

## **Le tube de pâte dentifrice, les irréversibilités et la politique monétaire (Patrick Artus)**

K.O. Pöhl, le Président de la Bundesbank, disait en 1980 : « l'inflation c'est comme la pâte dentifrice : une fois qu'elle est sortie du tube, il est impossible de l'y faire rentrer ; ainsi, il vaut mieux ne pas appuyer trop fort sur le tube ». L'inflation ne semble pas être une menace sérieuse aujourd'hui aux Etats-Unis et dans la zone euro. Mais on peut généraliser la phrase de K.O. Pöhl : une banque centrale ne devrait pas laisser se produire une évolution irréversible qu'il sera ensuite impossible de corriger. Or, les banques centrales des pays de l'OCDE l'ont fait, en ce qui concerne la quantité de liquidité créée, et le niveau anormalement bas des taux d'intérêt.

Les banques centrales avaient pris l'habitude de lutter précocement contre le risque d'inflation. L'expérience historique avait conduit les banques centrales à agir préventivement contre l'inflation, en augmentant les taux d'intérêt après quelques années de croissance, avant que les anticipations d'inflation n'aient augmenté, au moment où les coûts salariaux commencent à accélérer. Ceci s'est vu en 1994, en 2004 aux Etats-Unis ; en 2006 dans la zone euro.

Le caractère préventif de la lutte contre l'inflation menée par les Banques Centrales venait précisément de la remarque de K.O. Pöhl : une fois l'inflation apparue, il est trop tard pour lutter contre elle.

Aujourd'hui, l'inflation ne semble plus être une menace sérieuse : malgré la forte baisse du chômage, les coûts salariaux unitaires n'accélèrent pas, l'inflation sous-jacente n'augmente pas. L'inflation sous-jacente (hors prix des matières premières) est aujourd'hui très stable autour de 1,5% par an aux Etats-Unis alors que le chômage est très bas ; autour de 1% par an dans la zone euro alors que le chômage baisse rapidement.

Mais on peut généraliser la remarque de K.O. Pöhl : une Banque Centrale ne devrait pas laisser s'installer un déséquilibre qui devient irréversible, qu'il s'agisse de l'inflation ou d'un autre type de déséquilibre.

Le premier problème est que la liquidité créée par les Banques Centrales est devenue irréversible. Les banques centrales des pays de l'OCDE ont considérablement accru la taille de leur bilan et donc la liquidité (la monnaie de banque centrale) offerte. Le bilan de la banque centrale est passé de 5% du PIB en 2007 à 30% aujourd'hui aux Etats-Unis ; dans la zone euro de 7% à 32% du PIB, de 20% du PIB en 2007 au Japon à 97% du PIB aujourd'hui.

La quantité de liquidité disponible est largement irréversible : même si la Réserve Fédérale réduit la taille de son bilan finalement de 50 Mds par mois, il faudra six années pour la ramener à sa taille de 2007 ; les autres banques centrales continuent à accroître la taille de leur bilan.

Or, la surabondance de la liquidité a des effets défavorables connus : les taux d'intérêt à long terme sont anormalement bas par rapport à la croissance , des bulles sur les prix des actifs

pouvant sauter d'une classe d'actifs à l'autre, comme on vient de le voir en février 2018 avec les actions ; la taille des flux de capitaux est devenue anormalement élevée, comme on le voit par exemple avec les flux de capitaux vers les pays émergents, ou avec les capitaux à court terme vers la zone euro, les Etats-Unis, le Japon.

Les flux de capitaux vers ou depuis les pays émergents oscillent entre des sorties de 2000 à 3000 milliards de dollars par an et des entrées de 500 à 1000 milliards de dollars par an.

On peut donc généraliser la remarque de K.O. Pöhl : les banques centrales ne devraient pas autoriser des déséquilibres irréversibles. K.O. Pöhl faisait remarquer, avec la « parabole » de la pâte dentifrice, qu'une banque centrale ne devrait pas laisser s'installer l'inflation, parce qu'alors l'inflation devenait irréversible.

Nous généralisons cette remarque : une banque centrale ne devrait jamais autoriser l'installation d'un déséquilibre irréversible. Or, les banques centrales des pays de l'OCDE ont provoqué une hausse de facto irréversible de la liquidité disponible. Ceci veut dire que les inconvénients liés à l'excès de liquidité (taux d'intérêt anormalement bas, bulles circulantes sur les prix des actifs, taille anormalement élevée des flux de capitaux par exemple) vont être permanents, irréversibles eux aussi.