NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

19 juin 2020 - 745

Le Quantitative Easing, dernier soubresaut du capitalisme ?

Pour différentes raisons (faiblesse de la demande due à la faiblesse des salaires, réaction aux crises), les pays de l'OCDE connaissent depuis 30 ans une augmentation considérable de leur endettement, public et privé. Sans cet endettement, la croissance plus faible aurait fait apparaître un chômage élevé continuel.

Pour rendre l'endettement possible, les politiques monétaires sont devenues de plus en plus expansionnistes, et sont de plus en plus « non conventionnelles » : achats de dettes publiques, de dettes privées, y compris de mauvaise qualité, contrôle des taux d'intérêt à long terme.

La tendance est donc que les Banques Centrales achètent de plus en plus d'actifs financiers différents, peut-être des actions dans le futur, et que la quantité de monnaie augmente de plus en plus.

Ceci fait apparaître inévitablement un aléa de moralité généralisé, poussant les gouvernements à accroître les déficits publics et les investisseurs à acheter des actifs risqués en pensant qu'ils sont assurés par les Banques Centrales, d'où une hausse continuelle de l'endettement et des prix des actifs.

Cette période de « capitalisme de l'endettement et de la création monétaire », débutée dans la seconde moitié des années 1990 se terminera donc par une crise financière violente, avec l'excès massif d'endettement et les bulles.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

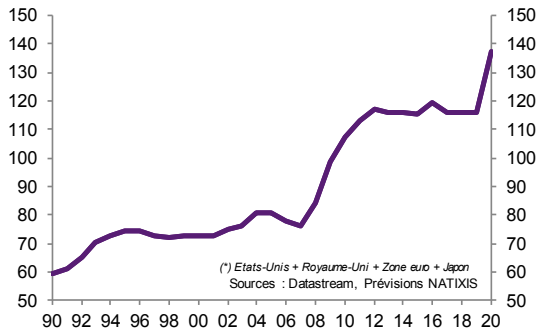
Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

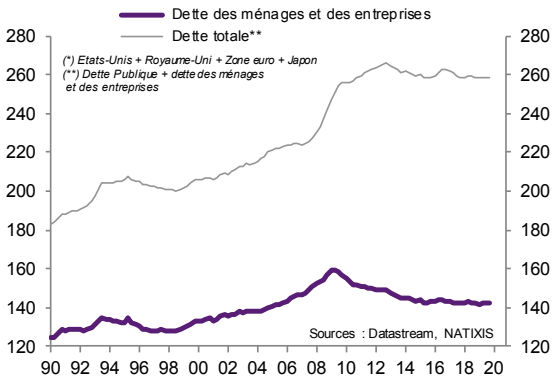
Le « capitalisme de l'endettement »

Depuis les années 1990, **les pays de l'OCDE connaissent une forte hausse de l'endettement public (graphique 1a), privé et total (graphique 1b).**

Graphique 1a
OCDE* : dette publique (en % du PIB valeur)



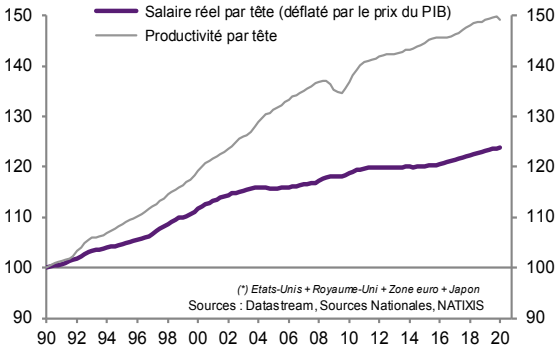
Graphique 1b
OCDE* : dette (en % du PIB valeur)



Cette hausse de l'endettement résulte :

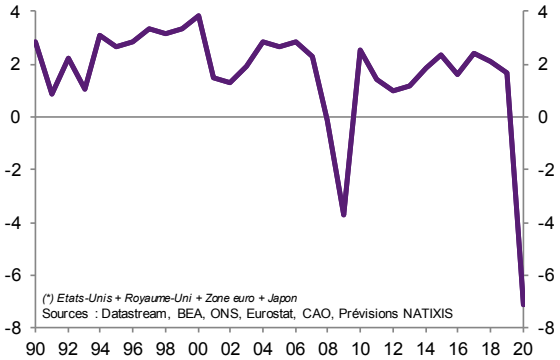
- **de la faiblesse de la demande des ménages,** en raison de **la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2)** qu'il a fallu compenser par l'endettement ;

Graphique 2
OCDE* : salaire réel et productivité par tête
(100 en 1990:1)



- **de la réponse à la succession des crises,** comme le montre à nouveau la crise du Covid **(graphique 3) ;**

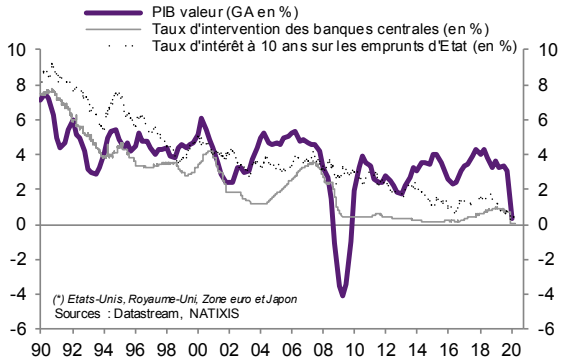
Graphique 3
OCDE* : PIB en volume (en % par an)



