

Les banquiers centraux face à «la plus grande expérimentation monétaire»

 mediapart.fr/journal/international/250816/les-banquiers-centraux-face-la-plus-grande-experimentation-monetaire

Que faire ? Depuis le début de la crise financière, la question s'est posée à de nombreuses reprises aux banquiers centraux. Mais elle s'impose avec encore plus d'acuité pour la réunion de Jackson Hole (Wyoming), où nombre de banquiers centraux se retrouvent traditionnellement le dernier week-end d'août. Les « maîtres du monde » sont pris de doute.

Leur interrogation ne se résume pas à la seule question de savoir si la Réserve fédérale va augmenter ses taux directeurs, aujourd'hui à 0,5 %, ni à quelle date, comme semblent l'accréditer de multiples commentateurs d'un monde financier devenu totalement dépendant de l'argent des banques centrales. Le malaise est beaucoup plus grand.



Mario Draghi, président de la BCE, et Janet Yellen, présidente de la Fed, à Jackson Hole en 2014 © Reuters

Croissance faible, inflation faible, système bancaire sous tension et maintenant contestations politiques et sociales marquées par le Brexit et l'avènement d'une candidature comme celle de Donald Trump... En dépit des centaines de milliards déversés, d'une politique de taux zéro menée sans discontinuer depuis huit ans, de l'utilisation de tous les outils monétaires non conventionnels possibles, les banquiers centraux ont certes réussi à éviter l'implosion du système financier, mais ils ne sont pas parvenus à relancer l'économie mondiale.

« Les banquiers centraux sont en train de poursuivre ce qui est sûrement la grande expérimentation en matière de politique monétaire dans l'histoire du monde. Nous sommes dans des eaux inconnues et il est impossible de prédire les conséquences accidentelles liées à des taux d'intérêt très bas, avec quelque 30 % des dettes souveraines dans le monde affichant des taux négatifs, combinés avec des quantitative easing (mesures monétaires non conventionnelles) massifs », commentait Jacob Rothschild, président du fonds londonien RIT Capital Partners, [en avant-propos de ses résultats semestriels](#).

En quelques jours, ce commentaire a fait le tour de la planète financière. « *Expérimentation* », c'est bien l'analyse que font de plus en plus d'économistes et de financiers, quand ils ont à se pencher sur les politiques monétaires occidentales (la Chine ne différant guère en la matière). Les banquiers centraux eux-mêmes conviennent qu'ils sont sans doute arrivés au bout d'un cycle.

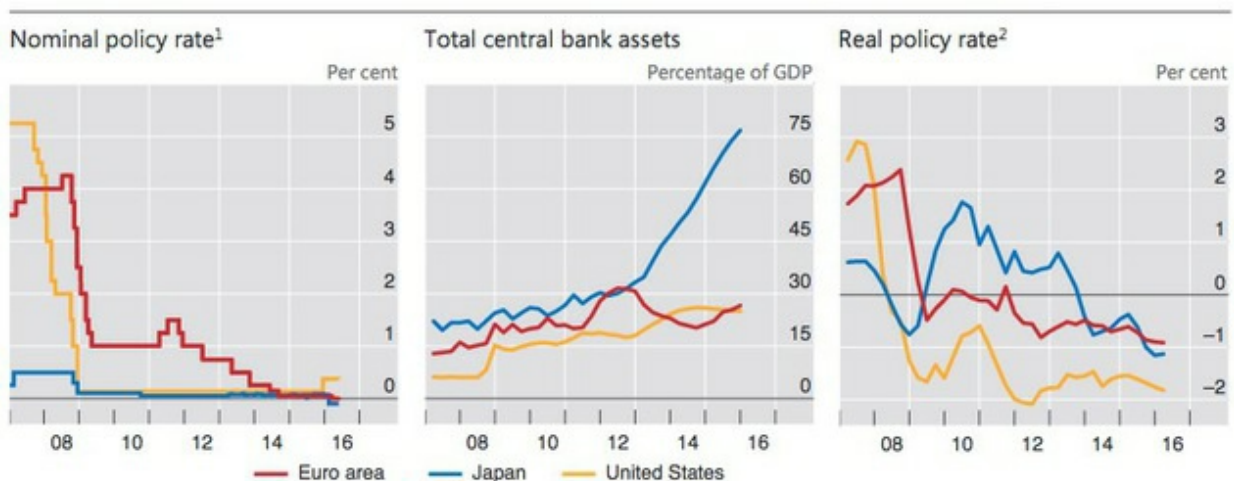
Pourtant, ils ont les plus grandes difficultés à aller jusqu'au bout de leur raisonnement. La seule perspective de toucher un seul élément de l'immense puzzle monétaire international en fait trembler plus d'un : le moindre changement ne va-t-il pas provoquer à nouveau une crise systémique, qui pourrait être pire que celle de 2008, comme le prédisent certains ? Mais ne rien toucher ne va-t-il pas conduire à une explosion du système à plus ou moins long terme, comme le soutiennent avec assurance d'autres ? Bref, tout le monde semble tétanisé. État des lieux d'un monde qui ne sait pas comment sortir de la crise.

