

Jusqu' où les grands argentiers peuvent-ils aller ?



Le pilotage des économies modernes repose sur trois piliers : la politique budgétaire, la politique monétaire et l'organisation des marchés. Les électeurs choisissent la manière dont la politique budgétaire est menée et les marchés sont organisés. La politique monétaire est un cas à part, elle est confiée à des experts.

L'indépendance des banques centrales : une réponse aux excès monétaires des Trente Glorieuses

Dans les pays occidentaux, les gouvernants ont confié la responsabilité de la politique monétaire à des autorités indépendantes renouvelées périodiquement mais n'ayant pas à répondre de leurs actes devant les électeurs.

Cette pratique s'est répandue après la période de stagflation du début des années 1980. La hausse des prix du pétrole, alliée à une politique monétaire expansionniste, avait conduit à la fois à une inflation non maîtrisée et à une progression du chômage. Pour sortir de ce cercle vicieux, le gouverneur de la banque centrale américaine, Paul Volcker, avait augmenté drastiquement les taux d'intérêt causant ainsi une grave récession économique. Le chômage avait explosé mais il avait vaincu l'inflation.

L'idée que la politique monétaire répondait à des règles et principes et qu'il était préférable de la confier à des professionnels de la science économique s'est peu à peu diffusée auprès des décideurs. Les autorités politiques ont fini par accepter de se faire « hara kiri » et ont donné leur indépendance aux banques centrales. Leur mission consistait à maintenir le taux d'inflation autour de 2 % l'an.

Pour vaincre l'inflation, Paul Volcker avait eu recours aux instruments traditionnels de la politique monétaire, à savoir une action sur les taux d'intérêt à court terme au travers d'interventions sur le marché monétaire et de variations du coefficient des réserves déposées par les banques commerciales auprès de la banque centrale. Les plus anciens de nos lecteurs se souviennent peut-être de cette période au cours de laquelle les SICAV de trésorerie (indexées sur les taux à court terme) rapportaient beaucoup plus que les obligations et que l'inflation.

La baisse inexorable des taux d'intérêt

Les armes monétaires utilisées par les successeurs de Paul Volcker n'ont pas évolué. Elles consistaient toujours à agir sur les taux d'intérêt à court terme. Mais, au lieu de contenir l'inflation, elles ont été utilisées par les gouverneurs de banques centrales de la même manière que leurs prédécesseurs politiques : pour soutenir la croissance lors des chocs économiques. C'est ce qui s'est produit en 1998 lors de la faillite de LTCM ou en 2001 après l'attentat du World Trade Centre.

Les résultats semblaient concluants. La croissance était relativement soutenue et les crises rapidement résorbées. La politique budgétaire est passée au second plan. Les grandes réformes de structure sont devenues

plus rares. Tendanciellement, les taux d'intérêt ont baissé par paliers jusqu'à la Grande Crise Financière de 2008.

Cette dernière avait d'ailleurs pour origine la financiarisation de l'économie. Face à des taux d'intérêt peu rémunérateurs, les investisseurs ont acheté des fonds de dettes immobilières ou financières opaques et risqués (CLO, CDO, ...).

Une politique monétaire réinventée après 2008

Pour endiguer le choc économique, le Gouverneur de la Fed, Bern Bernanke, a ramené les taux d'intérêt à des niveaux proches de zéro. Mais cela n'était plus suffisant.

Il était certes possible de faire basculer les taux d'intérêt à court terme en dessous de zéro. Mais l'économie risquait de se retrouver dans une situation connue sous le nom de « trappe à liquidité ». Les épargnants préfèrent alors thésauriser (cash, or, compte en banque) plutôt que d'investir. Les banques sont les premières victimes de cette « trappe à liquidité », ce qui entrave la reprise économique.

Instruit par la dépression des années 1930 et la déflation affectant le Japon depuis vingt ans, Bern Bernanke a alors mis en œuvre des mesures « non conventionnelles » consistant à faire acheter massivement de la dette, souveraine au commencement, par la banque centrale américaine. Son exemple a été suivi par la Banque Centrale Européenne à partir de 2011 malgré les réticences des argentiers allemands, inquiets du retour de la « planche à billets ».

En inondant les marchés obligataires de liquidités, les banques centrales ont incité les investisseurs à acheter du papier plus risqué (obligations à haut rendement, actions), injectant ainsi du capital dans l'économie.

