**La Masse monétaire est-elle suffisante ?**

***Jean-Jacques Perquel, 12 mars 2015***

Les différentes crises d’hyperinflation (affaire Law, assignats, inflation allemande des années 20) ont donné l’impression qu’il y avait une règle d’or de la monnaie selon laquelle toute augmentation devait provoquer à terme cette hyperinflation. De là est venue l’idée que si la monnaie reposait sur un critère non expansible sans limite, comme l’ « or », on pourrait stabiliser les économies et éviter l’inflation. Cela a fait l’objet au XVIème siècle de l’exposé célèbre de Jean Bodin inaugurant la recherche économique, en inventant une forme simpliste de la théorie quantitative : l’arrivée de l’or américain entraîne la baisse de sa valeur et en conséquence la hausse des prix

Cette théorie a été à l’origine d’une querelle importante dans les années 1820 entre la « Banking School » et la  « Curency School ». Les premiers défendaient la thèse d’une masse monétaire liée à la situation économique, les seconds, beaucoup plus orthodoxes, ont eu gain de cause, obtenant de lier la masse monétaire à la conservation  «d’or »de la Banque Centrale. Cela a provoqué, par réaction devant la pénurie monétaire que cette décision a entrainée, un développement remarquable de la « monnaie fiduciaire » et ce développement a facilité l’essor de l’Angleterre et de la Livre Sterling jusqu’à la guerre de 1914 et ce malgré des crises économiques à échéances presque régulières (ce qui prouvait qu’une masse monétaire garantie par la détention d’« or » n’était pas suffisante pour empêcher des fluctuations économiques anormales). En fait à l’origine, la théorie économique était statique et ne tenait pas compte de la vitesse de rotation de la monnaie, le fameux « V » de la formule d’Irving Fisher « MV=PT ».

Hyman Minsky a fait la synthèse entre les théories monétaires, en faisant remarquer que le développement économique entraînait inéluctablement un excès de « Crédit » et par conséquent des crises plus ou moins régulières.

Ainsi sous l’influence d’idées Neo-Kenesiennes, la Federal Reserve a considéré que la crise était due à un effondrement de la vitesse de rotation de la monnaie « V » et qu’il fallait compenser cela en augmentant la masse monétaire « M ». Aussi a-t-elle lancé 3 « quantitative Easings(Q.E.s) ». Or le démarrage économique n’a commencé qu’à la fin de la troisième intervention. Pour essayer d’expliquer ce phénomène il faut analyser les causes de ce retard et comment l’économie réagit le jour où la confiance est revenue. Mais pour bien comprendre la situation de la zone Euro il faut également analyser l’évolution de sa masse monétaire.

**I - L’échec relatif des premiers Q.E.s**

Dès décembre 2008, Ben Bernanke lançait le premier Q.E. de 600 milliards de Dollars de « mortgage-backed Securities (M.B.S.s) » qui n’a pas provoqué de réelle reprise économique, pas plus que le second en novembre 2010 également de 600 milliards mais utilisés cette fois en obligations à long terme du Trésor. En fait cette masse monétaire qui a fait bondir le bilan de la Federal Reserve a été détournée de son but dans différentes directions :

1. Comme les taux américains étaient bas, les banques bénéficiaires des ventes de titres ont souvent utilisé leurs fonds disponibles pour spéculer sur des monnaies à marché étroit et à taux d’intérêt plus élevés que ceux des Etats-Unis (Carry Trade). Ainsi les investisseurs à court terme en Australie ou au Canada avaient le double avantage de profiter d’un écart favorable de taux d’intérêt et l’espoir de faire monter en même temps le cours de ces devises.
2. Les particuliers traumatisés par l’ampleur des krachs de 2008 ont cherché à résorber leur endettement réduisant ainsi leur demande Ainsi le public a accumulé des fonds très importants. On a vu sur le marché des objets d’art des hausses « délirantes ». Par exemple dans une vente de Christie’s de novembre 2014 une œuvre d’un dénommé Rober Gober « Three Urinals » a été vendue 3,52 millions de Dollars (ce qui fait dire au Financial Times que c’est « the highest price ever paid for a urinal ».
3. Grâce à l’existence de fonds disponibles, les bénéfices des entreprises s’améliorèrent fortement. Les profits avant impôts atteignaient, en 2013, 12 % du P.N.B. Par contre leurs investissements ne dépassaient pas 4 % du P.N.B. Ainsi les sociétés ont accumulé des fonds importants et en ont utilisés, un peu, pour des O.P.As, en acceptant de payer des prix exorbitants. Ainsi « Facebook » a payé 19 milliards de Dollars « WhatsApp » qui leur apporte un bon nombre de clients, mais dont le bénéfice annuel est seulement de 5 millions de Dollars.

