

## Politique monétaire et inflation

### ***Définitions***

Création monétaire et inflation, deux phénomènes financiers en relation de cause à effet, qui constituent l'essentiel de la mission et de l'action de toute Banque centrale, sa politique monétaire.

Si ces mots sont connus du grand public, ils suscitent des questions pour les professionnels du monde financier. *Inflation de quoi ? Quelle création monétaire ?* Les réponses à ces questions sont très importantes pour les uns comme pour les autres : elles sont sources de malentendus, voire d'erreurs lourdes de conséquences.

### ***Inflation de quoi ?***

Inflation, déflation sont des évolutions de prix d'un bien ou service faisant l'objet d'un marché.

Lorsqu'une Banque centrale se définit un objectif d'inflation, il s'agit généralement d'un indice des prix à la consommation, panier de regroupement des prix des fonctions de consommation. C'est en fait une référence quasi absolue de toutes les banques centrales. La BCE retient un indice harmonisé entre l'ensemble des pays de la zone euro, l'ICPH, proche de l'indice Insee (IPC).

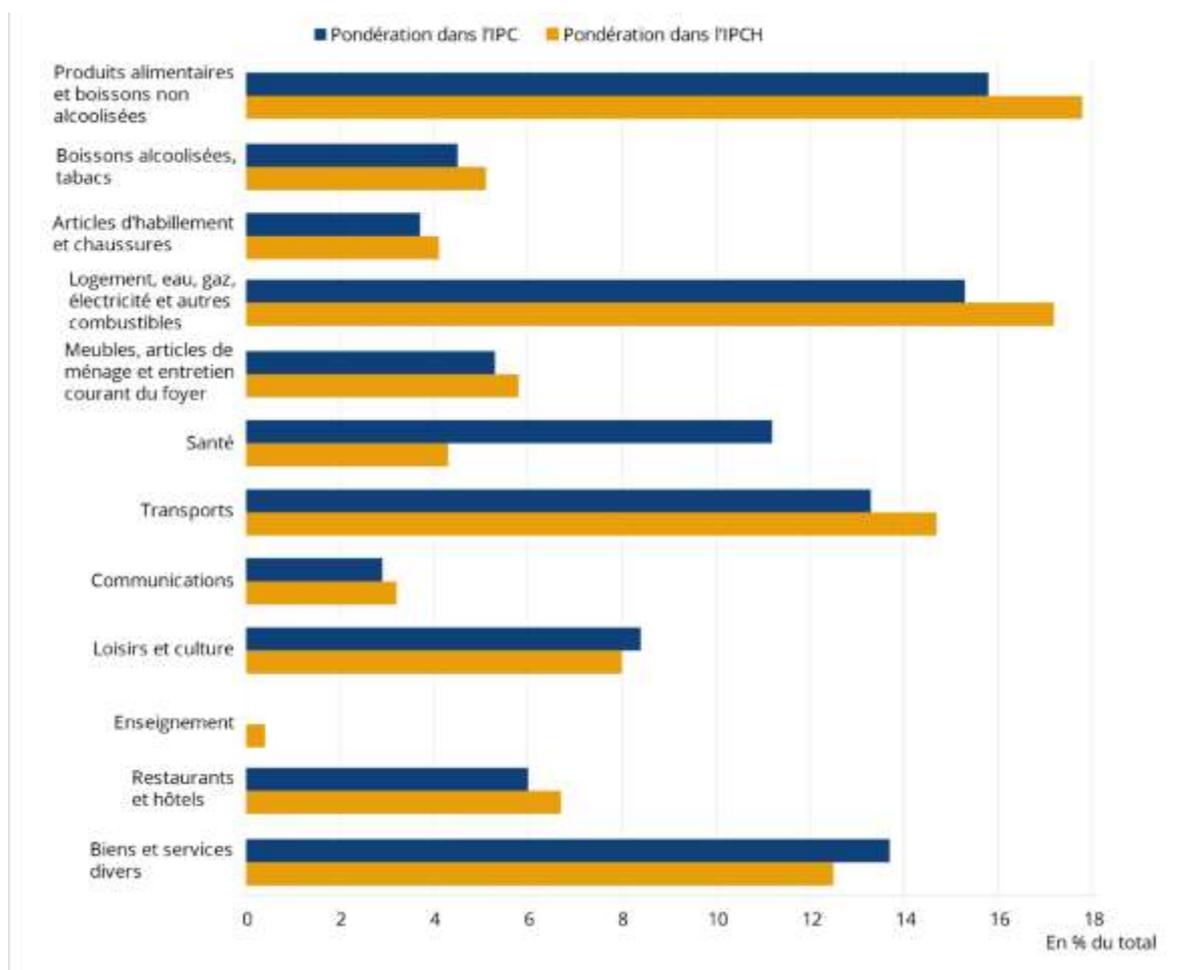


Schéma 1 : pondération des dépenses de consommation dans l'indice d'inflation BCE (IPCH) et INSEE (IPC)