Les politiques monétaires non conventionnelles à bout de souffle

L'aveu a été fait il y a quelques jours. « *La politique monétaire ne peut pas tout* », a dû reconnaître Stanley Fischer, le très écouté vice-président de la Réserve fédérale. Ce constat d'impuissance – le président de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi avait dressé le même il y a déjà plus d'un an – s'est imposé par les chiffres.

En huit ans, les banques centrales des États-Unis, de la zone euro, du Japon, de la Grande-Bretagne, sans parler de la banque de Chine, ont déversé l'équivalent de plus de 10 000 milliards de dollars dans le monde financier. Les taux directeurs ont été ramenés à zéro, voire sont passés en négatif. Les rachats massifs de dettes souveraines, qui figurent parmi les mesures les plus prisées des politiques de *quantitative easing*, les ont amenées à des taux négatifs. Désormais, l'Allemagne, la France, l'Espagne, l'Italie, le Japon, mais aussi la Norvège et la Suède empruntent à des taux négatifs, sur des périodes allant de deux à dix ans. La Suisse peut emprunter en dessous de zéro jusqu'à cinquante ans. Selon l'agence de notation Fitch, le montant total de la dette souveraine, qui navigue à des taux négatifs sur les marchés obligataires, a franchi la barre des 10 000 milliards de dollars (environ 8 863 milliards d'euros) en juin.

La contrepartie de ces politiques se retrouve dans les bilans des banques centrales. Celles-ci ont pris tous les risques. Les banques centrales ressemblent à des *hedge funds*, disent plusieurs commentateurs en regardant leurs bilans gonflés à l'hélium. D'août 2007 à août 2016, les actifs détenus par la Réserve fédérale sont passés de 869 milliards de dollars à plus de 4 400 milliards de dollars, les bons du Trésor américains et les crédits hypothécaires se disputant les meilleures places. La banque du Japon a plus que triplé son bilan sur la même période. Ses actifs représentent l'équivalent de 75 % du PIB du Japon (4 110 milliards de dollars en 2015). Selon les estimations, elle détient près de 60 % des titres obligataires japonais et 15 % des actions. Quant à la BCE, son bilan a plus que doublé depuis le début de la crise, pour atteindre 3 313 milliards d'euros. L'explosion est telle que certains économistes se demandent quelles marges de manœuvre auront encore les banques centrales en cas de récession.



Tant d'efforts et de risques, pour un résultat décevant. Car rien ne repart comme attendu. « *Il y a une accumulation de preuves que la politique monétaire est inefficace* », note le prix Nobel d'économie Paul Krugman. La croissance demeure anémique dans tous les pays occidentaux, les dévaluations successives des uns et des autres s'annulant mutuellement. Les États-Unis, même s'ils ont rebondi bien plus fortement que les autres, n'ont jamais retrouvé le niveau de croissance d'avant la crise. Le Japon, en dépit de tous les subterfuges, reste en stagnation permanente, [englué dans une trappe de liquidités dont il ne sait comment se défaire depuis plus de vingt ans](#). La zone euro bringuebale, alors que le chômage de masse s'enkyste dans toute l'Europe du Sud. Les inégalités ne cessent de se creuser dans tous les pays, nourrissant des tensions sociales et politiques grandissantes.

Pour s'en tenir à l'inflation, qui sert de maître étalon à toutes les politiques monétaires des banquiers centraux, celle-ci n'est pas revenue autour de 2 % comme le prévoyait la théorie. Le monde semble même toujours pris dans une spirale déflationniste. Selon les derniers chiffres disponibles, le taux d'inflation en rythme annuel ne dépasse pas 0,8 % aux États-Unis. Il est à peine de 0,2 % dans la zone euro. Et au Japon, il est descendu à -0,4 % en juin.

