

REFLEXIONS SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

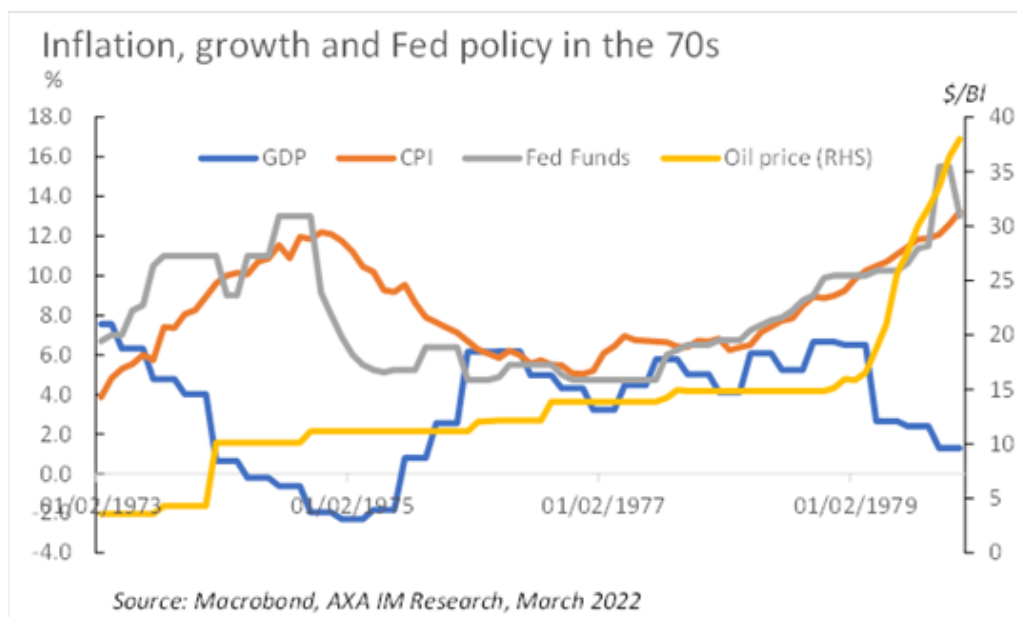
La politique monétaire a presque toujours été influencée par la politique. Essayons d'évaluer ce que devrait être la politique monétaire de la BCE dans le contexte actuel de forte inflation.

Le "angoisse" des banquiers centraux : Souvenirs des années 70

Je me souviens des années 70 où l'inflation faisait rage, poussée par des hausses importantes du prix du pétrole.

La Fed américaine a réagi de manière agressive en 1973 en réponse au 1er choc pétrolier.

Mais elle n'a pas eu le courage politique de maintenir le rythme adéquat de resserrement pendant assez longtemps en raison du coût pour la croissance du PIB (voir ultragraphique I).



En 1975, la Fed a abandonné et a réduit les taux de manière agressive malgré une inflation galopante.

Ainsi, les taux réels sont entrés en territoire négatif. Le pétrole s'était stabilisé mais l'inflation est restée supérieure à 5% et, finalement, l'IPC a dépassé 10% avant le 2ème choc pétrolier (1979).

Paul Volcker, le nouveau président de la Réserve fédérale, a pris la décision courageuse, en 1979-1980, de casser l'inflation en portant les taux d'intérêt à 20 %.

Il avait eu le courage d'agir vigoureusement.

L'inflation à deux chiffres a été brisée, mais le monde est entré en récession. Et les économies surendettées (notamment en Amérique latine) ont été prises au piège de la dette (les taux d'intérêt ont augmenté alors que la récession faisait chuter les prix des exportations).

II Le dilemme monétaire en cas de choc pétrolier

Bernanke, en 2004 (juste avant qu'il ne succède à Greenpan) a déclaré: "**La politique monétaire ne peut pas compenser les effets récessifs et inflationnistes de la hausse des prix du pétrole en même temps. Elle doit choisir**".

La question est donc : comment choisir ?

Il faut peser les inconvénients et les avantages relatifs de chaque option.

1) Laisser l'inflation augmenter afin de protéger la croissance du PIB ?

Cette option ne devrait être envisagée que si la croissance était fortement orientée à la baisse, que le chômage explosait et que l'économie s'éloignait de plus en plus de sa pleine capacité dans un environnement de faible inflation.

Ce n'est pas l'environnement actuel.

Aux États-Unis, le taux de chômage a atteint le niveau record de 3,8 % et les salaires sont en hausse.

