

BCE : le Quantitative Easing pour les nuls

Le "Quantitative Easing" de la banque centrale européenne est désormais en action. Rappelons qu'il a été annoncé le jeudi 22 janvier 2015, date historique s'il en est, après des mois de discours, d'hésitations, de tergiversations, de contorsions intellectuelles. Le "Quantitative Easing", en abrégé QE, peut se traduire en français par "assouplissement quantitatif". Elle assouplit quoi ? La machinerie monétaire. Comment ? Eh bien par la quantité de monnaie produite, qui on le verra, ne sera pas sans effet sur la "qualité" du produit.

L'ampleur du QE

Notre gouverneur n'est pas allé de main morte : Plus de 1100 milliards d'euros sur une période d'un an et demi. Cela se traduira par des rachats massifs d'actifs, en particulier des dettes publiques et privées, à hauteur de 60 milliards d'euros par mois. C'est mon avis une première étape, car on ne peut imaginer que ces rachats s'arrêteront d'un seul coup en septembre 2016 sans aucune stratégie de sortie (La FED a réduit progressivement son QE3 de 10 milliards de dollars chaque mois pour se prémunir de quelques tourmentes boursières). On peut noter que les marchés européens saluent à nouveau la vodka monétaire qui coulera en abondance les prochains mois !

Quantité et Qualité du produit Euro

Quand on évoque la fabrication d'un produit et les quantités mises en jeu, les notions de qualité et de valeur viennent très vite à l'esprit. Le concept de "qualité d'une monnaie", quasiment absent du vocabulaire économique, mais que je mets exprès en exergue pour dépasser le seul cadre du taux de change, évoquera principalement l'évaluation de sa valeur rapportée aux autres monnaies, la confiance que les acteurs économiques lui accordent, le pouvoir d'achat qu'elle procure, sa dimension internationale dans les échanges et les réserves des banques centrales. La qualité n'est donc pas en occurrence une propriété facilement "façonnable", et seule a priori la quantité peut intervenir dans le paramétrage de l'assouplissement en question pour faire varier les éléments qui feront ou déferont cette qualité, en particulier la valeur dans un premier temps et tout ce qui pourrait en découler en second temps.

On peut aisément dans notre vie quotidienne percevoir que quantité et qualité ne sont pas des caractéristiques disjointes, la quantité pouvant faire la qualité ou plus exactement la non-qualité, l'inverse étant vrai également : les très bons produits sont plutôt rares du fait de leur cherté qui décourage de nombreux consommateurs, et qui n'a pas acheté un produit chinois à 4 sous, d'ailleurs sur la planète en dizaine de millions d'exemplaires, vous "pâtent" dans les mains ou bout de quelques jours. Mais quel rapport avec la monnaie ?

En faisant tourner la planche à billets, car c'est de cela qu'il s'agit à travers le QE, la

BCE rend la ressource Euro plus abondante, déclenchant ou plutôt renforçant ainsi un processus orienté à la baisse de sa valeur, déjà entamé depuis quelques mois (c'est ce que nous dit la théorie). La monnaie est comme une matière première dont le prix évolue en fonction de l'offre et de la demande mondiale, ceci prouve qu'elle peut être créée ex-nihilo par les banques centrales et en quantité illimitée (en théorie, mais pas dans les faits). On peut être rassuré, les européens ne manqueront jamais d'euros, enfin à exprimer en masse monétaire et non pas en euro "porte-monnaie" !

Le poste de pilotage de la BCE

La BCE "joue" avec deux manettes principales : une faisant varier la quantité de monnaie produite à travers différentes techniques (donc à terme la valeur de la devise si la production est trop importante sans jamais être détruite), et l'autre faisant varier les taux directeurs qui orienteront rapidement le coût de l'argent à court terme, celui-ci étant également impacté par les rachats massifs de dettes qui feront baisser les taux long terme.

Normaliser ou affaiblir l'euro ?

L'émision de monnaie sans rapport avec les fondamentaux économiques contribue théoriquement à la déprécier. Pour bien comprendre la politique de la BCE, il est à ce niveau utile d'apporter une précision : il faut distinguer un processus de normalisation qui consiste à faire revenir le taux de change d'une monnaie à une certaine normalité, c'est-à-dire un niveau qui n'est ni survalué ni sous-valué, en gros un niveau qui correspondrait à la parité du pouvoir d'achat, d'un processus relevant d'une politique monétaire plus agressive consistant à affaiblir la monnaie au-delà d'un cours moyen raisonnable. Pour l'euro, les analystes estiment que le cours normal se situe dans une fourchette de 1,10 à 1,20 dollar, sachant que cette fenêtre est encore trop haute pour des économies de la zone euro moins compétitives. Et c'est bien là le problème (le tee-shirt à taille unique). Aujourd'hui on peut considérer que le processus de normalisation a bien opéré puisque l'euro/dollar est passé de 1,35/1,40 à 1,10/1,13 soit une baisse qui approche les 20%. Amoinrir davantage l'euro par rapport au dollar relèverait du 2^e processus, c'est-à-dire un affaiblissement conduisant à une sous-valorisation. Que pensez-vous d'une monnaie sous-valuée ?

