

Les conséquences à long terme des politiques monétaires actuelles

26/01/2022

Par Camille Barbier, directeur général délégué et directeur des gestions d'Apicil AM

Alors que les marchés connaissent des difficultés et que le commentaire de la Fed est attendu par toute la planète finance, retour sur la manière dont les politiques monétaires des derniers mois affectent la sphère économique à long terme.



Les politiques monétaires et budgétaires adoptées en pleine pandémie ont permis d'amortir le choc économique et de laisser le temps aux chercheurs de développer des vaccins contre le Covid 19. Même les économistes les plus orthodoxes en matière financière ont dû le reconnaître et ont été priés de revoir leurs modèles. Plus important, la perception même des priorités sort chamboulée par les réponses qui ont été apportées pour parer à la crise économique. Quel décideur politique peut prétendre désormais qu'il n'y a plus d'argent pour régler tel ou tel problème ? De quel poids pèse l'objectif de réduction des déficits quand il y a encore tellement d'urgences à régler sur le plan social ou sociétal ? La pandémie a permis d'ouvrir en grand la boîte de Pandore des déficits et de faire tomber le voile d'une réalité qui était encore masquée pour la plupart des citoyens : il n'y a pas de limite à la création monétaire.

Depuis 1971 et la fin des accords de Bretton Woods, la création de monnaie n'a plus de contrepartie matérielle. Nous sommes dans un système de « fiat monnaie » (1), c'est-à-dire un système où les caractéristiques de la monnaie (nom, statut, quantités) dépendent uniquement du bon vouloir du pouvoir central. Pour faire bonne figure et éviter les dérives du passé, le système mis en place au cours de la seconde moitié du XXe siècle a d'abord cherché à diviser les responsabilités relatives à la création de la monnaie. Les Etats ont donc très progressivement instauré des sortes d'autorités administratives indépendantes, les banques centrales, chargées de la création monétaire. L'indépendance de la Banque de France n'a ainsi été actée qu'en 1994. Jusqu'à la mise en place des politiques d'achats d'actifs par le Japon en 2001 et la FED en 2008, la création

monétaire des banques centrales était principalement réalisée de manière indirecte via la fixation des taux de refinancement des banques commerciales auprès de la banque centrale. Ce sont les banques commerciales qui restent en première ligne, via le canal du crédit. Le système semblait avoir trouvé son équilibre. D'un côté, la croissance économique n'était pas bridée par une création monétaire uniquement basée sur la quantité d'or disponible. De l'autre, la tentation de laisser filer la quantité de papier monnaie était contre-carrée par l'existence d'une banque centrale indépendante dont l'objectif statutaire est de maintenir la valeur de la monnaie.

Equilibre instable

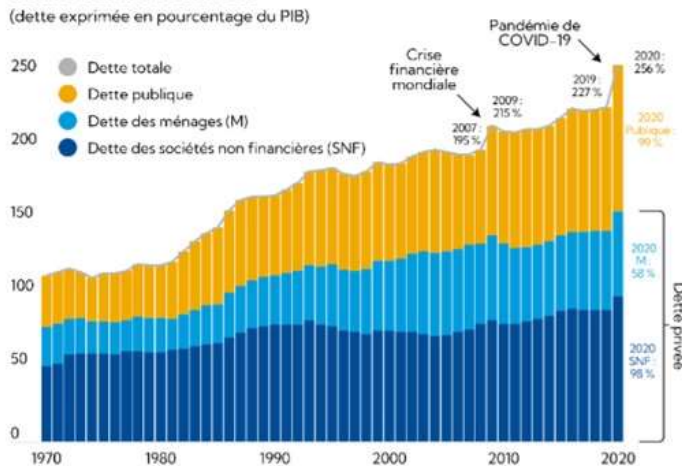
Cependant loin d'être un équilibre stable, le système monétaire actuel s'analyse davantage comme un équilibre instable. Il est soumis à des pressions constantes à la fois de la part des agents privés et de la part des agents publics, dont l'intérêt à court terme est de s'assurer un accès facile au crédit. Les crises financières qui se sont succédé au XXI^e siècle et la crise sanitaire actuelle ont fini de saper l'illusion d'un système en équilibre. Les Etats ont eu recours à la solution la plus rapide qui s'offrait à eux pour assurer la cohésion et la stabilité de la société, faire du déficit. Mis devant le fait accompli ou complice (chacun se fera son avis), les banques centrales n'ont eu d'autres choix que de suivre et de financer ces déficits. D'abord timidement, on se rappelle la précaution d'Alan Greenspan à remonter les taux de la Fed au début des années 2000, puis de manière volontaire à partir de la crise financière de 2008 et enfin de manière complètement libérée avec le Covid-19.

En 2020, tous les records de dettes ont été battus. Selon le FMI, la dette mondiale a atteint un montant de 226.000 milliards de dollars, soit une augmentation de 28 points en 2020 pour atteindre 256% du PIB mondial, en majorité imputable à la hausse des emprunts émis par les Etats. Le ratio de la dette publique mondiale a bondi à un niveau record de 99% du PIB mondial. Cette augmentation de la dette publique concerne principalement les pays avancés où la dette publique est passée d'environ 70% du PIB en 2007 à 124% du PIB en 2020.

Records historiques

En 2020, la dette mondiale a connu la plus forte augmentation des 50 dernières années.

