

C'est une révolution monétaire ? Non un simple ajustement attentiste

Des options des banques centrales qui peuvent sembler divergentes

La fin de l'année 2016 est marquée sur le plan économique par le retour à la gestion monétaire des banques centrales. Les conséquences des bouleversements politiques de l'année 2016 - notamment le Brexit et la présidentielle américaine - ont été autant que possible prises en compte par les grands argentiers. Celles qui se dessinent pour 2017 – Pays-Bas, France Allemagne, sans doute Espagne et Italie – sont anticipées dans une certaine mesure. Au-delà d'un vrai changement de donne à venir pour les finances publiques des grandes zones, en particulier aux États-Unis et en Europe, le tournant monétaire qui s'appuie aujourd'hui sur les analyses des gestions non conventionnelles, peut sembler conduire à des options divergentes.

L'effet marginal des injections monétaires s'estompe : « la normalisation » est un objectif logique

L'ajustement quantitatif – le fameux QE pour Quantitative Easing – est en place aux États-Unis depuis plus de six ans. La Réserve Fédérale a suivi en quelque sorte la politique de fuite en avant du Japon depuis 2001, qui avait été répliquée au

Royaume-Uni dès 2008. La mesure de ces injections monétaires par des rachats de créances ou d'actifs au système bancaire est le total du bilan de l'institut d'émission. Les débats théoriques sur l'apport de croissance de ce traitement par la création de monnaie de l'excès de dette mis en évidence par la crise des subprime n'ont pas forcément de pertinence. Il fallait sauver le système bancaire mondial. Ensuite, les banquiers centraux font le job quand ils attribuent à leur politique des points de croissance en plus dans un cycle (États-Unis) ou pour éviter une récession (Japon, zone euro).

Le constat est en tout cas chiffré : les trois grandes banques centrales des pays développés - la Fed, la BCE et la BoJ – affichent à leur actif des créances qui représentent 39 % des produits bruts cumulés de leurs zones économiques. La financiarisation de l'économie est dans le même temps menée au moins aussi activement dans l'économie du pays totalitaire qu'est la Chine, au travers quasi exclusivement de concours publics et parapublics. Les crédits distribués par les banques chinoises en un an atteignent 44 % du produit intérieur brut. La dette totale en Chine dépasse ainsi 2,8 fois le PIB.

Derrière les chiffres, la fin de cette financiarisation sans croissance forte au rendez-vous se dessine. C'est la fameuse recherche de la normalisation des politiques monétaires. On imagine bien qu'il n'y a pas grand-chose à espérer de « normalité » de la part de la Chine et que le reste de la classe des émergents est comme ballotté

au rythme des évolutions des pays développés et de leurs politiques budgétaires, monétaires ou de change.

Reste un constat aussi intuitif que démontrable en manipulant les différents agrégats économiques : au fur et à mesure des injections de monnaies, l'effet marginal se réduit. On est devant une drogue qui répond à l'addiction, mais ne guérit pas ou plus.

BoJ et BCE modifient leur communication et préparent la remontée des taux américains

Après la Banque du Japon il y a un mois, la Banque Centrale Européenne cette semaine a fait évoluer sa politique. Du côté du Japon, les objectifs chiffrés d'injections monétaires sont abandonnés au profit d'une gestion de la hiérarchie des taux d'intérêt susceptible de favoriser l'activité et, en particulier, de donner des marges aux banques. On a observé que centrer le discours sur l'objectif ne modifie pas au fond le dispositif.

La BCE a présenté une autre option. D'un côté elle accroît son QE : elle a annoncé le prolongement au-delà de mars de ses injections et élargit le champ de ses rachats d'actifs à des créances courtes (jusqu'à un an d'échéance) et en se donnant la possibilité d'investir à un rendement inférieur à son taux de dépôt, ce qui revient pour elle à perdre de l'argent. De l'autre côté, elle a annoncé une réduction de son rythme mensuel d'achats de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril, ce qui est une démarche qui suit le raboutage du soutien monétaire (tapering dans le jargon) qu'a observé la Réserve Fédérale dans l'année 2014.

Cette réduction des doses du dopant semble se mettre par avance en phase avec la décision attendue cette semaine de remontée des taux directeurs américains. Ce serait la deuxième étape vers cette fameuse « normalisation », même si son achèvement (la revente des actifs au bilan de l'institut d'émission) reste très lointain.

La question posée est donc celle d'un changement de donne monétaire et l'entrée dans une politique moins conciliante des banques centrales. Ce serait sans doute aller un peu vite : l'objectif de la BCE, c'est le retour à une inflation moyenne durablement voisine de 2%. On est très loin de l'approcher. On sait que le mandat

donné à la Fed est plus large que la stabilité de la monnaie, mais les pressions inflationnistes que le plein emploi et l'afflux de liquidités auraient dû favoriser n'apparaissent guère ; les hausses de taux directeurs américains apparaissent plus défensives qu'autre chose. L'idée est surtout d'avoir des munitions de baisse de taux si la conjoncture faiblissait fortement.

Sans inflation ni croissance, les banques centrales attendent de la politique une action pour relever la croissance potentielle

Derrière une action qui peut sembler assez synchronique de la gestion monétaire vers plus d'orthodoxie financière, on retrouve finalement le constat mitigé du succès des politiques non conventionnelles. Ce constat, il met en évidence une croissance potentielle qui s'est stabilisée dans des niveaux faibles, proches de 2%, dans les pays développés qui doivent tirer l'économie mondiale. Il montre aussi, derrière des statistiques brutes gonflées par le rebond des cours du pétrole sur les plus bas, une absence d'inflation (Europe et Japon) ou une très faible inflation (États-Unis).

Les diminutions de doses monétaires relèvent aujourd'hui plus de la gestion que d'un changement de donne pour un monde financiarisé qui n'a pas soldé les comptes de la crise de la fin des années 2000.

Reste la question politique et, en son centre, celle des déficits publics qui prend le dessus. Les élections ou les mises en œuvre des programmes annoncés peuvent modifier totalement la donne, pour l'inflation, pour les taux et les changes et, peut-être pour la croissance potentielle. Les banques centrales se donnent un peu de marge de réaction, mais elles apparaissent surtout attentistes face aux décisions des peuples.