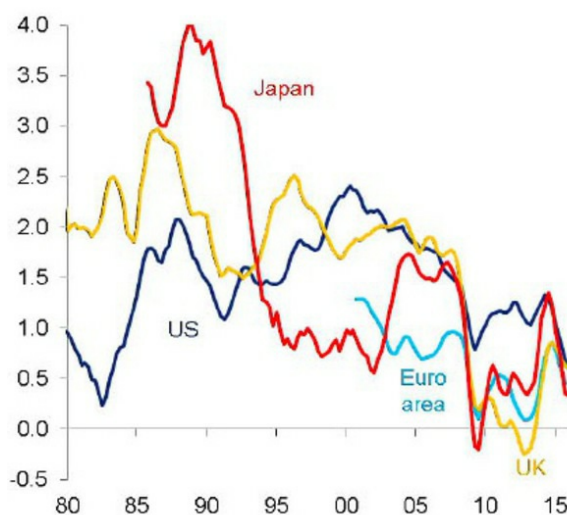
Une chute historique de la productivité

Face à ces résultats imprévus, les économistes et les banquiers centraux mettent en avant la trop faible croissance, la chute de la productivité qui n'a jamais retrouvé son rythme antérieur à la crise de 2008, le vieillissement de la population et un excès de l'épargne mondiale.

« *Des années de déversement de centaines de milliards de dollars, d'euros ou de yens dans l'économie en achetant des dettes des gouvernements ou d'autres obligations n'ont pas produit le rebond de l'inflation que les textes économiques prédisaient. Les taux à des niveaux historiquement bas n'ont pas amené un bond des investissements et des dépenses qui auraient conduit à des prix plus hauts* », [relève Mark Gilbert, un chroniqueur de l'agence Bloomberg](#). Avant de conclure : « *Les économistes des banques centrales devraient reconnaître que le monde ne répond pas à leur modèle de la façon qu'ils attendaient ou souhaitaient.* »

Lower productivity

Average annual productivity growth, rolling 5y



Source: US Bureau of Economic Activity, Japan CAO, Eurostat, ONS.

La finance à l'épreuve des taux zéro

Ces critiques ne sont pas nouvelles. Depuis longtemps, des économistes soulignent les dangers des politiques monétaires trop accommodantes : une fois passés la crise et le nécessaire besoin d'assurer une liquidité à un système financier en syncope, celles-ci ne peuvent que nourrir des bulles d'actifs (immobilier, actions, obligations) pour les uns, ou faire plonger les économies dans des trappes de liquidités pour les autres, et peut-être les deux à la fois pour certains.

Les banquiers centraux eux-mêmes ont souligné à plusieurs reprises les limites de politiques monétaires trop complaisantes. Pourtant, dès la première alerte, ils replongent sans aucune hésitation. Le gouverneur de la banque du Japon, Haruhiko Kuroda, avait écarté en janvier lors du sommet de Davos tout recours à des taux d'intérêt négatifs, les jugeant « dangereux ». Quelques semaines plus tard, il décréta des taux d'intérêt négatifs dans l'espoir de redresser l'économie japonaise. Et il n'exclut plus d'aller encore plus loin dans les territoires négatifs. De la même façon, la première décision du gouverneur de la banque d'Angleterre, Mark

Carney, après le Brexit, a été de relancer une baisse des taux, ramenés à 0,25 %, et un *quantitative easing*, afin d'amortir le choc du vote britannique.

Bilan de la banque centrale européenne © DR

La BCE est allée encore plus loin. Depuis le début de l'année, des économistes débattent de la suggestion de Milton Friedman de « *l'helicopter money* ». Si l'économie ne répondait pas à toutes les incitations des banques centrales, en raison de défaillances dans la transmission monétaire, les banquiers centraux avaient encore le recours de distribuer directement de l'argent à toute la population en le lançant du haut d'un hélicoptère, avait en résumé expliqué le maître à penser de toute l'école monétariste.

« *C'est une théorie séduisante, mais nous n'avons jamais étudié cette possibilité* », avait répondu Mario Draghi en mars, lors de sa conférence de presse mensuelle.