**II - La réussite du 3ème Q.E.**

En fait les années 2010/2014 ont été marquées par une reprise industrielle lente et par une forte hausse de la Bourse. Le « Dow Jones » était tombé de 14.164 le 9 octobre 2007 à 6.547 le 9 mars 2009. Il a dépassé 10.000 en 2010, 15.000 en 2013, 17.000 en juillet 2014 et même 18.000 en décembre 2014. Cette hausse est l’indication des sommes récupérées par le public grâce aux différents «  Q.E.s ». En fait l’économie, après un démarrage lent dû à la « reconstruction » des structures américaines (industrielle et immobilière), a commencé à se développer dès 2010.

Si dans la période 2010/2015 les salaires n’ont pas monté, cela est dû à la masse de chômeurs que l’on a peu à peu réintégrée dans l’économie, chômage qui est passé de 9 % à 5,5 % fin février 2015 (chiffre très proche du plein emploi). Aussi, depuis le début de l’année 2015 ce blocage des salaires est en train de disparaitre. WallMart vient de donner l’exemple d’une importante hausse des salaires. Il en est de même si l’on étudie l’évolution de la capacité industrielle qui passe de 65 % à 85 % limite difficilement dépassable sans que les entreprises ne soient obligées de réaliser de nouveaux investissements.

On voit ainsi que l’augmentation très forte de la masse monétaire a provoqué des « détournements » importants mais a eu, progressivement, l’effet recherché c’est-à-dire le retour progressif de la confiance et la relance de l’économie et, il faut l’espérer un essor exceptionnel au cours des années prochaines. Il nous faut étudier le cas de la Zone Euro où jusqu’à une date récente une politique différente a été pratiquée.

**III - La Zone Euro**

La zone Euro a pratiqué une politique partiellement non conventionnelle mais en fait très proche d’une politique de type classique. En fait on a mené une double politique sous l’influence de l’Allemagne. Il faut donc analyser la politique poursuivie par la Banque Centrale et voir comment elle a été déformée dans la pratique.

**a)** La réforme de Schroeder a provoqué une croissance essentiellement basée sur le développement du commerce extérieur. Les résultats sont impressionnants. De 1980 à 1985, le total de la balance des paiements a été négatif à hauteur de 1 milliard de Dollars ;.de 1985 à 1990, ce total est devenu positif à hauteur de 240 milliards puis est revenu négatif de 1990 à 2001 de 239 milliards et dans la période 2002 à 2014, il atteint 2.018 milliards. Si l’on admet que le montant prélevé sur les autres pays de la Zone Euro est proportionnel à la part des exportations allemandes (40 % en moyenne), cela représente une ponction de 800 milliards sur les autres pays de la Zone, et cela à une époque où les règles style Bâle III et Solvency II ont pour effet d’empêcher le développement de la masse monétaire de la Zone Euro. Certes la situation est un peu moins mauvaise qu’il ne parait :

**1)** les retards de paiement par les autres pays de la zone dans le système de compensation « Target 2 » ont montré l’existence d’une dette envers l’Allemagne qui a atteint, à un moment, plus de 700 milliards mais qui serait encore de 400 milliards ce qui réduit d’autant la pression sur la monnaie ;

**2)** Il existe quand même des moyens de création monétaire qui sont soit malsains (crédit interentreprises qui atteint en France 950 milliards soit 3 fois le crédit bancaire) ou insignifiants (les monnaies locales).