(dette exprimée en pourcentage du PIB)



Sources : base de données du FMI sur la dette mondiale ; calculs des services du FMI.
Note : Les ratios estimés de la dette mondiale sur le PIB sont pondérés en fonction du PIB de chaque pays exprimé en dollars.

IMF

Ces chiffres ne font cependant plus peur à personne. Déjà avant la crise sanitaire, seuls quelques experts ennuyeux rappelaient que cette «orgie» d'endettement devait cesser. Désormais, grâce à «l'argent magique» des banques centrales, avoir un discours sur le désendettement est devenu inaudible. Comment donner tort aux

théoriciens de l'endettement qui ne cessent de nous égrainer tous les avantages à s'endetter grâce à cette corne d'abondance qu'est l'argent des banques centrales.

Cap sur la dette ?

Citons pêle-mêle certains de leurs arguments. Tout d'abord, une banque centrale ne saurait faire faillite, puisque c'est elle qui crée la monnaie ! L'insoutenabilité des dettes des Etats ? Rien à craindre non plus ! Du fait de la baisse des taux d'intérêt, la charge de la dette des Etats des pays développés n'a jamais été aussi faible. Prenons le cas de la France. Selon le Projet de loi de finances 2022, la charge de la dette devrait rester proche de son plus bas niveau atteint en 2021 à 36 milliards d'euros. Ainsi en 2022, la charge de la dette publique sera inférieure de 8 milliards d'euros au montant de la charge payée en 2012 lorsque la dette publique représentait 90% du PIB contre 116% aujourd'hui. Dès lors pourquoi vouloir se désendetter, puisque plus on s'endette, plus les taux d'intérêt baisse... De plus, selon les thuriféraires de la dette, l'inflation qui semble revenir va permettre de réduire les ratios d'endettement grâce à la hausse en valeur du PIB.

Pourtant toute personne raisonnable, sent bien confusément qu'il y a quelque chose qui cloche au pays de l'argent magique. Si la formule actuelle était la réponse définitive aux crises pourquoi n'est-elle pas apparue plus tôt ? La réponse est que cette tentation de fuite en avant par l'endettement est vieille comme le monde, simplement elle prend aujourd'hui un tour plus sophistiqué qui nous fait croire que cette fois, c'est différent. Même si le sens commun nous alerte sur le recourt trop systématique à la création monétaire pour régler les difficultés, le niveau d'acceptation social est encore très élevé même si le développement de réserves de valeurs d'un genre nouveau comme les cryptomonnaies, les NFT et autres cryptoactifs alertent sur le début d'une défiance. Même constat pour l'immobilier et les actions. Cette inflation du prix des actifs réels est nourrie par l'abondance de liquidité de sorte que l'on peut même inverser le point de vue et considérer que ce ne sont pas le prix des actifs réels qui montent mais plutôt la valeur de la monnaie qui baisse.

Inégalités patrimoniales

La hausse du prix des actifs réels a des conséquences directes sur la répartition des patrimoines. La société ne forme pas un tout uniforme et la politique monétaire n'impacte pas tous les agents économiques de la même façon. Prenons l'exemple des ménages. Ceux-ci peuvent être caractérisés par leur propension à consommer. Plus votre propension à consommer est faible, plus votre taux d'épargne est élevé et plus vous aurez la capacité d'investir en immobilier, actions, cryptoactifs et ainsi de profiter de la hausse des prix permises par les politiques monétaires généreuses. A l'inverse, plus votre propension à consommer est forte, moins vous pourrez épargner et donc vous enrichir. La situation est même pire en réalité puisque la hausse des prix de l'immobilier entraînant à sa suite la hausse des loyers, c'est le pouvoir d'achat même des ménages modestes qui est entamé par la hausse des prix des actifs. On peut rétorquer - et on aura partiellement raison - que les déficits publics financés par les politiques monétaires ont justement pour objectif d'assurer le maintien du pouvoir d'achat des ménages modestes en phase de crise. Pourtant, à l'heure de faire les comptes, ce sont bien les ménages aisés qui profitent le plus - et de loin - de la politique d'argent facile grâce à la progression en valeur de leur patrimoine. Le maintien d'un écart de revenus globalement stable ces dernières années masque en réalité une augmentation très forte des inégalités de patrimoine.

Pourtant, le véritable prix de l'expansion monétaire n'est pas à chercher au sein des pays développés, mais plutôt dans les pays émergents. Devant caller leurs politiques monétaires sur celles des pays développés, les banques

centrales des pays émergents ne peuvent suivre les banques centrales des pays riches dans leurs excès de création monétaire sous peine de voir leur inflation s'envoler et leur devise dévisser.

La politique d'expansion monétaire reste l'apanage des pays riches à devise forte, ou autrement dit, seuls les pays riches peuvent se permettre de jouer avec leur monnaie, pas les pays pauvres. En augmentant démesurément leur masse monétaire tandis que leur devise reste stable, les pays riches s'accaparent du patrimoine sur le dos des populations des pays pauvres, augmentant encore les inégalités de richesse entre pays développés et pays en développement. Ainsi, le même clivage que l'on trouve chez nous entre ménages riches et ménages pauvres se retrouve à plus grande échelle entre pays riches et pays pauvres.

(1) Du latin « *fiat* » : « que cela soit ainsi ».