



L'Economiste

Comprendre l'économie

Bulletin Economique

LA FUITE EN AVANT DES POLITIQUES MONETAIRES MONDIALES

"Analyse économique"

-2 Mars 2015-

L'ECONOMISTE

France

Tel: +33.(6).98.70.49.15 - Fax: +33.(8).26.99.74.01 - Email: contact@leconomiste.eu

www.leconomiste.eu

- ANALYSE ECONOMIQUE -

Face à la crise globale, les grandes banques centrales mondiales se sont lancées dans des politiques monétaires détonnant fortement des stratégies liées à une conjoncture traditionnelle. Initialement destinées à être transitoires, ces politiques tendent à s'installer dans le panorama économique mondial et ce, malgré des résultats économiques décevants et des risques élevés.

MECANISMES SOUS-JACENTS

Globalement, les pays touchés par la crise globale ont développé la même stratégie initiale. En effet, pour limiter l'ampleur et la durée des effets de la crise, les Etats lancent des politiques de soutien à l'activité. Cette stratégie consiste en la combinaison d'une politique budgétaire¹ expansionniste et d'une politique monétaire² accommodante. Sur le plan budgétaire, l'idée consiste à accroître les dépenses publiques afin de réaliser des investissements publics massifs, de soutenir le pouvoir d'achat des ménages et l'activité des entreprises privées. Sur le plan monétaire, les banques centrales³ des principales économies ont diminué le niveau des taux d'intérêts afin que les agents économiques (ménages, entreprises, investisseurs) puissent se financer à bas coût grâce au crédit bancaire. L'objectif étant de soutenir l'activité économique en incitant les agents économiques à dépenser aujourd'hui plutôt que de reporter leurs décisions de consommation et d'investissement dans le futur, afin d'éviter l'amplification de la crise.

Ensuite, les stratégies économiques ont progressivement été de plus en plus contraintes. En effet, les politiques budgétaires expansionnistes ont certes participé à soutenir l'activité au plus fort de la crise, mais elles se sont révélées insuffisantes pour stimuler suffisamment la croissance économique et ainsi générer des recettes fiscales susceptibles de contrebalancer les dépenses publiques engagées. De plus, la crise globale faisait suite à plusieurs années, voire plusieurs décennies, de laxisme budgétaire. Autrement dit, les finances publiques de nombreux pays étaient déjà largement dégradées avant même le déclenchement de la crise. Dès lors, au-delà du soutien temporaire à l'activité, les politiques budgétaires menées ont aussi largement contribué à accroître la dette publique des Etats du fait de l'accumulation de déficits budgétaires importants⁴. Par conséquent, de nombreux pays, notamment en Europe et en Zone euro, ont dû cesser ou diminuer leur soutien budgétaire à l'économie pour éviter une défiance des marchés financiers qui aurait conduit à une dégradation des conditions de financement pouvant devenir prohibitives comme ce fut le cas en Grèce par exemple.

Dans un contexte budgétaire contraint, le poids de la résolution de la crise s'est reporté sur la politique monétaire. Malgré des situations et des contextes différents, et même si la Zone euro renvoie à l'ensemble économique où la contrainte budgétaire est la plus prononcée, ce sont tous les pays industrialisés qui sont concernés : Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, etc. Dès lors, malgré des formes, des ampleurs et des rythmes différents, les banques centrales de toutes les économies développées ont développé des mesures dites "d'assouplissement monétaire" très actives consistant à diminuer les taux d'intérêts à des niveaux très proches de zéro afin que les agents économiques puissent bénéficier de conditions de financement favorables. Au-delà de la volonté de soutien à l'activité, ces politiques visent également à éviter un blocage monétaire et une raréfaction ou un assèchement du crédit, et ainsi éviter que l'économie se bloque⁵.

Les banques centrales ont également développé des mesures non conventionnelles. En effet, constatant que la baisse des taux d'intérêts (mesure conventionnelle) était insuffisante, voire inefficace, pour relancer la croissance économique et donc l'emploi, les banques centrales ont développé des mesures monétaires "non conventionnelles" ouvrant des perspectives inconnues.

¹ Politique s'appuyant sur le budget de l'Etat pour agir sur l'activité *via* les recettes fiscales (prélèvements obligatoires, impôts, taxes) et les dépenses publiques (Etat collectivités locales, dépenses sociales).

² Politique visant à agir sur l'activité économique par l'intermédiaire, notamment, de la monnaie en circulation et du taux d'intérêt.

³ Banques situées au sommet de la hiérarchie du système bancaire et qui exerce un rôle essentiel dans la conduite de la politique monétaire des Etats.

⁴ La dette publique correspond à l'accumulation des déficits budgétaires antérieurs.