Généralement, le propriétaire d'un actif, quel qu'il soit, a plutôt envie de le voir se valoriser, comme on aurait envie de voir se valoriser l'argent de notre porte-monnaie, de notre compte en banque. Alors, pourquoi donc la majorité des politiciens, la BCE et beaucoup d'économistes veulent-ils tous en permanence déprécier la monnaie, parfois au-delà de son cours normal ? Personnellement, je ne partage pas ce point de vue, considérant qu'une monnaie forte, sans pour autant être survaluée, n'est pas forcément un handicap pour une économie. Là encore, il faut raisonner en vision globale, comme je l'ai souvent expliqué. D'un point de vue théorique, que signifie économiquement une monnaie qui s'affaiblit, sachant qu'il faut bien distinguer ce qui est lié aux seuls mécanismes d'ajustements économiques, de ce qui est lié aux interventions des banques centrales ?

Une monnaie s'affaiblit quand la balance commerciale est déficitaire. C'est la conséquence d'un déséquilibre entre exportations et importations, signe par exemple d'un manque de compétitivité ou d'un mauvais positionnement industriel. Une monnaie qui s'affaiblit, appauvrit dans un premier temps les citoyens du fait du renchérissement des produits importés. Le pouvoir d'achat diminue ! Vouloir déprécier la monnaie sous-entend

un manque de confiance dans son appareil productif. Les biens et services produits ne sont pas compétitifs ni attractifs, alors il faut dévaluer pour mieux exporter. Une monnaie qui commence à se déprécier peut faire perdre la confiance des investisseurs. Une monnaie qui perd de sa valeur peut provoquer la fuite des capitaux. Une monnaie qui perd de sa valeur peut devenir un instrument de spéculation (anticipations à la baisse qui entretient la baisse). Une monnaie forte stimule les entreprises qui devront faire preuve d'imagination pour améliorer la compétitivité : prix et hors-prix, ou proposer de nouveaux produits, etc. Inversement une monnaie faible risque d'endormir l'appareil productif (avantage dans un premier temps) et provoquer des réactions de sursaut dans les pays concurrents obligés de s'adapter.

On voit que s'en tenir uniquement aux effets positifs et quasi-immédiats (exportations) est un peu réducteur. Certes, l'euro n'est pas encore en état de faiblesse et son cours actuel n'a rien d'inquiétant, car de l'avis de nombreux observateurs il fût largement surévalué lorsqu'il serpentait autour de 1,35 dollar. Cependant, les mouvements financiers sont souvent très brutaux (on le voit avec le prix du pétrole) et ce n'est jamais très bon pour l'économie d'avoir à subir des chocs. Il serait à mon avis dangereux que l'euro baisse trop vite et trop fort, il faut laisser du temps aux entreprises pour s'adapter et je le rappelle, il n'y a pas que des exportateurs, il y a aussi des entreprises importatrices (assembleurs, intégrateurs) et des citoyens soucieux de maintenir leur pouvoir d'achat.

Effets supposés du QE à travers l'augmentation de la quantité de monnaie

Une banque centrale peut augmenter la quantité de monnaie via plusieurs techniques. Là, on parle de "Quantitative Easing", c'est-à-dire d'une vaste opération de rachat de dettes publiques et privées. Elle augmente donc la quantité de monnaie en offrant de la liquidité (de l'argent cash) en contrepartie de titres souverains ou obligations d'entreprises que les institutions financières sont prêtes à vendre. Voici les principaux effets escomptés :

Premièrement, une monnaie plus abondante sur le marché entraîne mécaniquement sa dépréciation, effet recherché pour relancer un des moteurs de la croissance (les exportations) en facilitant la prise de parts de marchés (compétitivité par la baisse des prix hors zone euro, entraînant l'augmentation des ventes de produits et des parts de marchés, entraînant l'amélioration des marges, entraînant de nouveaux investissements, entraînant la création de nouveaux emplois, etc.). Voilà un cercle vertueux bien connu, une des premières choses qu'on apprend en économie. Oui mais voilà, le monde a changé, et les principes de causalité ne sont plus si évidents que dans le passé.

Deuxièmement, en rachetant de la dette publique ou privée (il faut donc que la BCE crée de la monnaie pour opérer ces rachats), elle offre de la liquidité aux banques. Mais en avaient-elles besoin, puisqu'une banque commerciale détient le pouvoir de créer de la monnaie sans le concours de la BCE si elle souhaite accorder un prêt (la BCE viendra plus tard pour imprimer des billets s'il le faut, car l'accroissement de la masse monétaire impose un plus grand nombre de billets en circulation) ?

Troisièmement, elle contribuera à faire baisser les taux des emprunts à long terme, à la faveur d'un excès de demande sur le marché secondaire. On peut se demander quel en est l'intérêt vu qu'ils sont déjà proches de zéro pour les États emprunteurs (inférieurs à 0,60% pour la France), très bas pour les particuliers et raisonnables pour les entreprises.

Conclusion

Le grand architecte de la monnaie facile et gratuite, entend par ces actions relancer la croissance et faire revenir l'inflation à un niveau proche de 2%, grâce à des mécanismes que l'on dit "non conventionnels", car en dehors d'un cadre classique de régulation, mais dont on peut aujourd'hui douter de leurs efficacités dans une économie mondialisée, interconnectée. Il faudra donc attendre mi-2016 pour apprécier les bénéfices de cette politique ultra accommodante. Soyons patients. Compte-tenu des circonstances et des pressions exercées, on peut peut-être cette fois-ci donner crédit aux banques pour assurer le relais et financer davantage l'économie réelle, la vraie, celle qui produit, mais encore faut-il qu'il y ait des demandeurs et une certaine confiance retrouvée.