La Fed s'est efforcée de 2013 à 2018 de se sevrer progressivement de cette morphine financière en mettant à profit une croissance économique retrouvée ... pour y renoncer finalement en 2019 sous la pression des investisseurs. En Europe, l'anémie de l'économie n'a jamais permis à la BCE d'envisager un quelconque durcissement de sa politique monétaire.

Les déficits budgétaires nés de la Grande Crise Financière n'ont pour leur part jamais pu être totalement résorbés malgré l'entêtement de l'Union Européenne.

Aussi les autorités politiques et monétaires se sont-elles trouvées fort dépourvues lorsque l'épidémie de coronavirus fut venue au début de cette année. Encouragées par le fait que l'inflation n'a jamais donné le moindre signe de reprise depuis presque quarante ans, elles ont fait de tout bois

avec les mesures « habituelles ». Les quelques pays qui avaient des réserves en matière de taux d'intérêt (Etats Unis notamment) les ont perdues en quelques jours. Les déficits budgétaires sont appelés à être abyssaux partout dans le monde en 2020. L'assouplissement quantitatif est devenu la « nouvelle norme » sur les marchés financiers. Les banques centrales n'hésitent plus à acheter massivement des titres financiers et à élargir leur spectre d'intervention (obligations à haut rendement, obligations à long terme, actions – au Japon).

Cette intervention massive sur les marchés financiers est toutefois beaucoup plus efficace aux Etats Unis, où les entreprises s'endettent majoritairement sous forme d'obligations, qu'en Europe, où le financement est essentiellement d'origine bancaire.

Pour répondre à ce problème, la Banque Centrale Européenne a imaginé ces dernières années deux solutions, une punitive, taxer les dépôts bancaires, et une autre incitative, baisser artificiellement le coût de refinancement des banques qui prêtent à l'économie (TLTRO pour « Targeted Long Term Repo Operations »).

Cette dernière solution est devenue le principal vecteur de lutte contre la récession en Europe depuis le mois de Mars. Jusqu'à cette période, le taux auquel pouvait se refinancer les banques était lié au taux d'intervention de la BCE et ne pouvait excéder 1 %. Depuis, le lien a été rompu. Les banques qui s'engagent à prêter beaucoup à l'économie peuvent se refinancer auprès de la BCE à des taux largement inférieurs à 1 %. Elles peuvent ainsi espérer restaurer leurs marges si elles financent les entreprises alors que, jusqu'à présent, elles étaient condamnées à subir la baisse des taux.

En découplant le taux auquel les épargnants sont rémunérés et le taux auquel les banques se refinancent, la BCE amortit également les critiques des investisseurs allemands qui craignent l'euthanasie des rentiers.

Les sommes en jeu sont significatives : 1,6 milliards d'euros sur quasiment cinq mois. Grâce au TLTRO, la BCE aurait été plus active pendant la crise actuelle que la Fed.

Les Européens auraient-ils trouvé avec le TLTRO la formule magique pour combattre la récession ?

Certains imaginent une situation où le découplage pourrait être encore accentué, créant un monde où épargnants, entreprises et banquiers vivraient heureux ensemble.

Cette solution est toutefois porteuse de risques.

Au plan politique, subventionner massivement les banquiers s'est rarement révélé dans le passé être une mesure populaire, même avec de la « monnaie de singe ».

Au plan financier, la BCE va devoir comptabiliser les pertes résultant de la différence entre le taux auquel elle rémunère ses ressources et le taux auquel elle prête aux banques. Ces pertes ne portent pas à conséquence en raison de la capacité de la BCE à émettre de la monnaie. Mais la situation deviendrait problématique si elles devaient contraindre à une recapitalisation de la banque centrale.

A plus long terme, l'hydre inflationniste pourrait également ressurgir tels les barbares à la fin du livre « Le Désert des Tartares ».

Enfin, les électeurs pourraient se demander pourquoi les crises économiques et financières sont combattues en premier lieu par des experts monétaires qui, au final, ne sont responsables pendant leur mandat que devant eux-mêmes.

En conclusion, l'après seconde guerre mondiale était caractérisé par le keynésianisme budgétaire, l'après-guerre du Kippour par l'assouplissement progressif de la politique monétaire. Il serait opportun aujourd'hui de revenir aux fondamentaux de la croissance économique, notamment la productivité marginale des facteurs de production. La science économique nous enseigne que cette dernière repose notamment sur l'innovation, l'éducation, la formation, l'organisation optimale des marchés. Place aux réformes de structure ?

Pour plus d'informations :

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : info@maubourg-entreprise.fr