⁵ L'activité de crédit est vitale pour qu'une économie se développe sans quoi les ménages ne peuvent pas consommer et les entreprises ne peuvent pas investir plus que leurs moyens (épargne, autofinancement).

POLITIQUES MONETAIRES NON CONVENTIONNELLES

La principale mesure non conventionnelle est le *Quantitative-Easing (QE)*. Le *Quantitative Easing* (ou "assouplissement quantitatif" en français) n'est pas le seul type de mesures mis en place par les banques centrales mais c'est celle dont les conséquences sont les plus importantes. En substance, le QE est un instrument monétaire consistant en l'achat massif d'actifs financiers (actions, obligations, titres hypothécaires...) par les banques centrales. En d'autres termes, les banques centrales achètent tous les mois pour plusieurs milliards (de dollars, de yens, de livres sterling, d'euros, etc.) de titres émis sur les marchés financiers. En pratique, le QE se traduit d'une part, par l'acquisition au bilan des banques centrales des actifs financiers achetés et d'autre part, par la mise à la disposition de très importantes sommes d'argent aux institutions financières ou aux Etats qui émettent ces titres. Le QE renvoie donc à l'accroissement de la quantité de monnaie disponible et à l'achat de dettes nationales par les banques centrales.

L'importance et la nature des QE développés diffèrent selon les banques centrales. Les principales banques centrales ayant développé cette stratégie monétaire sont la *Bank of Japan* (BoJ - Japon), la *Federal Reserve* (Fed - Etats-Unis), la *Bank of England* (BoE - Grande-Bretagne) et enfin la Banque Centrale Européenne (BCE - Zone euro). Parmi elles, les plus actives sont la Fed et la BoJ qui ont chacune déversé plusieurs milliers de milliards de dollars dans le système financier. A titre d'exemple, à elle seule, la Banque centrale américaine a déjà injecté près de 3'700 milliards de dollars en l'espace six ans. En ce qui concerne la BCE, malgré une évolution significative récente, son action sur les marchés financiers est encore modeste au regard des sommes injectées par les banques centrales américaine et japonaise et ses interventions sont ciblées sur des titres précis. Enfin, la BoE a quant à elle injecté d'importants volumes de liquidités dans le système mais de façon plus modeste que les autres grandes banques centrales au regard de la taille de son économie nationale.

OBJECTIFS DES POLITIQUES MONETAIRES NON CONVENTIONNELLES

Malgré des différences, toutes ces politiques de *Quantitative Easing* visent le même objectif de "premier rang". Un objectif de premier rang renvoie à l'objectif stratégique à long terme. Il est atteint grâce à la réalisation de plusieurs objectifs intermédiaires de second rang. Dans le cas présent, les banques centrales ont des objectifs de second rang différents selon les situations économiques particulières et les stratégies adoptées :

- 1) aux Etats-Unis, l'objectif de second rang est le soutien aux marchés financiers afin que ces derniers génèrent un effet-richeesse⁶ ;
- 2) le Japon cherche à dévaloriser la valeur de sa monnaie afin de stimuler ses exportations et renchérir le coût de ses importations et ainsi lutter contre la déflation qui mine le pays ;
- 3) la Grande-Bretagne cherche d'une part, à soutenir sa consommation *via* l'octroi de crédit et, d'autre part, à soutenir les exportations en affaiblissant la valeur de la livre sterling.
- 4) Enfin en Zone euro, les objectifs de second rang sont contraints par la nature de la BCE. En effet, son mandat, c'est-à-dire l'objectif qui lui est assigné dans les traités européens, lui interdit d'intervenir directement sur les marchés pour acheter la dette des Etats. Son seul objectif est la maîtrise de l'inflation⁷ à un niveau "*proche mais inférieur à 2% par an*". En outre, la diversité des situations économiques des pays formant la Zone euro complexifie la tâche de la BCE où une action bénéfique pour un pays peut s'avérer néfaste pour un autre. Dès lors, son objectif de second rang est de soutenir le niveau général des prix afin d'éviter que la Zone euro n'entre dans un processus de déflation⁸ pouvant mener à la récession⁹.

Mais dans tous les cas, l'objectif de premier rang reste le même : permettre à cet afflux de liquidités dans le système financier de se transmettre à l'économie "réelle" afin de générer une croissance économique suffisante pour répondre aux enjeux structurels (emploi, dette, etc.).

⁶ Les entreprises américaines se financent essentiellement sur les marchés financiers et l'épargne individuelle des américains est très largement placée sur les marchés financiers : si les marchés augmentent, alors la valorisation des entreprises s'en trouvera améliorée (ce qui les poussera à investir) et la valeur des portefeuilles financiers des ménages augmentera aussi (ce qui les incitera à consommer).

⁷ Hausse continue, plus ou moins rapide, et auto-entretenu du niveau général des prix.

⁸ Processus de baisse cumulative du niveau général des prix.

