

Les banques centrales doivent changer de cap pour éviter une éventuelle crise financière

L'effet de levier élevé représente un grand danger si la Fed ne modifie pas son "approche statique".

Jacques de Larosière

Ancien directeur général du Fonds Monétaire International
Gouverneur de la Banque de France

Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF)

7 juillet 2021

Les banques centrales du monde entier, la Réserve fédérale en tête, semblent vouloir s'en tenir à l'"approche statique" de la politique monétaire, en maintenant leur position non conventionnelle actuelle aussi longtemps que possible. Cette politique est inadéquate pour résoudre les véritables défis du monde et comporte de nombreux dangers. Suivre cette voie pendant la reprise après le Covid-19 pourrait déclencher une crise financière, entraînant toutes les conséquences économiques et sociales négatives qui en découlent. Elle affaiblirait les systèmes bancaires et d'assurance dont la rentabilité a été affectée - notamment en Europe - par des taux d'intérêt bas ou négatifs. En outre, elle maintiendrait en vie, de manière injustifiée, des entreprises "zombies" surendettées et non compétitives qui ne survivent que parce que la politique monétaire leur accorde une subvention des taux d'intérêt.

La politique monétaire était déjà dans l'impasse avant que la Covid-19 ne frappe. Le système avait été submergé de liquidités par la politique monétaire très accommodante de la dernière décennie. Cela a poussé la dette mondiale à 355 % du produit intérieur brut mondial, un record en temps de paix.

L'énorme effet de levier a affaibli le système financier et mis en danger la stabilité. L'inflation des prix à la consommation est restée modérée, mais les prix des actifs financiers et de l'immobilier sont montés en flèche.

Le maintien de taux d'intérêt très bas pendant quelques années supplémentaires intensifierait les conséquences déjà négatives pour la croissance et l'emploi. L'abondance de liquidités et les faibles taux d'intérêt n'entraînent pas une augmentation des investissements productifs, mais une accumulation de liquidités. Depuis 2008, la masse monétaire M0 (billets de banque en circulation et réserves bancaires détenues par les banques centrales) a augmenté de 13,5 % par an dans les principaux pays, soit quatre fois plus vite que la croissance économique nominale. Au cours de la même période, M3, qui comprend les dépôts bancaires (et reflète donc la fonction de transformation du secteur bancaire), a connu une croissance beaucoup plus modérée – 3,5 % par an dans la zone euro –, ce qui montre que la création monétaire des banques centrales ne s'est pas infiltrée dans l'économie.

Le Comité Fédéral de l'Open Market, lors de sa réunion de la mi-juin, a indiqué que les taux d'intérêt pourraient augmenter en 2023, soit un an plus tôt que prévu. Cependant, la Fed semble toujours réticente à s'éloigner de son "approche statique". La Fed fait valoir que la demande mondiale est faible et que l'épargne est élevée, de sorte que les mesures de relance doivent se poursuivre. Elle craint qu'un resserrement prématuré ne perturbe les marchés et ne déclenche une récession.

La Fed a déployé toute une série d'arguments pour défendre sa politique. Les récents signes de surchauffe et d'inflation sont considérés comme liés aux secteurs touchés par la pandémie, qui sont maintenant en train de rebondir. La poussée de l'inflation, liée également à la hausse des prix de l'énergie et aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, serait temporaire et s'atténuerait à mesure que l'économie se normalise. La partie "rigide" de l'indice des prix à la consommation, telle que calculée par la Fed d'Atlanta, est toujours plate : les prévisions d'inflation à cinq ans tournent autour de 2 %. En outre, les marchés du travail n'ont pas atteint le plein emploi (et l'inclusion). Les arguments de la Fed vont à l'encontre des faits. L'investissement productif non résidentiel a considérablement diminué au cours des dix dernières années de taux d'intérêt quasi nuls, passant de 14,4 % à 12 % du PIB mondial. Le "piège à liquidités" redouté par Keynes est désormais visible, notamment en Europe. L'épargne n'étant plus rémunérée, les ménages préfèrent conserver leur argent sous les formes les plus liquides (billets de banque, dépôts à vue, etc.) plutôt que d'investir dans des projets à long terme plus risqués et sans rendement.

Il est temps que les banques centrales commencent à changer de braquet et à resserrer leur politique. Divers facteurs - la relance budgétaire américaine, les pénuries de main-d'œuvre qualifiée, les goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement et les premiers signes d'une inflation de 4 % et plus - vont tous dans le même sens. Il semblerait prudent que la Fed sorte progressivement du piège actuel, en réduisant les achats mensuels d'obligations et en ne réinvestissant pas systématiquement toutes les obligations arrivant à échéance. Si la Fed ne commence pas à changer de cap maintenant, elle pourrait être confrontée à une tâche beaucoup plus difficile si l'inflation s'installe dans les années à venir. En tardant, la Fed pourrait devoir recourir à un resserrement beaucoup plus intensif, avec des conséquences encore pires pour la croissance.

Le monde s'est habitué à une dette publique et privée toujours plus élevée. L'effet de levier élevé a augmenté massivement les valorisations des marchés. Cela présente de grands dangers si l'inflation et des taux d'intérêt plus élevés se réinstallent. Cela est loin d'être improbable, compte tenu des facteurs structurels et démographiques en jeu. Dans ce cas, les institutions fortement surendettées commenceraient à rencontrer des difficultés pour rembourser leurs dettes et le retournement du marché pourrait bien conduire à une récession. Les banques centrales seraient alors confrontées à un choix peu enviable : lutter contre l'inflation avec des taux d'intérêt beaucoup plus élevés, au détriment de la croissance, ou laisser l'inflation exploser, en courant le risque de stagflation.

Au-delà, la domination budgétaire qui s'opère actuellement comporte deux autres dangers. Elle remet en question l'indépendance des banques centrales. Plus important encore, elle

constitue un frein majeur empêchant les gouvernements de s'engager dans les réformes structurelles qui sont vitales pour relever les défis fondamentaux de la crise climatique mondiale. Ces défis ne peuvent être résolus en imprimant toujours plus d'argent.