Il faut ajouter ici, pour s'en réjouir, que cet indice évolue favorablement depuis des décennies dans tous les pays industrialisés, et même en dessous de l'objectif affiché de 2%. Au point que certaines banques centrales ont mené des politiques de création d'inflation ! Mieux encore, quelques économistes à la mémoire courte en ont profité pour changer de paradigme et s'attribuer une *Théorie Monétaire Moderne*, grâce à laquelle les pays peuvent faire tous les déficits qu'ils désirent et les faire financer par les Banques centrales grâce à l'absence d'inflation. Il est à craindre que certaines Banques centrales aient eu une oreille pour ces sirènes.

Ces mêmes experts ont aussi une courte vue, car au-delà des politiques monétaires qui ont permis la création de l'Euro, ils n'ont pas observé le succès de l'action des USA pour créer un marché mondial des biens et services. Les prix à la consommation sont stables et bas grâce à la concurrence généralisée et à la compétitivité de la Chine. C'est ainsi que la France a perdu son industrie mais peut acheter à la Chine à bon prix.

Plus récemment, il a été observé une augmentation considérable de l'épargne liquide des ménages, en particulier pendant la crise de la Covid. Rien de surprenant compte tenu de la courbe des âges des pays industrialisés, de la Covid et de son

confinement, et de la politique des banques centrales de s'accommoder de taux très bas : tout cela accumule des ressources qui ne consomment pas et contribuent à freiner les prix...pour le moment.

\*\*\*

## ***L'autre inflation***

L'*homo economicus* est certes concerné par l'évolution des prix du panier de sa ménagère. Cependant, le même homme est aussi concerné par les prix de l'immobilier (en moyenne un tiers de son budget), ceux de ses investissements financiers et tous ceux des biens non répertoriés dans la fonction consommation.

On comprend que les banques centrales limitent leur responsabilité à la majorité de leur population. En outre, et sans doute surtout, elles considèrent que leur création monétaire n'influe éventuellement que sur la consommation des ménages, et non sur les actifs immobiliers ou financiers, laissés à leurs aléas de marchés.

Or, nous faisons ici deux remarques. La première est que nous ne pouvons être indifférents à l'évolution des prix de l'immobilier, des bourses, et autres biens hors consommation. En outre, ces valeurs sont susceptibles de bulles et de crises dont les conséquences sont particulièrement graves.

La seconde est surtout que, contrairement à une croyance entretenue par les banques centrales, la création monétaire peut aussi affecter les prix hors consommation et *contribuer ainsi à une inflation non prise en charge par la politique monétaire affichée.*

## ***Création monétaire : de quoi parle-t-on ?***

Les Banques centrales ont deux formes de création monétaire.

Nous sommes familiers avec *la Masse monétaire*, contrepartie (c'est en fait la première source de création monétaire) des crédits accordés par les banques et des dépenses budgétaires. C'est cette « *Masse* », selon la théorie monétaire classique, qui détermine le niveau des prix à la consommation.

La deuxième forme de création monétaire, moins connue, est « *la Base monétaire* ». Elle apparaît (massivement pour la première fois) avec la crise de 2008, sous la forme du *Quantitative Easing*. Il s'agit de monnaie créée par les Banques centrales en contrepartie (essentiellement) d'achats d'instruments de dette de marchés et de prêts aux banques. Il s'agissait de fournir les liquidités nécessaires pour financer les États devant aider leurs entreprises et leurs ménages en situation difficile et donc contraints à des déficits budgétaires importants.

