

LES BANQUES CENTRALES ONT-ELLES PERDU LA RAISON?

Malgré des interventions toujours plus audacieuses, les banques centrales ne parviennent pas à ranimer la croissance économique. Les injections massives de liquidités rendent les crises financières plus fréquentes et plus dévastatrices. Patrick Artus, invité de l'Heure H, sonne l'alarme.

À PROPOS DE L'HEURE H

L'Heure H est un cycle de rencontres organisé par HEC Alumni. Différents acteurs de la vie économique, civile ou associative viennent présenter leur vision, leur enthousiasme et leurs interrogations pour répondre aux défis posés par le monde actuel. Ces conférences, organisées avec l'aide de Michel Tardieu (H.66), visent à donner les clés de lecture pour mieux échanger, s'informer, réfléchir ensemble sur la société. Le conférencier répond aux questions du public en approfondissant la thématique retenue. Les bénéfices sont reversés à des associations choisies par le conférencier.

Il voulait appeler son dernier livre *Les Banquiers centraux sont des criminels*. Il s'est finalement rabattu sur un titre plus "soft", mais le cœur y est. Dans *La Folie des banques centrales*, Patrick Artus dresse un tableau inquiétant des politiques "non conventionnelles" que mènent la Fed et ses consœurs depuis une dizaine d'années et qui ont entraîné une hausse monumentale de l'endettement dans les pays développés. Les banques centrales n'ont cessé d'étendre leur domaine d'influence. Jusqu'aux années 1980, elles se contentaient de contrôler les taux d'intérêt à très court terme. Puis elles ont commencé à acheter de la dette à 5, 10, 30 ans, puis à s'intéresser à des actifs financiers de plus en plus risqués: obligations d'entreprises, "junk bonds", actions cotées en Bourse et placements en private equity. Après avoir diminué leurs taux d'intérêt jusqu'à des niveaux proches de zéro (voire négatifs), à court de munitions, elles se sont tournées vers l'instrument de la création

monétaire. Autrement dit, elles achètent des actifs financiers qu'elles payent en créant de la monnaie. "Depuis 2008, le bilan de la Réserve Fédérale Américaine est passé de 800 à 4600 milliards de dollars", illustre l'économiste en chef de Natixis.

NO LEANING, JUST CLEANING

Deux écoles s'affrontent dans le petit monde des banquiers centraux: les partisans du "leaning" et ceux du "cleaning". Les premiers estiment qu'il est de leur devoir d'empêcher les crises de se produire via des actions contra-cycliques ("leaning against the wind"). Lors des périodes fastes, ils prônent donc des politiques monétaires prudentes, voire restrictives, pour limiter la formation de bulles financières. Les seconds ne comptent pas empêcher les crises de se produire, ils laissent flamber les prix des actifs et interviennent seulement lorsque la crise financière se déclenche. C'est alors qu'ils mènent une politique monétaire ultra-expansionniste pour limiter les effets de contagion dans l'économie réelle. Les défenseurs du "cleaning" l'ont largement emporté, en commençant au Japon il y a trente ans. Entre 1985 et 1989, l'indice boursier Nikkei a triplé et le taux d'endettement privé s'est envolé. Il n'empêche,





Photo: Philippe Baudoin pour Hommes Et Commerce

Diplômé de l'École Polytechnique, de l'ENSAE et de Sciences Po Paris, Patrick Artus est chef économiste de la banque Natixis. Professeur d'économie à la Sorbonne (Paris 1), il enseigne également à l'ENSAE, à Paris-Dauphine, à l'École Nationale des Ponts et Chaussées et à HEC Lausanne. Il intervient régulièrement dans les journaux "Le Monde", "Les Echos", "Alternatives économiques", "Challenges" et "Revue Banque". Il a publié en janvier son dernier livre, *La Folie des banques centrales, pourquoi la prochaine crise sera pire* (Fayard), qu'il a corédigé avec la journaliste Marie-Paule Virard.



la BoJ (Bank of Japan) a laissé faire et s'est refusée à relever ses taux d'intérêt. Mais les arbres ne montent jamais jusqu'au ciel. Au début des années 1990, les prix de l'immobilier et les cours boursiers se sont effondrés. La BoJ a ramené ses taux d'intérêt à zéro. Trente ans plus tard, ils n'ont pas bougé de ce niveau. Même topo pour la Fed dans les années 2000. "Voilà le problème majeur que posent les banques centrales : elles mènent des politiques monétaires relativement expansionnistes quand ça va bien, et ultra-expansionnistes quand ça va mal. Elles ne sont jamais restrictives", résume Patrick Artus.