**b)** Dès le début de la crise, le président Trichet a prêté aux banques 95 milliards d’Euros, somme qui a eu un effet psychologique mais peu d’effet pratique, les banques déposant rapidement presque tout le montant à la Banque Centrale. Puis la Banque a émis des prêts à un an ce qui aurait été efficace si les Allemands n’avaient pas obligé la Banque à « stériliser » ces prêts, c’est-à-dire à compenser les sommes avancées en demandant aux banques « riches » de faire des dépôts équivalents. Cette politique est totalement différente de celle de la Federal Reserve. Cette dernière émet de la monnaie (la bonne vieille planche à billets) tandis que les opérations non conventionnelles de la Zone Euro sont en fait des opérations de « clearing » entre banques ayant besoin de fonds et celles qui en sont détenteurs. La Banque limite son rôle à la garantie de la bonne fin de l’opération. La B.C.E. dirigée par Mario Draghi a essayé d’accélérer la mise de fonds à la disposition des banques (un peu plus de 1.000 milliards d’Euro en deux émissions de « Very Long Term Refinancing Operations (V.LT.R.O) ».à trois ans, fin 2011). Malheureusement on a pratiqué une stérilisation partielle et les banques (en particulier les banques allemandes très endettées) ont progressivement remboursé les sommes empruntées au lieu de les utiliser à favoriser l’investissement. Une émission continue de L.T.R.O à court terme a donné un peu de liquidité au Marché, mais cela n’a pas empêché le dégonflement du bilan de la B.C.E. qui est passé en 3 ans de 3.000 milliards d’Euros à environ 2.000 milliards. Cela fait apparaitre l’existence d’une forte pression déflationniste. Aussi la nouvelle politique de la B.C.E., annoncée en 2014 et qui doit commencer en avril 2015, consiste en une émission de T-L.T.R.O. (T pour Targeted) de 60 Milliards par mois. (jusqu’en septembre 2016 au minimum)». L’effet d’annonce a été très efficace, incitant à une baisse de l’Euro à 1,08 par rapport au Dollar (On doit compléter cette analyse en indiquant qu’en outre cette baisse a été confortée par la hausse du Dollar contre toutes les monnaies, du fait de l’importance de l’essor américain qui provoque l’admiration et la jalousie des autres pays.).

**Conclusion : la création monétaire est-elle suffisante ?**

On voit par cette analyse le lien assez ténu entre le « MV » de Fisher et la notion de crise (ou également d’inflation si « V » devient trop rapide quelle que soit la taille de « M ». Le problème majeur est celui de la « Confiance ». A force de soutenir « M » dans le contexte de la crise dite des « subprimes » avec un « V » qui s’était effondré, Bernanke et Yellen ont réussi à relancer le « MV » et, après bien des efforts, obtenir enfin le retour de la confiance, la relance de l’automobile et du bâtiment. Aussi aux Etats-Unis se pose même la question de réduire la masse monétaire (due à la hausse de « V »). En Europe le problème est différent. En pleine crise l’Allemagne a ponctionné la masse « m » d’Euro sans la redistribuer (par exemple par des investissements) et l’opinion publique, impressionnée par les idées libérales d’Hayek) a été dominée par la peur de faillites industrielles et s’est réfugiée dans des placements dits « sans risque » c’est-à-dire les placements moins utiles à l’économie des pays (quelquefois en fait plus risqués comme les investissements recommandés par Madoff).

Le Plan de Mario Draghi est excellent mais limité dans la mesure où les banques doivent terminer de rembourser le reste des « V.L.T.R.O ». Même si on reprend la technique américaine du 3ème Q.E., il ne faut pas oublier qu’il a fallu très longtemps pour que les  Q.E.s se révèlent efficaces. Bien plus la division des placements entre les pays de la Zone Euro au prorata de leur importance dans la zone favorise essentiellement l’Allemagne (qui n’en a pas très besoin) et la France. On peut alors se poser la question de savoir si ces mesures ne sont pas « trop faibles et trop tardives ». On pourrait alors concevoir en zone Euro de pratiquer un traitement de choc en reprenant une idée keynesienne qu’étudie actuellement le Fonds Monétaire International (F.M.I.) : fixer pendant une courte période le taux d’intérêt à – 5 %. Mais on voit tout de suite la grande difficulté d’en convaincre l’Allemagne. Aussi doit-on espérer que la relance américaine sera assez forte pour que la reprise actuelle qui débute en Europe (grâce aux baisses du pétrole, de l’Euro et des taux) se transforme en une vraie reprise économique.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_