Cette nouvelle *Base monétaire* apparaît graphiquement en rouge sur le schéma 2, avec en bleu le graphique de l'inflation. D'où nos observations :

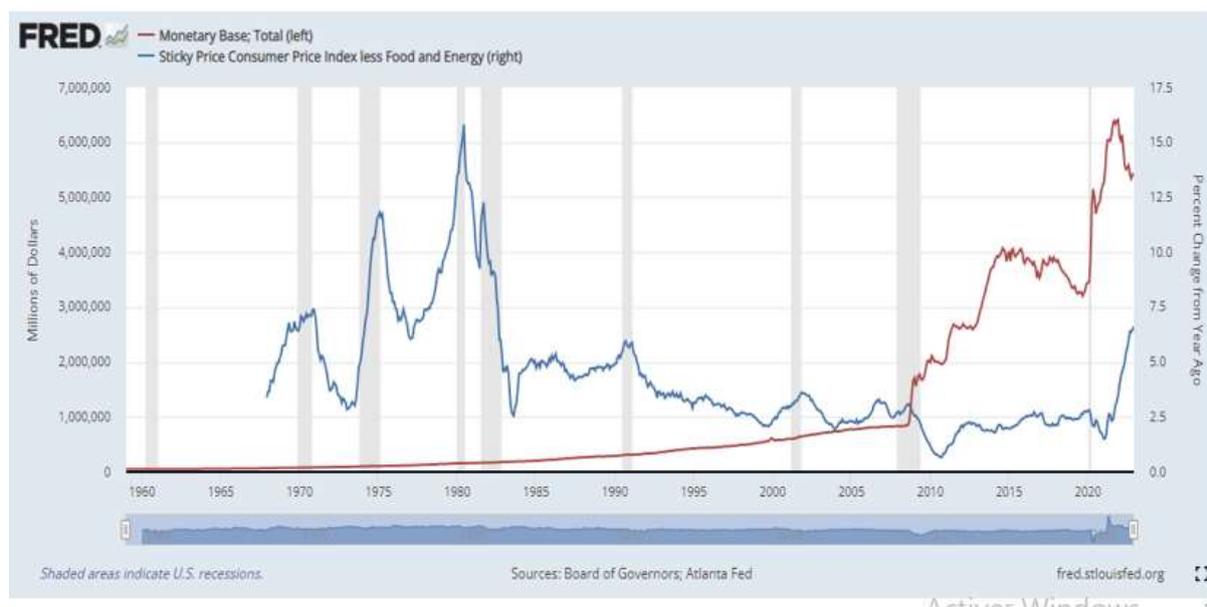


Schéma 2 : Base monétaire et inflation (déconnexion 2008-2020)

- Jusqu'en 2020, soit le début de la crise pandémique, la base monétaire augmente considérablement sans influencer l'indice des prix : ceci conforte les Banques centrales dans leur conviction de ne pas provoquer de hausse des prix à la consommation.

Ceci est logique, mais compliqué : Les banques achètent des titres aux investisseurs et les revendent à la Banque centrale. Les investisseurs reçoivent des fonds (*masse monétaire*) et les banques reçoivent le même montant en *base monétaire*. Comme la masse monétaire représente un volume bien supérieur à celui de la base on observe la croissance relative plus grande de la base.

Les investisseurs allouent leur stock de monnaie *-non pas à la consommation-* mais à l'achat d'actifs financiers, immobiliers ... dont le prix monte ou a déjà monté. En un mot les investisseurs recyclent la masse monétaire créée par les banques recevant de la base monétaire, sans impact significatif sur les dépenses et les prix de consommation mais en influant sur les prix de l'immobilier, marchés financiers etc.

Pour s'en convaincre, il suffit de lire le schéma 3 :