D'où le « capitalisme de la création monétaire »

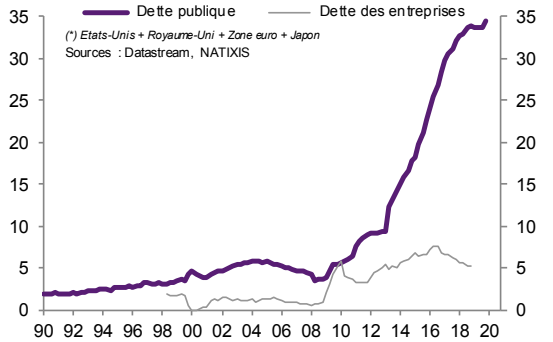
Pour rendre ce niveau d'endettement très élevé acceptable, il a fallu que les Banques Centrales maintiennent des taux d'intérêt très bas (graphique 4), ce qui les a amenées à mener des **politiques monétaires de plus en plus expansionnistes et agressives.**

Graphique 4
OCDE* : PIB valeur, taux d'intervention des Banques Centrales et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



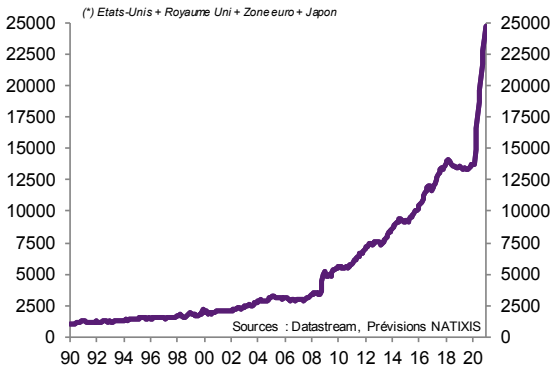
Elles ont d'abord baissé les taux d'intérêt à court terme (graphique 4 ci-dessus), puis **acheté des dettes publiques, puis acheté des dettes d'entreprises, de qualité de plus en plus faible (graphique 5),** puis stabilisé les taux d'intérêt **à long terme à un niveau très bas** (le « Yield Curve Control », graphique 4 ci-dessus), et dans le futur elles achèteront peut-être des actions.

Graphique 5
OCDE* : encours de dette détenu par la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



Ceci a conduit à **une expansion considérable de l'offre de monnaie (graphique 6),** qui est de plus en plus rapide, aujourd'hui avec la réponse à la crise du Covid.

Graphique 6
OCDE* : base monétaire (Md $)

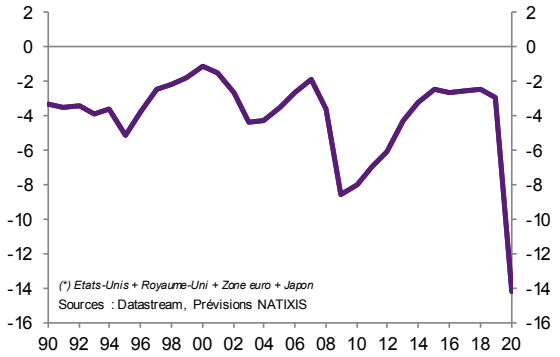


Un aléa de moralité généralisé

Cette politique des Banques Centrales conduit à **un aléa de moralité généralisé :**

- **les gouvernements peuvent augmenter sans limite les déficits publics (graphique 7) et les dettes publiques** (graphique 1a plus haut) puisque les déficits publics sont monétisés par les Banques Centrales ;

Graphique 7
OCDE* : déficit public (en % du PIB valeur)

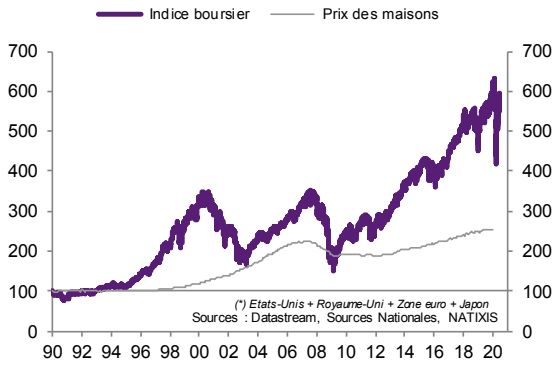


- **les investisseurs peuvent acheter sans limite des actifs risqués** (obligations des entreprises, actions…) puisqu'ils pensent qu'ils sont assurés par les Banques Centrales contre le risque de recul des prix de ces actifs.

On sait donc qu'on va assister :

- **à la poursuite de la hausse de l'endettement** (graphiques 1a/b plus haut) ;
- **à des bulles sur les prix des actifs** (par exemple actions, immobilier, **graphique 8**).

Graphique 8
OCDE* : indice boursier et prix des maisons
(100 en 1990:1)



Synthèse : disparition du capitalisme dans une énorme crise financière ?

La dynamique du capitalisme est donc de devenir un « capitalisme de l'endettement et de la création monétaire ». On l'a vu, ceci résulte de la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, qui affaiblit la demande, et de la répétition des crises.

On assiste donc à une expansion continuelle et qui s'accélère de l'endettement, de la quantité de monnaie, des prix des actifs, et ceci ne peut finir que dans une crise, avec l'excès d'endettement qu'il faudra corriger d'une manière ou d'une autre et l'explosion des bulles sur les prix des actifs. Compte tenu de la hausse perpétuelle de l'endettement et de l'offre de monnaie, cette crise sera pire que celles du passé.