Pourtant, la BCE en est-elle si loin ? [Le Wall Street](#)

[Journal vient de révéler cette semaine](#) que la BCE avait souscrit deux opérations obligataires des groupes espagnols Iberdrola et Repsol, conçues à dessein pour être réservées à la seule banque centrale, dans le cadre de son programme de rachat de titres de crédits d'entreprise.

« *Il existe des limites naturelles au processus monétaire – jusqu'où les taux d'intérêt peuvent être poussés dans des territoires négatifs, jusqu'où les bilans des banques centrales peuvent grossir, jusqu'où les [spreads](#) peuvent être écrasés et les prix des actifs soutenus (...). Alors que ces limites approchent, l'effet marginal de cette politique tend à s'amoindrir, et les effets de bord [négatifs – ndr] – que ce soit de nature strictement économique ou de politique économique – tendent à augmenter* », prévient à nouveau [la Banque des règlements internationaux dans son dernier rapport annuel](#), soulignant les risques grandissants d'instabilité financière créés par les politiques monétaires actuelles.

Certains observateurs ont été surpris la semaine dernière en découvrant que la [banque coopérative bavaroise Raiffeisenbank](#) allait taxer les dépôts de particuliers supérieurs à 100 000 euros. Cette taxe de 0,4 % est destinée à compenser tous les effets de la politique de taux négatifs menée par la BCE depuis deux ans. Mais la banque bavaroise n'est pas la première. En Suisse, en Norvège, au Danemark, des établissements bancaires ont également pris la décision de prélever des frais sur les comptes bénéficiaires de particuliers. Cette semaine, [le président de la Royal Bank of Scotland a annoncé](#) qu'il allait aussi taxer ses gros clients qui déposent de l'argent en garantie de leurs opérations de trading. La mesure ne concerne pas les particuliers. Pas encore.

Car c'est un des effets négatifs, un des plus visibles, des politiques monétaires actuelles. Si les banques centrales, grâce aux milliards de liquidités déversés, assurent, depuis le début de la crise financière, le soutien et la fortune des activités de marché, pour la plus grande joie des 1 % les plus fortunés qui en sont les premiers bénéficiaires, elles sont en train de fragiliser tout le système bancaire traditionnel – celui des dépôts et des crédits dont a besoin toute économie – par leur politique de taux zéro ou négatif.

Tout le modèle bancaire traditionnel repose sur ce rôle d'intermédiation entre les dépôts et les crédits, les commissions prélevées qui vont avec, et sur la rémunération du risque et du temps. Mais quand l'argent vaut zéro, voire a des taux négatifs, tous les repères disparaissent. Les commissions fondent comme neige au soleil et l'argent déposé devient un coût. Ce qui représente une grande première dans l'histoire monétaire. Une anomalie qui montre que quelque chose ne tourne plus rond.

Lire aussi

- [Crise financière: les banques centrales mises en accusation](#) Par [Philippe Riès](#)
- [Un été économique meurtrier \(4/4\). Les banques centrales ont-elles encore la main?](#) Par [martine orange](#)



- [Les banques centrales sont-elles le prochain maillon faible?](#) Par Ludovic Lamant
- [«Abenomics» : le fiasco, en attendant pire...](#) Par Philippe Riès
- [Le bateau ivre de la politique monétaire américaine](#) Par Philippe Riès

Toutes les banques de détail sont aujourd'hui à la peine. [Le président de la Deutsche Bank](#), très fragilisée, vient à son tour de dénoncer la politique de taux zéro qui, selon lui, met en danger tout le système bancaire européen. Car comme il faut toujours satisfaire les actionnaires, afficher des résultats toujours en progression, cela les conduit à prendre encore plus de risques dans leurs activités de marché, dans l'espoir de compenser les pertes dans leurs activités traditionnelles. Cela va à l'exact opposé de la mission première des banques centrales, censées assurer, surtout après la crise financière, la stabilité du système bancaire.

Mais il n'y a pas que les banques qui sont touchées. Les assurances, les fonds de pension, les systèmes de retraite se retrouvent aussi complètement déstabilisés. La réglementation, dans pratiquement tous les pays, leur impose d'avoir des placements sécurisés à long terme, afin de pouvoir faire face à leurs risques et obligations futurs. Ce sont les premiers acheteurs d'immobilier et d'obligations : les deux premiers secteurs pris aujourd'hui dans la bulle financière créée par les banques centrales.