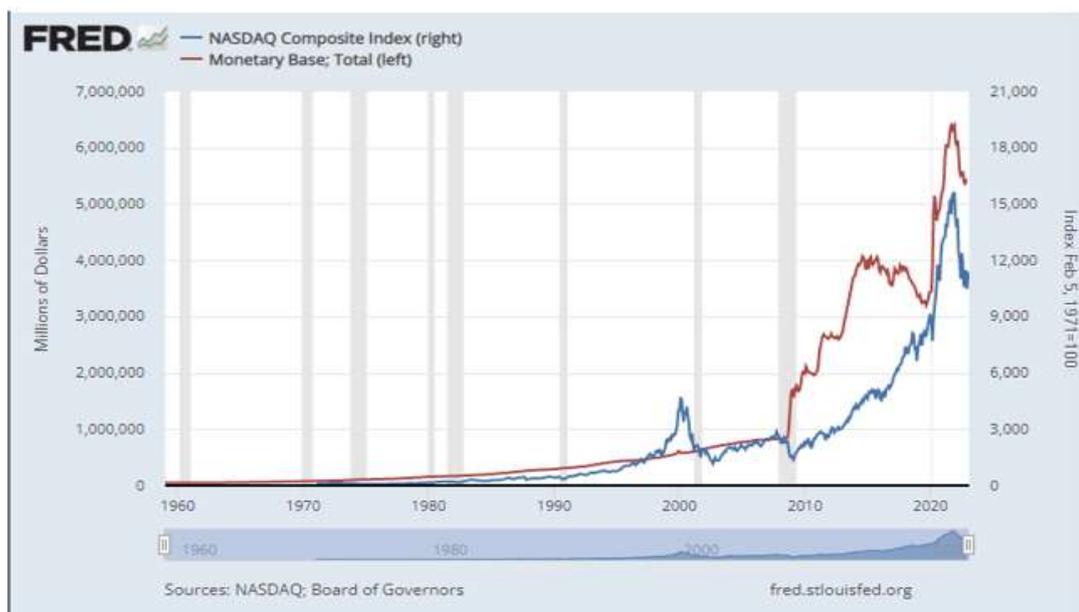


Schéma 3 : Corrélation entre la base monétaire et le cours des actions (indice Nasdaq)

- Il est donc clair que les Banques centrales n'ont pas directement créé, avec la base monétaire, de la monnaie utilisée pour acheter des produits de consommation et faire monter leurs prix, justifiant leur politique classique. En revanche il est tout aussi clair qu'ils ont créé de la monnaie pour permettre l'achat d'actifs immobiliers, financiers ou autres, favorisant l'inflation de ces mêmes actifs, voire des bulles et la formation de crises financières de liquidité, comme nous allons le voir. Car, acheter des actifs financiers signifie aussi favoriser l'augmentation du volume et la baisse qualité de l'endettement public et privé...

Les années 2020-22 illustrent finalement un retour à une évolution classique : les déficits et dépenses des États se sont concentrés sur les bénéficiaires de la masse monétaire, provoquant une inflation de type classique, comme illustré sur le schéma 2. Les Banques centrales doivent désormais inverser leur politique monétaire.

\*\*\*

### **S'endetter :**

Le *Quantitative Easing* est principalement un achat de titres de dette. Il a deux effets : comme dans tout marché, il a un effet volume et un effet prix. Il augmente le volume de l'endettement public ou privé et, comme l'accepte la Banque centrale, le taux de rendement de l'instrument est proche de zéro. Le moins que l'on puisse dire est que le *Quantitative Easing* a provoqué un formidable effet d'aubaine : s'endetter à bas prix pour acheter des actifs qui montent ! Un effet du même genre pour des États aux budgets laxistes...suivez mon regard !

Une telle situation a deux évolutions négatives. La première est la détérioration de la qualité de la dette, effet mécanique de l'abondance et du prix, et de la recherche du risque pour obtenir une meilleure rémunération. La deuxième résulte de la première : le danger d'un marché est sa liquidité : abondance de titres et qualité détériorée est la recette de l'illiquidité. 50% des titres obligataires des marchés US sont qualifiés de spéculatifs (moins BBB). Pire : selon Standard and Poors, 83 % des nouvelles émissions en 2021 sont dans la catégorie spéculative. Cherchez l'erreur...

Cette situation est à réévaluer avec inquiétude avec l'inversion nécessaire de la politique monétaire des Banques centrales. Il est facile d'acheter des titres et de faire baisser les taux, mais c'est une autre affaire de diminuer son portefeuille avec des taux en hausse. La BCE et la Federal Reserve ont un bilan agrégé de plus de 16 000 000 000 000 de dollars...

La crise de 2008 a débuté par l'illiquidité du marché des repo's : l'action de la Federal Reserve a alors débloqué la situation par des achats de titres...

Mais on a déjà donné...

\*\*\*

Nous ne mentionnerons qu'en passant l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne, qui semble interdire le *Quantitative Easing*. La Cour de Karlsruhe qui a évoqué cet article avec la BCE semble avoir été satisfaite de la réponse de la Banque centrale européenne, mais elle n'en a rien dit. La notion de *force majeure* existe sans doute dans le droit international, mais son utilisation doit s'expliquer pour se justifier.

Didier MARTEAU

Jean-François LEPETIT<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Ce co-auteur tient à mentionner que Jacques de Larosière et ses livres sont clairement une source de son inspiration.