En Europe, le taux de chômage est sur une pente descendante et l'inflation est en hausse. Le taux de chômage de l'UE a encore baissé en février 2022. Il a atteint 6,8 % de la population active. Cet indicateur est le plus bas depuis qu'Eurostat a commencé à compiler cette série en avril 1998. En revanche, le taux d'inflation annuel de la zone euro est estimé à 7,5 % en mars 2022, contre 5,9 % en février...

Graphique inflation US euro area plus détail mars euro area

2) Resserrement de la politique monétaire : il est conseillé si l'inflation est devenue un risque sérieux en soi.

C'est le cas aujourd'hui. L'inflation dans la zone euro atteint un taux annuel de 7,5 %, tandis que les taux d'intérêt réels deviennent plus négatifs en termes réels en raison de la politique de la BCE et de l'inflation élevée. La Fed a décidé, à juste titre, de commencer à relever les taux d'intérêt pendant le choc énergétique actuel, mais de manière beaucoup trop progressive.

Jamais la politique monétaire n'a été aussi souple qu'aujourd'hui en termes de taux d'intérêt réels. Lorsque l'inflation apparaît, il faut resserrer la politique monétaire, mais cette fois, les banquiers centraux l'assouplissent.

La question que beaucoup de gens se posent en fin de compte est la suivante : l'inflation n'est-elle pas le remède miracle contre la dette ? Plus l'inflation est importante, plus la charge de la dette en termes réels diminue. C'est ce qui s'est passé après les grands conflits du XXe siècle, au détriment des créanciers.

Pourquoi ne pas envisager une solution similaire aujourd'hui, alors que la capacité des banques centrales à financer la dette publique est devenue massive ?

Face à ce constat, deux remarques s'imposent :

1) Le raisonnement repose sur une inflation illimitée : il faut être prêt à subir une très forte inflation à deux chiffres pour neutraliser une dette sans commune mesure avec celle du passé. Une telle inflation exubérante n'est pas sans risque :

- Les risques sociaux et le développement du populisme, même si les salaires peuvent être protégés par l'inflation, il n'en est pas de même pour les revenus des services ou les revenus financiers. Ainsi, une classe importante de la population (" les plus démunis ") verra la diminution inéluctable de ses revenus).
 - L'horizon d'investissement est brouillé et altéré pour les entrepreneurs dans un contexte inflationniste incertain.
 - Le taux de change baisse avec le développement de l'inflation, ce qui augmente le coût des importations (" inflation importée ").
- 2) L'effet récessif de l'inflation ne doit pas être sous-estimé : la consommation tend à diminuer avec la hausse durable des prix ; les marges des entreprises en forte concurrence sont réduites, l'investissement est atone en raison de l'absence de clarté sur les perspectives d'évolution et la stagflation s'installe...

III La réponse de la BCE : La BCE est hésitante et donne un message ambigu :

"D'abord, nous devons freiner l'assouplissement quantitatif et seulement commencer à augmenter les taux".

Que peut-on attendre à cet égard du dernier conseil des gouverneurs de la BCE de mars 2022 ?

- Le Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP de Covid devrait être terminé fin mars 2022,

- Et les achats d'actifs au titre de l'APP (« Asset Purchase Programme » pourraient être réduits de 30 milliards d'euros par mois à 20 milliards en juin (qui pourrait être le dernier mois des achats nets.).
- Les taux d'intérêt ne seraient relevés que " quelque temps " après la fin des achats du PPA mais sans automaticité et en fonction des conditions macroéconomiques.

Il faut savoir que, compte tenu de l'inflation actuelle (7,5% en mars 2022), les taux d'intérêt réels n'ont jamais été aussi négatifs qu'aujourd'hui. Ainsi, au lieu de resserrer la politique monétaire, nous observons un plus grand relâchement des conditions monétaires en termes réels.

III. La projection de la BCE en matière d'inflation semble plutôt modérée - voir l'illustration

ECB's Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

	March 2022 projections				Adverse scenario				Severe scenario			
	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024		
Real GDP	5.4	3.7	2.8	1.6	5.4	2.5	2.7	2.1	5.4	2.3	2.3	1.9
HICP inflation	2.6	5.1	2.1	1.9	2.6	5.9	2.0	1.6	2.6	7.1	2.7	1.9

Notes: Real GDP figures refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications due to data releases after the cut-off date for the projections.