⁹ Diminution de la production entraînant la baisse des revenus des ménages, des entreprises et des Etats.

PERMANENCE DES POLITIQUES MONÉTAIRES ACCOMODANTES

Le résultat des stratégies monétaires des différentes banques centrales s'avère décevant. En effet, alors que tous ces programmes ambitionnaient de pouvoir stimuler rapidement la croissance économique des pays concernés, les effets escomptés sont en-deçà des attentes. La Zone euro connaît une croissance économique atone quand celle du Japon est à peine supérieure à 0%. Seuls les Etats-Unis et le Royaume-Uni connaissent des taux de croissance significatifs d'environ +2,5% en 2014. Toutefois, ces performances sont étroitement liées aux politiques monétaires accommodantes, ce qui souligne le caractère artificiel de cette reprise fondée avant tout sur un afflux massif de liquidités et non sur un accroissement de la production.

De plus, les banques centrales peuvent difficilement restreindre leurs politiques monétaires accommodantes. En effet, chaque déclaration ou action des banques centrales indiquant un ralentissement des QE ou une éventuelle hausse des taux d'intérêts engendre systématiquement des tensions sur les marchés financiers et sur l'économie dite "réelle". Effectivement, les agents économiques (investisseurs, entreprises, ménages) traduisent immédiatement ces annonces comme un moindre soutien à l'économie et revoient donc à la baisse leurs projections futures. Dès lors, les banques centrales ont beaucoup de mal à modifier leur stratégie sans prendre le risque de faire rechuter l'activité économique et d'engendrer une crise financière.

Dès lors, initialement prévues pour être transitoires, les politiques monétaires non conventionnelles deviennent la norme. L'exemple le plus emblématique est celui des Etats-Unis qui ont renouvelé trois fois leur programme de rachat d'actifs tant la fin des programmes conduisait à des tensions économiques et financières. Les Etats-Unis s'orientent néanmoins progressivement vers une politique monétaire plus restrictive dont la réussite ou non déterminera les performances économiques 2015. Au final, les économies des pays concernés s'apparentent à de grands malades sous perfusion dont la maladie est le manque de dynamisme économique et la perfusion un afflux permanent de liquidités toujours plus important.

CONSEQUENCES ECONOMIQUES

Contrairement aux attentes, la politique monétaire ne s'est pas transmise à l'économie. L'encours de crédit, c'est-à-dire la somme des crédits alloués aux ménages et aux entreprises, ne s'est pas accrue autant que les liquidités injectées ; et la dynamique économique espérée ne s'est pas enclenchée. Seuls les marchés financiers ont été le réceptacle des liquidités mises à disposition, ce qui contribue au gonflement du prix des actifs mobiliers (actions et obligations) et immobiliers bien au-delà de leur valorisation réelle. Ainsi, si la politique monétaire n'a pas bénéficié à l'économie, elle a permis le regain de performance des marchés financiers.

Les politiques monétaires ont par ailleurs conduit à un dérèglement des mécanismes de marché. En effet, le rôle des marchés est d'allouer les ressources en fonction des besoins des agents, des risques encourus et des rendements espérés. Pour ce faire, deux "prix" sont fondamentaux : le taux d'intérêt et le taux de change entre les monnaies qui sont nécessaires pour évaluer la valeur des projets et accéder au capital. Or, les politiques monétaires expansionnistes (taux d'intérêts proches de zéro et QE) ont profondément biaisé ces deux prix.

Dans le cas du taux d'intérêt, celui-ci est si bas qu'il ne prend plus correctement en compte le risque : des projets non-rentables ou risqués peuvent ainsi être financés car les liquidités sont telles et si peu chères sur les marchés qu'elles doivent absolument trouver un réceptacle pour se placer même si le projet est non rentable et si l'actif qui reçoit ces liquidités est dangereux.

Dans le cas des taux de changes, les politiques de *Quantitative Easing* mènent à des manipulations monétaires. En effet, le taux de change permet d'exprimer le prix d'une monnaie par rapport aux autres. Or, dans le cas présent l'injection monétaire dans les économies nationales entraîne des "dévaluations compétitives", c'est-à-dire la diminution de la valeur de sa monnaie (comme le volume de monnaie disponible est élevé, le prix est faible), afin de gagner en compétitivité car lorsqu'une monnaie est faible, ses exportations vers les pays à devises plus fortes sont favorisées par rapport aux importations en provenance de ces mêmes pays. Dans ce cadre, il devient très difficile d'arbitrer entre les monnaies en fonction de leur valeur intrinsèque comme cette dernière ne répond plus à des fondamentaux basés sur l'offre et la demande mais sur des manipulations politiques et de court terme.