Contrairement aux espoirs de favoriser la reprise de l'investissement, les taux zéro ont en effet suscité un déplacement vers des actifs de repli. Les prix de l'immobilier ont explosé dans certaines villes ou régions bien placées, soutenus par un crédit à peu de frais. Dans le même temps, les assureurs et les fonds de retraite se sont retrouvés à concurrence directe avec les banques centrales sur le marché obligataire : les uns comme les autres achètent les mêmes dettes d'État et les mêmes obligations d'entreprise, censées être sans risque. La demande excédant l'offre, cela pousse les prix des titres obligataires à la hausse et les rendements de ces mêmes titres à la baisse dans des territoires de plus en plus négatifs. Ce mouvement explique que 30 % des dettes souveraines offrent désormais des rendements négatifs.

Changer de modèle ?

« Les rendements globaux sont au plus bas des 500 ans de l'histoire répertoriée. Il y a 10 000 milliards de dollars d'obligations qui affichent désormais des taux négatifs. C'est une supernova qui va exploser un jour », a prévenu Bill Gross, patron du fonds Janus Capital, considéré comme un des gourous du marché obligataire dans le monde financier.

[Lorsque le ministre allemand des finances, Wolfgang Schäuble](#), s'insurge au printemps contre la politique laxiste de la BCE, il ne le fait pas seulement au nom du respect des règles et des traités européens mais aussi en pensant à son électorat, aux retraités allemands qui se retrouvent en première ligne. Car les conséquences se font déjà sentir. Les systèmes de retraite par capitalisation, qui avaient vécu sans souci pendant des années en profitant de la croissance exponentielle des marchés, sont sous tension : les rendements actuels ne leur permettent plus de couvrir leurs engagements futurs, c'est-à-dire les retraites qu'ils se sont engagés à verser à l'avenir à leurs assurés. [Selon une étude de Citi](#), les fonds de pension figurant dans l'indice S&P 500 affichaient, fin 2015, un trou de 375 milliards de dollars sur les engagements futurs.

Les salariés, déjà touchés par la stagnation des salaires, voient le montant de leur épargne diminuer à vue d'œil. *« Les épargnants devaient mettre de côté 8 % de leurs revenus chaque année pendant quarante ans pour espérer toucher un revenu équivalent à 75 % de leur dernier salaire au moment où ils partaient à la retraite. Ils doivent désormais épargner 15 % de leur salaire pour atteindre le même niveau de revenu, au moment de leur retraite, compte tenu de la baisse des taux », écrit le [Financial Times](#) dans une longue enquête sur la crise des retraites.*

C'est un de ces effets de bord que n'avaient pas prévus les banques centrales, dénoncent certains économistes. Loin d'inciter les gens à dépenser, les taux bas les poussent au contraire à accumuler une épargne de précaution supplémentaire, dans l'espoir de conserver les mêmes revenus à la retraite. Ce serait, selon eux, un des facteurs qui contribuent à alimenter l'excès d'épargne dans le monde, celle-ci ne cherchant à s'investir que dans des placements censés être sûrs.

Les critiques sur les politiques monétaires sont en train de se répandre jusqu'au sein des conseils des banques centrales. « *Les banques centrales et les gouvernements devraient réévaluer l'efficacité de leurs approches actuelles et reconsidérer avec soin la redéfinition de leur politique économique* », prévient ainsi [John Williams, président de la banque de la réserve fédérale de San Francisco, dans un article critique publié à la mi-août.](#)

Comme ils sont entre économistes, tout le débat se déroule autour des modèles. Un sujet est appelé à être au centre des discussions de la réunion de Jackson Hole : le R^* pour R-star. En résumé, il s'agit du taux d'intérêt naturel d'une économie, hors inflation. D'après leurs calculs, celui-ci est au plus bas depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, tournant autour de zéro voire en dessous de zéro dans les économies occidentales.

Cette baisse, selon eux, illustre un changement de paradigme : le modèle économique qui a prévalu pendant plus de soixante ans est mort. Il faut oublier les croissances de 4-5 % des années 1970, et même de 2 % du début des années 2000. Toutes ces années n'ont peut-être été qu'un moment exceptionnel. L'économie renoue avec ses tendances séculaires, marquées par des croissances très faibles voire pas de croissance du tout, selon eux. Plutôt que de s'échiner, à coups de centaines de milliards de dettes, à retrouver un passé qui ne reviendra plus, les politiques économiques doivent s'adapter à cette nouvelle normalité.