Source: ECB

Le graphique ci-dessus montre une diminution de l'inflation en 2023-24:

- scénario de la BCE de mars 2022 : de 5,1% en 2022 à 2,1% en 2023 et 1,9% en 2024

- "scénario sévère" de 7,1% en 2022, suivi de 2,7% en 2023 et de 1,9% en 2024.

En d'autres termes, la BCE écarte le scénario de "stagflation" dans lequel la croissance du PIB serait plus faible que prévu et l'inflation plus élevée.

Mais on peut avoir des doutes sur ces prévisions plutôt optimistes de la BCE sur la croissance et l'inflation.

En effet, les prix des matières premières s'envolent (avec la guerre d'Ukraine, mais aussi indépendamment) et les anticipations du marché prennent en compte des hypothèses plus extrêmes que celles de la BCE avec un pétrole à 125 \$ le baril et l'impact d'un effondrement de la demande russe pour les biens de l'UE. La croissance pourrait alors tomber en Europe en dessous des 2,3% prévus dans le "scénario sévère".

Si l'on ajoute l'inévitable "transition énergétique" et le coût de la décarbonisation, il est difficile de prévoir une grande détente des prix de l'énergie dans les années à venir.

*
* *

Vous me demandez peut-être : "si l'inflation et ses effets récessifs sur la croissance augmentent, est-ce le bon moment pour resserrer la politique monétaire ? Le risque est que nous ayons davantage d'effets récessifs".

Ma réponse est la suivante :

- Les taux d'intérêt en termes réels sont dangereusement bas à : -7% - cet assouplissement de la politique monétaire (en raison de l'inflation élevée) crée des distorsions massives :
 - L'investissement (indispensable à la croissance) ne peut être restauré avec une "taxation" aussi sévère de l'épargne. Or, l'investissement est la clé de la réduction de l'écart de production.
 - Les entreprises zombies (laissées en vie à cause de la subvention des taux d'intérêt) réduisent la productivité mondiale.
 - Les bulles immobilières vont continuer à gonfler avec des taux d'intérêt très bas qui rendent les prêts hypothécaires si bon marché.
 - Les rachats d'actions vont continuer à se développer (267 milliards de dollars de rachats à la fin de mars 2021 et maintenant 319 milliards de dollars à la fin de mars 2022).

Donc, la bonne question semble être : "si nous laissons l'inflation monter encore plus haut et autorisons une politique monétaire trop souple, que gagnons-nous ?".

- Pas plus de croissance à long terme : à cause de la "trappe à liquidité" (l'épargne est maintenue liquide puisque les projets à long terme ne rapportent rien) et parce qu'une forte inflation réduit le pouvoir d'achat et donc, la demande. Les conséquences de ce piège à liquidité sont dévastatrices : la préférence des investisseurs - surtout en Europe - pour l'immobilier et les actifs spéculatifs - encourage les bulles et détourne l'investissement productif à long terme.

- Ce que nous obtiendrions, c'est davantage de "mauvaise inflation", celle qui résulte des goulets d'étranglement du côté de l'offre, de la guerre et des chocs sur les prix des produits de base qui se heurtent à une forte hausse de la demande. Cette inflation, si on la laisse se déchaîner, pourrait être dangereuse et alimenter (par l'indexation des salaires) la "spirale" décourageante. En effet, il est difficile d'imaginer que dans un tel environnement inflationniste, les salaires resteront stables en termes nominaux.

À mon avis, la seule réponse possible est donc de faire tout ce qui est en notre pouvoir pour réduire l'inflation et augmenter les taux d'intérêt, qui sont des conditions pour relancer la croissance.

J'ai entendu un banquier central européen dire il y a quelques semaines : "comment des taux d'intérêt plus élevés pourraient-ils réduire le prix du pétrole ?"

Je crois que la question la plus pertinente serait :

"Comment une politique monétaire laxiste (avec des taux d'intérêt réels encore plus bas) pourrait-elle stimuler la demande ?"

La réponse est qu'elle ne le pourrait pas.

- La demande dépend de la confiance et du pouvoir d'achat (qui sont tous deux affectés par l'inflation et la hausse des prix des produits de base).
- En fait, les prix du pétrole auraient tendance à augmenter encore plus si nous laissions nos monnaies se déprécier

(réaction traditionnelle de l'OPEP aux dépréciations des taux de change).

Le moment est donc venu de relever les taux d'intérêt.

Il serait anormal de ne pas le faire alors que les taux réels deviennent négatifs et que les contraintes de capacité (marché du travail) s'aggravent.