RISQUES ECONOMIQUES

A court terme, le risque peut être une dégradation de l'activité économique. Les agents économiques constatent un environnement de taux d'intérêt favorable et adaptent ainsi leurs décisions économiques. Ils arbitrent donc en faveur du présent plutôt que du futur en matière de dépenses et d'investissement, participant ainsi à la reprise économique de certains pays ou à empêcher certains de sombrer dans la récession. Toutefois, si les agents économiques anticipent un revirement, même partiel, de cette stratégie monétaire qui ferait ainsi remonter les taux d'intérêts, ils pourraient alors reporter leurs décisions d'investissement et de consommation et stopper la reprise économique de certains pays et freiner davantage l'activité dans d'autres.

A moyen terme, le risque est de recréer les conditions favorables à une bulle financière. Le concept de bulle réfère à l'idée selon laquelle le prix d'un actif n'est plus corrélé à sa valeur intrinsèque réelle. Une bulle se forme lorsque les investisseurs anticipent que l'environnement économique est favorable à l'appréciation d'un actif. Dès lors, ils veulent bénéficier de cette hausse en achetant l'actif en question, ce qui participe à faire augmenter le prix de cet actif, et donc à augmenter l'attrait pour cet actif, enclenchant ainsi un cercle auto-entretenu. Il y a donc un comportement moutonnier auto-renforçant. La bulle explose lorsque les anticipations s'inversent ou quand le prix chute brutalement et fortement. Dans ce cas, tout le monde vend pour ne pas subir la perte engendrée par la diminution du prix d'actif. De plus, l'achat massif d'obligations d'Etat tire les rendements des obligations à la baisse. Ainsi, les investisseurs cherchent des rendements plus élevés ("*reach for yield*") et se tournent donc naturellement vers des actifs mieux rémunérés mais plus risqués comme des "*Junk bonds*" (obligations pourries). Dans le cas présent, la chute serait à la hauteur des sommes colossales injectées dans le système financier, c'est-à-dire : Historique.

A long terme, le risque est que l'injection massive de liquidités entraîne une inflation incontrôlable. Actuellement, le niveau d'activité économique n'est pas suffisant pour engendrer une inflation forte. Certaines zones comme la Zone euro ou le Japon font même face à un risque de déflation. Dès lors, l'injection de liquidité n'entraîne pas de risque inflationniste à court terme. Néanmoins, à plus long terme, si l'activité économique venait à se stabiliser et que la reprise économique vienne à se généraliser, alors les injections passées et successives de liquidités se traduiraient par une hausse potentiellement très importante de l'inflation. Les ménages verraient alors leur pouvoir d'achat se contracter fortement avec tous les effets en chaîne que cela suppose. Un tel déséquilibre est très difficilement contrôlable une fois que le processus est enclenché. En effet, pour prendre une vision imagée très connue en économie, c'est comme si on cherchait à faire rentrer le dentifrice qui serait brutalement sorti de son tube.

Les seuls bénéficiaires de la stratégie monétaire expansionniste développée par les grandes banques centrales sont les institutions financières qui peuvent accéder à de l'argent à faible coût pour investir sur les marchés. La pratique prolongée de politique monétaire accommodante a conduit à un dérèglement profond des marchés et à une accumulation de risques. Un des corollaires de cette stratégie monétaire est l'accumulation de dettes publiques car les Etats bénéficient également largement de cette situation en drainant les liquidités vers les obligations souveraines (notamment *via* les assurances-vie) leur permettant ainsi de se financer à des taux d'intérêts bien en-deçà de ce que leurs fondamentaux économiques impliqueraient en temps normal. Au final, les économies des pays développés s'apparentent à des pays sous perfusion monétaire, à laquelle vient souvent s'ajouter une perfusion de dépenses publiques : les Etats se droguent à la monnaie et à la dépense publique, et comme toute drogue il y a accoutumance, rendant le sevrage nécessaire mais très difficile, voire douloureux. La survalorisation des marchés appelle donc une correction entraînant deux questions : (1) quand interviendra-t-elle et, (2) est-ce que la bulle se dégonflera progressivement ou éclatera brutalement ? En outre, le temps "acheté" par cette stratégie n'a pas été mis à profit pour développer des réformes économiques structurelles permettant de générer une croissance économique dynamique, pérenne et autonome des politiques monétaires. Dans ce cadre, les autorités sont confrontées à un dilemme : soit la politique monétaire accommodante s'arrête au risque de faire rechuter l'activité économique et d'engendrer une crise financière ; soit elle continue, voire s'amplifie, en prenant le risque d'accroître une bulle financière et d'entraîner à terme une inflation incontrôlable. A ce titre, un célèbre économiste spécialisé sur les questions monétaires, Milton Friedman, disait : « *L'inflation est comme l'alcoolisme. Lorsqu'un homme se livre à une beuverie, le soir même cela lui fait du bien. Ce n'est que le lendemain qu'il se sent mal* ».