix de l'énergie et à la perturbation des chaînes d'approvisionnement, est forcément temporaire et s'atténuera à mesure que l'économie se normalisera ;
- l'inflation reste modérée (la partie "collante" de l'indice des prix à la consommation (IPC), telle que calculée par la Fed d'Atlanta, est toujours plate et les prévisions d'inflation à 5 ans et à terme oscillent autour de 2 %) ;
- les marchés du travail n'ont pas atteint le plein emploi et l'inclusion.

Pour ces raisons, la Fed n'exprime pas l'intention de resserrer la politique monétaire prochainement :

- le programme d'achat est maintenu, et les obligations arrivant à échéance seront réinvesties ;
- les taux des Fed Funds doivent rester à leurs niveaux actuels d'ici 2022 ;
- si l'inflation dépasse l'objectif de 2 %, la moyenne des dernières années de sous-réalisation permettra de maintenir l'orientation actuelle ;
- la politique monétaire "basée sur les résultats" (attendre les faits et la réalisation complète de tous les objectifs avant tout changement de politique, au lieu de laisser une certaine marge de manœuvre pour prévoir les évolutions et s'y adapter) est la règle qui a été présentée par M. Clarida, le Vice-président de la Fed. Une telle méthode ne semble pas permettre des changements graduels ni un minimum d'initiatives lorsque le tableau commence à bouger.

II.- L'option " adaptative " pour faire face aux faits et aux défis de l'avenir.

Je crois que l'"option statique" que nous venons de décrire est pleine de dangers et ne permet pas de faire face aux véritables défis qui nous attendent. Je vais essayer d'expliquer pourquoi :

a) La politique monétaire était déjà dans une impasse avant que le Covid ne frappe.

Le système avait été inondé de liquidités du fait de l'orientation monétaire très accommodante de ces dix dernières années environ.

Et cela a poussé l'endettement à des niveaux records : La dette mondiale s'élève désormais à 355 % du PIB mondial, un ratio historique en temps de paix.

À son tour, cet énorme effet de levier a affaibli le système financier et mis en danger sa stabilité : si l'inflation de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) est restée modérée, les prix des actifs financiers et de l'immobilier se sont envolés.

b) La poursuite d'une telle politique – "comme si rien n'avait changé" – risquerait :

- de déclencher à terme une crise financière avec toutes ses conséquences économiques et sociales négatives ;
- d'affaiblir davantage les systèmes bancaire et d'assurance dont la rentabilité est affectée, notamment en Europe, par des taux d'intérêt bas ou négatifs ;
- de consolider les entreprises zombies (surendettées et non compétitives) qui ne survivent que grâce à la subvention des taux d'intérêt que leur accorde la politique monétaire.

c) La poursuite d'une politique de taux d'intérêt très bas pendant quelques années supplémentaires intensifierait ses conséquences négatives sur la croissance et l'emploi : en effet, comme nous l'avons appris par l'expérience de ces dernières années, l'abondance de liquidités et les taux bas n'entraînent pas une hausse de l'investissement productif mais une thésaurisation des liquidités. Depuis 2008, la monnaie-banque centrale – M zéro (c'est-à-dire les billets en circulation et les réserves détenues par les banques commerciales auprès des Banques centrales) a augmenté de 13,50 % par an, ce qui est quatre fois plus rapide que la croissance nominale de l'économie réelle. Au cours de la même période, M3, qui comprend les dépôts bancaires (et reflète donc la fonction de transformation du secteur bancaire), a connu une croissance beaucoup plus modérée (3,50 % par an dans la zone euro), ce qui montre que la création monétaire centrale ne s'est pas infiltrée dans l'économie.

Les faits sont indiscutables : l'investissement productif non résidentiel a fortement DÉCLINÉ au cours des dix dernières années de taux d'intérêt zéro. (de 14, 4% à 12% du PIB mondial). Et la " trappe à liquidité ", redoutée par Keynes, s'est manifestée notamment en Europe : l'épargne n'étant plus rémunérée, les ménages préfèrent garder leur argent sous les formes les plus liquides (billets de banque, dépôts à vue....) plutôt que d'investir dans des projets à long terme plus risqués et sans rendement. Les données récentes sur l'explosion de l'épargne liquide sont stupéfiantes.

Nous devons comprendre que la perspective - annoncée par la Fed - de taux d'intérêt extrêmement bas pendant longtemps est débilite : elle ancre dans l'esprit du public qu'il n'y a pas de chances de croissance (la croissance a toujours été accompagnée de taux d'intérêt réels positifs), et pousse le système dans des rachats d'actions et des alternatives spéculatives plus risquées.

d) Les considérations qui précèdent conduisent à la conclusion qu'il est temps maintenant pour les banques centrales de commencer à changer de braquet

Le moment est venu de regarder l'avenir avec le prisme de la réalité et de ne pas continuer, en raison de préférences doctrinaires, à se concentrer sur les vingt dernières années.

Le retour actuel vers la reprise économique offre l'opportunité de commencer à passer des considérations de dominance de la sous-utilisation des capacités de production à celles de surchauffe (qui sont déjà significatives, étant donné l'ampleur des plans de relance budgétaire américains, le manque de main-d'œuvre qualifiée, les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement et les premières manifestations de l'inflation (4%) qui ne peuvent qu'être exacerbées par la tendance démographique séculaire à la réduction de la main-d'œuvre).

Si la Fed ne commence pas à agir maintenant de manière très graduelle, elle pourrait être confrontée plus tard à une tâche beaucoup plus difficile lorsque – et si – l'inflation s'installera dans les années à venir. Le grand risque serait alors de devoir recourir à un resserrement beaucoup plus intensif, avec les conséquences négatives que cela implique pour la croissance.

La croissance récente (23,8 % en mars et 12,1 % en avril) de la base monétaire au sens large aux États-Unis signale le danger d'une inflation qui pourrait bien poursuivre sa tendance à la hausse et dépasser la zone de confort de la Fed (voir Centre pour la stabilité financière, 2 juin 2021).

Il faut comprendre que le monde s'est habitué à vivre avec une dette publique et privée de plus en plus élevée au cours des dernières décennies, cet énorme effet de levier s'accompagnant d'une montée en flèche des valorisations boursières. Il s'agit d'une situation assez dangereuse si l'inflation - et des taux d'intérêt plus élevés - devaient reprendre, ce qui est loin d'être improbable étant donné les facteurs structurels - démographiques - en jeu. Dans ce cas, les institutions fortement surendettées commenceraient à rencontrer des difficultés pour rembourser leurs dettes, et le retournement du marché pourrait bien déboucher sur une récession. Quel serait alors le choix laissé aux banques centrales ? Combattre l'inflation avec des taux beaucoup plus élevés au détriment de la croissance, ou laisser l'inflation exploser, ce qui ferait courir le risque d'une stagflation.

**

Si l'on considère que ces risques ne peuvent être écartés d'emblée, il semblerait prudent de sortir progressivement du piège actuel, de commencer à réduire le calibrage de l'assouplissement quantitatif et de ne pas réinvestir systématiquement toutes les obligations arrivant à échéance.

La "dominance budgétaire" à laquelle on assiste actuellement comporte deux grands dangers :

- elle remet en question l'indépendance des banques centrales ;
- et, plus important encore, elle dissuade les gouvernements de s'engager dans les réformes structurelles indispensables pour relever les défis fondamentaux de la transformation écologique de notre monde, défis qui ne peuvent pas être relevés en imprimant toujours plus de monnaie.

Jacques de Larosière