A cet argument, certains objectent deux points :

- Une augmentation des taux d'intérêt en termes réels recréerait des spreads plus élevés au détriment de la plupart des pays endettés. Ce serait un défi de taille pour la zone euro.
- En raison de cette fragmentation financière potentielle, certaines dettes publiques seraient difficiles à servir.

Ces considérations ne doivent pas dominer le processus de décision.

En effet, un jour ou l'autre, les différences structurelles en Europe apparaîtront sur les marchés.

La BCE a-t-elle l'obligation d'effacer toute trace de différences de taux d'intérêt d'appréciation des marchés ? Si oui, la banque centrale serait amenée à acheter des titres vulnérables sans aucune limite. Si c'est ce qui est proposé, il serait difficile de le concilier avec le traité de Maastricht car certains États membres mettent davantage l'accent sur la stabilité monétaire (estimant que la BCE ne peut pas monétiser la dette publique).

En outre, une telle décision à durée indéterminée dissuaderait les États membres d'entreprendre des réformes structurelles.

Peut-être, de manière plus convaincante, l'inflation s'accélérait et, par conséquent, l'investissement productif chuterait comme nous l'avons observé au cours des 20 dernières années dans une période de taux d'intérêt très bas. En substance, la politique implicite de l'objection conduit à une combinaison d'inflation élevée et de faible croissance (stagflation). C'est la principale faiblesse de ceux qui prétendent qu'une dette élevée et sans cesse croissante associée à un taux d'intérêt nul est la "baguette magique" pour l'avenir. Ce n'est pas une baguette magique. C'est un piège fatal : les réformes structurelles sont dissuadées et l'investissement productif est découragé par la rémunération insuffisante.

Alors, que faire ?

Si l'idée est de donner des chèques à l'ensemble des acteurs économiques afin d'abolir tous les effets de l'inflation, nous serions condamnés à une spirale sans fin de forte inflation. L'histoire nous a enseigné le prix social et politique d'une telle politique. La raison nous appelle à traiter ces questions de manière plus constructive : réduire les déficits publics excessifs, rétablir la rémunération de l'investissement productif, inciter au travail plus qu'à la redistribution et ne pas accepter l'enchaînement fatal du déclin.

L'Europe bénéficie d'un important surplus d'épargne. Au lieu de laisser cette épargne s'écouler hors de l'Union européenne, il s'agirait de faire travailler cet argent au sein de l'Europe.

Permettez-moi maintenant d'aborder une question intrigante : Pourquoi la politique monétaire est-elle allée si loin et si profondément dans la sur-accommodation ?

Je vois trois raisons principales :

1. Une énigme intellectuelle

Nos "leaders" monétaires ont sous-estimé les conséquences négatives de politiques monétaires systématiquement accommodantes.

Récemment, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a déclaré qu'il croyait toujours qu'il n'y avait pas de lien entre l'inflation et la masse monétaire.

Dans son rapport de politique monétaire au Congrès en février 2021, on peut lire : "la croissance de M2 n'a pas vraiment d'implications importantes pour les perspectives économiques" : Mais depuis, le taux d'inflation annuel a grimpé à 7,5% contre 1,7%....

Cependant, M. Powell n'a toujours pas changé d'avis. Dans un témoignage au Congrès en décembre 2021, il a soutenu que le lien entre la monnaie et l'inflation a pris fin il y a environ 40 ans. (!)

Avec un tel état d'esprit, on peut comprendre que le M2 américain augmente à un rythme record (39,9% de croissance cumulée depuis février 2020).

Et, néanmoins, l'inflation prédite (sur la base de l'évolution de M2) a toujours été rigoureusement correcte.

Il y a donc un biais intellectuel contre la reconnaissance d'un quelconque lien entre création monétaire et inflation, ce qui est étrange compte tenu de la force de la corrélation observée depuis des siècles et de la politique visant à atteindre 2% d'inflation par la création monétaire.

2. La deuxième raison est liée à la confiance mécanique dans l'objectif d'inflation de 2 %.

Un objectif d'inflation est censé protéger le système contre les hausses de prix excessives ou la déflation, mais pas rechercher un niveau de prix artificiel supérieur à celui qui résulte des forces du marché.

Le problème de l'objectif de 2% est que l'équilibre de l'époque était en fait atteint, pour des raisons structurelles, avec un taux d'inflation d'environ 1%. C'était l'ordre de grandeur qui permettait d'éviter aussi bien la déflation que l'inflation excessive.

