

Les politiques monétaires ultra-accommodantes ne sont porteuses ni de croissance ni d'inflation

L'emprunt de l'État allemand à 10 ans affiche un taux de rendement pratiquement nul : 0,02%. Si on se place dans une perspective longue – l'obligation à 30 ans offre un rendement de moins de 0,6 % - on est forcément choqué. Ce pays auquel il faut payer pour prêter de l'argent, c'est celui qui, au sein des grandes nations, a fait le plus souvent défaut au cours du XXe siècle. Bien sûr, les conditions démographiques ont changé la donne et atténuent le risque : en processus de vieillissement, la grande Allemagne développe un modèle de pays de rentiers à la croissance potentielle déclinante, assurant très durablement une conjoncture de loyer de l'argent dans des niveaux bas voire symboliques. Le modèle japonais est un exemple qui n'est pas hors de comparaison.

Pour en rester à la situation du moment, la constatation sur l'obligataire est plus une conséquence des politiques monétaires menées depuis la crise de 2007/ 2008 que le reflet d'un équilibre strict de marché. On peut tenter d'aller plus loin dans l'analyse.

Les investisseurs préfèrent une rémunération négative plutôt que de parier sur l'inflation ou sur la croissance

Payer pour être simplement certain d'avoir des euros si le pays ne fait pas défaut, c'est se projeter dans un avenir plutôt sombre. Cela signifie de façon pratique que la

monnaie fera mieux que tout autre actif, en particulier que les entreprises, c'est à dire les produits de la croissance. On sait que, sur longues périodes, les cours de l'immobilier sont une autre résultante de la croissance, avec des effets de cycles de thésaurisation.

La situation n'est pas tout à fait nouvelle : l'étalon or a, au cours des siècles, joué pendant certaines périodes le rôle que joue aujourd'hui la dette des États solvables de « l'euro core ». Dans d'autres, il a appuyé des politiques de croissance et d'accélération monétaire. D'une certaine façon, le taux nul ou négatif n'est pas forcément une anomalie. La problématique est double : la monnaie peut être affaiblie par l'inflation; elle peut être un mauvais placement quand la croissance économique assure une meilleure valorisation aux actifs réels.

L'inflation semble bien mise à mal par les effets d'une mondialisation financière qui a porté la variable d'ajustement sur les marchés du travail. Il ne faut jamais parler de nouveau modèle s'installant de façon définitive, mais la répartition de la valeur ajoutée entre le capital et le travail (pour employer la terminologie marxiste) et l'accroissement inédit des écarts de revenus dans un marché mondialisé ont très durablement cassé le mécanisme de hausse des prix. Cette politique des intérêts et même des égoïsmes entraîne de la même façon le potentiel de croissance à la baisse. Un élément qui accélère la primauté donnée à la monnaie dans les arbitrages d'actifs.

La réglementation peut sembler accélérer les choses. Le concept même des compagnies d'assurance est la rentabilité des capitaux placés sur le long terme pour des opérateurs pouvant gérer sur la (très longue) durée. L'idée est que, sur le long terme justement, les riches (en l'occurrence les détenteurs stables d'actifs) s'enrichissent de l'expansion économique. Les contraintes d'investissement imposées aux assureurs et d'une certaine façon aux banques, les conduisent à préférer la monnaie. Les riches s'enrichiraient mieux en en restant là : c'est ce que disent les régulateurs d'une certaine façon, renforçant encore la méfiance.

Les acteurs économiques sont poussés à des gestions malthusiennes

Les banques centrales visent pourtant à relancer l'inflation et la croissance par leur politique de taux bas et même négatifs. Cela n'a pas l'air de marcher et pour essayer de trouver des explications, on peut observer certaines réactions des acteurs économiques.

Regardons les grandes entreprises. La première utilisation du levier de la dette pour les entreprises américaines n'est pas l'investissement productif. C'est le rachat d'actions, c'est à dire une stratégie visant simplement à accroître le rendement du capital. On n'en est pas là en Europe, mais il n'y a pas de raison que les mêmes causes – des taux d'intérêt symboliques – ne produisent pas les mêmes effets et que les rachats d'actions dépassent aussi les investissements de ce côté de l'Atlantique.

Les États ont des affectations bien différentes de cet argent gratuit. Vu de France, nous avons le sentiment que la fuite en avant budgétaire et l'absence d'adaptation à la guerre de compétitivité de la mondialisation (ce qu'on appelle les réformes de structures au sein des banques centrales) sont les conséquences de la conjoncture de taux. Il y a cependant bien deux attitudes. Aux deux extrémités, le Japon qui finance son économie par l'émission de monnaie et la rémunération négative de l'épargne, et l'Allemagne qui vise un excédent budgétaire. Paradoxalement, les conséquences sont proches et amènent à une croissance long terme sans cesse revue à la baisse.

On peut enfin se pencher sur les ménages. Du côté des banques centrales, on a semblé imaginer que l'argent pas cher devait doper la consommation, financée sur des crédits. En quelque sorte, on aurait là un effet de pouvoir d'achat. Ce n'est pas ce qu'on observe. La faiblesse de la rémunération de l'épargne conduit au contraire à un accroissement du taux d'épargne : les particuliers raisonnent en valorisation du patrimoine et en niveau de la rente. Pour ce qui concerne l'immobilier, l'économie sur le financement est intégralement répercutée sur les prix, quand ce n'est pas au-delà.

Pour sortir de l'accoutumance à toujours plus d'injections monétaires, on ne peut qu'espérer les retombées d'une grande avancée technologique

La politique monétaire pousse ainsi à des comportements malthusiens les entreprises comme les ménages. Elle ne favorise pas ou insuffisamment la consommation et l'investissement, pesant ainsi à la fois sur la croissance actuelle et sur la croissance potentielle. Le problème est l'accoutumance à la drogue que constituent les injections monétaires et les taux directeurs proches de zéro. On a augmenté les doses et – à l'exception des États-Unis ou on ne les réduit pas vraiment – on continue à le faire. La sortie n'est pas facile à mettre en place et elle sera longue en tout état de cause. Elle passera par une progression de la croissance potentielle. En la matière, le commerce international a montré ses limites et la démographie encadre l'évolution. Reste les gains de productivité, qui viendront a priori davantage d'une nouvelle révolution technologique que de l'investissement récurrent.