Cette fuite en avant a alimenté l'endettement dans des proportions vertigineuses. En zone euro, la dette privée, contractée par les ménages et les entreprises, représente désormais 160% du PIB. En y ajoutant la dette publique (environ 100% du PIB), on atteint un endettement total équivalent à 260% du PIB. Au Japon, le ratio atteint même 400%, soit l'équivalent de quatre années d'activité ! "Historiquement, on a connu de tels ratios à deux reprises : en 1918 et en 1945. Mais jamais en période de paix", souligne Patrick Artus.

LE GAG DE L'INFLATION

Les pratiques donc, mais aussi les missions des banques centrales, se voient remises en question. En particulier l'objectif d'une inflation proche de 2%. Ces dernières années, l'inflation dans les pays occidentaux a oscillé entre 0 et 1%. Faut-il vraiment le déplorer, étant donné qu'elle découlait d'une augmentation plus lente du prix des services ? C'est bien le consommateur qui profite de la concurrence dans les forfaits télécoms, de la guerre des prix entre VTC et taxis, du développement des compagnies aériennes low cost et de l'irruption des nouveaux acteurs du digital dans la banque et l'assurance. "Notre pouvoir d'achat bénéficie de tout cela. La volonté des banques centrales de faire monter l'inflation est gageuse...", juge Patrick Artus. Qui plus est, le lien entre création monétaire et inflation a été rompu, laissant les banques centrales impuissantes dans ce domaine. "Sur les quinze dernières années, la quantité de monnaie créée par la Fed a bondi de 600% et cela n'a eu aucun impact sur la hausse des prix. Pire : au Japon, cela fait trente ans que la BoJ crée de la monnaie et l'inflation est négative", relève l'économiste.

UNE BULLE OBLIGATAIRE IRRÉVERSIBLE

Si l'injection massive de liquidités n'a pas affecté le niveau des prix, elle a en revanche nourri une bulle obligataire autrement plus dangereuse que la bulle immobilière américaine de 2007, et qui donnera lieu à une "crise bien pire", prévient Patrick Artus. La Banque centrale européenne (BCE) participe de ce mouvement, elle qui continue de mener une politique "extrêmement expansionniste". Elle

20 000 milliards de dollars

La somme des liquidités mondiales aujourd'hui, c'est trois fois plus qu'en 2008 et dix fois plus qu'en 2000.

applique un taux de -0,40% à la facilité de dépôt des banques. "C'est donc une taxe levée par la BCE sur la liquidité bancaire !" traduit l'économiste. L'objectif de Mario Draghi est de créer près de 1000 milliards d'euros par an, soit 10% du PIB de la zone euro.

Un tel déversement de liquidités a fait chuter la rémunération des obligations : "Le taux d'intérêt à dix ans de la zone euro devrait avoisiner les 3%, il se situe en réalité autour de 0,5-0,6%. Les obligations valent beaucoup trop cher", diagnostique Patrick Artus. Mais si la BCE met fin à sa politique ultra-accommodante et laisse augmenter les taux d'intérêt, donc diminuer les prix des actifs, les créanciers vont réaliser de gigantesques pertes. Les premières victimes seront les banques et assureurs du Vieux Continent, premiers détenteurs d'obligations européennes.

Une situation inextricable ? Nombre d'économistes se veulent rassurants et mettent en avant un scénario "rose" selon lequel l'Europe peut encore se désintoxiquer de la bulle obligataire. Il faudrait pour cela une décennie de croissance continue en zone euro, sans aucun choc. La BCE en profitera pour augmenter graduellement ses taux d'intérêt. "Je n'y crois pas, tranche Patrick Artus. Cela fait très longtemps qu'on n'a pas eu dix années tranquilles, sans crise." Et de citer l'exemple des États-Unis : en décembre dernier, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 points de base, à 0,5%. La première hausse en une décennie. Mais l'économie américaine montre depuis des signes de ralentissement et les analystes ne croient déjà plus à une nouvelle hausse des taux.

Bref, pour Patrick Artus, la bulle obligataire est malheureusement devenue irréversible. "La politique monétaire expansionniste est comparable aux antibiotiques. C'est un traitement ponctuel qu'on prend pour remédier à une crise. Si vous prenez trop longtemps des antibiotiques, non seulement ils deviennent inefficaces mais vous ne pouvez plus arrêter d'en prendre. Je crains qu'on en soit arrivé là." ●