Mais au lieu de laisser fonctionner l'inflation de 1%, les Banques Centrales voulaient, à tout prix, faire passer l'inflation de 1% à 2%. Cette vision erronée a conduit les Banques Centrales à gonfler massivement et inutilement la création monétaire. Le prétexte était : "nous n'avons pas encore atteint le sacro-saint objectif de 2%" (en dépit du fait que ce chiffre de 2% était artificiel et que même s'il avait été atteint, il n'aurait pas garanti une prospérité optimale).

Le danger de la déflation a été exagéré, tandis que les dangers de taux d'intérêt trop bas ont été complètement sous-estimés.

3. La troisième raison est qu'aujourd'hui, les banquiers centraux veulent être "populaires".

Une Banque centrale devrait être préoccupée par la nécessité de maintenir la stabilité de la monnaie et de lutter contre le plus grand mal de tous : l'inflation.

Mais de nos jours, les banquiers centraux aiment être considérés comme populaires :

- une politique de stimulation monétaire continue est, en soi, absurde. Mais les gens l'apprécient, et cela rend les gouvernements emprunteurs heureux ;

- Les banquiers centraux ont tendance à multiplier leurs objectifs : initiatives vertes, inclusion sociale...

L'existence d'objectifs aussi divers et éventuellement incompatibles tend à affaiblir et à diluer l'objectif principal d'une Banque Centrale qui est la stabilité monétaire.

*
* *

J'aimerais partager avec vous une observation.

Des taux d'intérêt trop bas - comme ceux que nous connaissons en Europe depuis 10 ans - sont en réalité extrêmement dangereux.

- Ils poussent l'épargne vers les liquidités et la dissuadent de financer des investissements productifs à long terme (la trappe à liquidité).

- Ils favorisent la survie des entreprises zombies,
- Ils affaiblissent le système bancaire et financier.

Mais ni la Fed ni la Banque d'Angleterre n'ont permis aux taux d'intérêt nominaux d'entrer en territoire négatif. La BCE l'a fait. Ceci est la manifestation d'un manque de compréhension. En effet, les banquiers centraux devraient savoir que l'investissement productif - qui dépend de la rémunération - a chuté au cours des 20 dernières années, menaçant ainsi notre croissance future. Les taux négatifs ne sont donc pas favorables à l'investissement. Ou le contraire.

La BCE doit apprendre de ses erreurs. En 2017, elle a raté l'occasion de se retirer de la politique monétaire ultra-accommodante (*ultra-loose*) alors que la conjoncture l'aurait rendu facile.

5 ans plus tard, rien ne justifie les hésitations. Si la BCE continue de déroger, elle devra prendre des mesures beaucoup plus strictes plus tard. Si et quand l'inflation deviendra complètement incontrôlable.

*
* *

En conclusion, le fait que la BCE ait décidé d'acheter - et de monétiser - plus de l'équivalent de 70% du PIB de l'UE, donne une idée de l'ampleur de l'explosion de la création monétaire au cours des 8 dernières années.

Les résultats d'une politique aussi inégalée ne peuvent être que problématiques.

- C'est une manière de nationaliser "de facto" l'économie :
- Elle déplace la Banque centrale dans le domaine fiscal et dans le financement du Trésor :
- La substitution d'un organisme public aux forces du marché dans la détermination des taux d'intérêt est un changement majeur dans notre supposée "économie de marché".

&&

&

La lutte contre l'inflation est un exercice exigeant. Il requiert une vision et du courage.

La Fed semble agir pour resserrer sa politique monétaire. Mais est-ce bien le cas ?

Si la Fed était vraiment déterminée à lutter contre l'inflation, elle se comporterait comme elle l'a fait dans les années 80 et 90 et augmenterait le taux des Fed Funds à 9% afin d'atteindre des taux positifs. Comme cela n'est pas envisagé, la Fed ne peut pas être considérée comme luttant réellement contre l'inflation :

- Les taux d'intérêt réels négatifs vont continuer (ce qui va poursuivre l'explosion de la dette).
- L'inflation ne baissera pas

- L'économie souffrira en termes de croissance à cause de l'inflation bien plus qu'à cause de hausses plus importantes mais limitées des taux d'intérêt.
- Pour les investisseurs, les actifs réels resteront une bonne couverture contre l'inflation.

*
* *
*

J. de Larosière

Avril 2022