John Williams en tire la conclusion que les économies mondiales sont appelées à connaître un environnement où les taux d'intérêt seront durablement bas, où les récessions seront plus profondes et plus longues, où les banques centrales devront utiliser encore plus des outils non conventionnels pour en sortir. Mais où aussi les politiques budgétaires, les grandes oubliées de cette période libérale, devraient avoir un rôle plus important à jouer, non pas en lançant quelques grands programmes mais en mettant en place sur le long terme des instruments contra-cycliques qui puissent jouer le rôle de stabilisateurs lors des retournements, en investissant notamment dans l'éducation.

L'ancien secrétaire américain au Trésor, Larry Summers, [qui a popularisé l'idée de la stagnation séculaire depuis plusieurs années](#), lui a répondu. S'il est d'accord avec les investissements à long terme dans l'éducation, il croit encore aux bénéfices des stimulus économiques, aux grands programmes. Les investissements dans les infrastructures, dans la protection sociale, une nouvelle politique fiscale pour soutenir l'investissement, tous ces éléments peuvent constituer des outils, selon lui, [pour sortir du malaise économique.](#)

Les débats n'en sont qu'à leurs prémices. S'ils marquent une rupture avec la pensée néolibérale qui a dominé pendant trente ans, en acceptant de redonner un rôle aux politiques budgétaires et aux États, ils restent cependant sur le bord des changements. Nulle part il n'est question d'un autre modèle, plus respectueux de l'environnement, prenant en compte les changements climatiques. Il s'agit plutôt de retrouver avec des accommodements le modèle d'après guerre, quoi qu'ils en disent, tant celui-ci reste dans les mémoires.

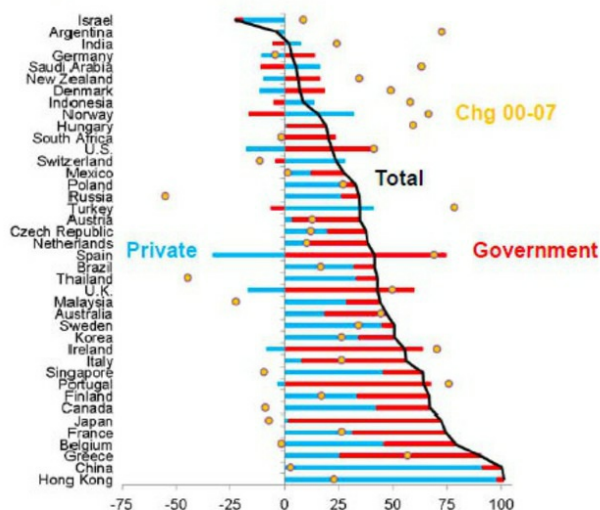
La hausse continue de l'endettement © BIS

De plus, dans tous ces débats savants, un sujet n'est jamais réellement abordé : celui des dettes des pays comme des agents privés. Or c'est un éléphant dans la pièce. Loin d'arrêter le mouvement, la crise financière a au contraire accéléré l'endettement à tous les niveaux. Les centaines de milliards à taux zéro déversés par les banques centrales ont incité les acteurs privés à s'endetter tant et plus, y compris dans les entreprises pour racheter leurs propres actions et verser des dividendes exceptionnels. Les États, eux, ont pris en charge l'essentiel de la note de la crise financière et ont continué à s'endetter pour maintenir leur économie, même quand ils prônaient une rigueur économique et un ajustement budgétaire. Aujourd'hui, tous croulent sous les dettes. L'endettement du Japon dépasse les 240 % de son PIB.

Cette masse de dettes pèse aujourd'hui sur toutes les économies, empêche toutes les évolutions et les changements, nourrit les malaises sociaux et politiques. Les banques centrales ont essayé d'en rogner l'importance en relançant l'inflation. Elles ont échoué, piégeant au passage toutes les économies dans une trappe de liquidités. Il faudra bien accepter un jour ou l'autre, le plus vite serait le mieux, de réfléchir aux moyens pour en annuler une grande partie. Sous peine de voir nos sociétés s'enfoncer dans le malaise.

Total debt has risen almost everywhere

Change since 07 in nonfin debt/GDP, %



Source: BIS.