

Politique monétaire: le testament de Mario Draghi

 mediapart.fr/journal/economie/250719/politique-monetaire-le-testament-de-mario-draghi

Martine Orange, *Mediapart*, 25 juillet 2019

Ce n'est que partie remise. Pour son avant-dernière réunion de la Banque centrale européenne (BCE) avant la fin de son mandat, Mario Draghi a décidé de ne pas modifier sa politique monétaire et de conserver ses taux directeurs déjà négatifs (0,4 %). Mais le président de la BCE a tout de suite indiqué qu'un retour à une politique monétaire non conventionnelle est possible dès septembre. « *Le Conseil des gouverneurs a chargé les comités concernés de l'Eurosystème d'examiner différentes options, notamment les possibilités de renforcer ses orientations sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (forward guidance), des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs [quantitative easing – ndlr]* », est-il indiqué dans le communiqué de la BCE.

Les investisseurs financiers n'en attendaient pas moins du président de la BCE. Mario Draghi qui avait été l'homme de toutes les audaces, du « *whatever it takes* » (quels que soient les moyens) de l'été 2012 au moment où l'euro et la zone euro menaçaient de s'effondrer, se doit, selon eux, de laisser un testament avant son départ, de formater la politique monétaire européenne pour l'avenir, en intervenant même de façon préventive. Ils ont toutes les chances d'être entendus : les mesures que la BCE se propose de prendre vont lier durablement les mains de Christine Lagarde, appelée à le remplacer. Il sera difficile pour la BCE de retrouver les chemins d'une politique conventionnelle dans les années à venir. Et c'est bien ce que veut le monde financier : être assuré que la BCE et les banques centrales en général seront toujours derrière lui pour couvrir toutes ses erreurs.



© Reuters

Fin 2018, Mario Draghi n'avait pas renoncé pourtant à revenir à une politique monétaire plus conforme aux usages. Dix ans après le début de la crise financière de 2008, la zone euro semblait enfin sortir du marasme dans lequel elle avait été plongée. La croissance était revenue, pas aussi brillante que la BCE aurait pu l'espérer après tant d'années de crise, laissant des stigmates dans des régions entières de la zone euro. Mais enfin, la croissance était bien là. Il avait fallu que la banque centrale injecte plus de 4 000 milliards d'euros dans le système financier européen pour obtenir une reprise à peu près normale de l'économie européenne. Ce qui, au passage, pose quelques questions sur l'efficacité d'une politique reposant sur une débauche de moyens financiers pour un si piètre résultat. L'heure était donc venue de couper les assistances au monde financier, avait conclu Mario Draghi, avant de fermer les robinets des rachats de titres fin décembre 2018.

Quelques semaines plus tard, le président de la BCE a fait volte-face. Les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis notamment, le ralentissement de la conjoncture mondiale, la dégradation rapide des exportations allemandes, principal moteur de l'économie européenne et le nouveau plongeon de l'Italie dans la récession – la troisième en moins de dix ans –, les dangers provoqués par le Brexit, justifiaient de revisiter les choix de la banque centrale, expliqua-t-il. Dès mars 2019, Mario Draghi a fait volte-face: la banque centrale européenne est prête à utiliser tous les moyens à sa disposition pour aider la zone euro, annonçait-il.

Au même moment, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, qui avait longtemps résisté aux pressions de Donald Trump et du monde financier – au point de déclencher une crise boursière à la fin de 2018 – rendait lui aussi les armes : il annonçait que la Réserve fédérale allait renoncer à sa politique de normalisation monétaire – qui s'est traduite par une remontée progressive des taux directeurs depuis 2015 (ils sont entre 2,25 et 2,5 %) – et qu'elle n'hésiterait pas à renouer avec une politique non conventionnelle, si les circonstances l'exigeaient.

La Réserve fédérale devrait acter ce changement dès la réunion des 30 et 31 juillet. Les marchés spéculent sur une baisse d'au moins un quart de point (0,25 %) des taux directeurs américains. Mais ils aimeraient que cela soit d'au moins un demi-point (0,50 %).

La BCE a décidé de temporiser un peu, ce qui lui permet de couper court aux accusations de manipulations de change lancées par Donald Trump, ce dernier soupçonnant l'Europe de faire baisser artificiellement sa monnaie face au dollar en jouant sur les taux, afin de soutenir ses exportations.

Plus que l'alignement des politiques monétaires des grandes banques, la nouveauté réside dans les motivations qui ont conduit à ces volte-face. Pour la première fois, les banques centrales décident d'agir préventivement, avant même que le retournement ait lieu, avant même qu'une crise soit survenue.

Car à s'en tenir aux théories économiques les plus classiques, auxquelles se rattachent les banquiers centraux, rien ne justifie à ce stade un tel changement de pied. Même si la croissance américaine n'est plus à 4 % comme l'an dernier, elle est encore sur un rythme annuel de 2 %. Le marché du travail connaît un quasi-plein emploi (3,5 % de chômage), selon la définition classique. Les résultats des entreprises restent solides, même si certaines comme Caterpillar ou Boeing rencontrent des difficultés. En quoi l'abaissement des taux directeurs, déjà historiquement très bas, pourrait-il aider à soutenir l'économie qui entame sa dixième année de croissance et qui donc fatalement va connaître à un moment ou à un autre un creux de cycle ?

La question vaut encore plus pour la BCE. Même si l'économie européenne ralentit sérieusement – l'activité industrielle allemande est au plus bas depuis sept ans –, quels remèdes peut apporter la politique monétaire, alors que les taux sont déjà négatifs ? Ces aides n'ont pas permis de résorber les déchirements internes de la zone euro, comme le relève Éric Dor, professeur des études économiques à IESEG dans une récente étude sur « *les enjeux économiques de la politique monétaire de la BCE* ».

Rappelant que l'objectif des taux négatifs est d'abaisser le coût du crédit bancaire, avant d'inciter entreprises et ménages à emprunter et donc à dépenser pour soutenir une relance de l'économie, il constate que cette politique a eu des effets variables dans la zone euro. « *La croissance des prêts bancaires, nets de remboursements, a été vigoureuse en Allemagne et en France. Mais les prêts bancaires, nets de remboursements, ont stagné ou ont*

même été un peu négatifs, en Italie et en Espagne », relève-t-il. Une nouvelle baisse des taux peut-elle changer la donne ? Peut-elle permettre d'éviter un nouveau ralentissement en Europe ?

Même Mario Draghi ne s'aventurerait pas à faire de telles promesses. Les réflexions annoncées sont plutôt la démonstration d'une politique monétaire à bout de souffle, qui a atteint ses limites mais que la BCE se sent tenue de mettre en œuvre malgré tout. Car autant que le soutien de l'économie, la banque centrale, tout comme la FED, est aussi la garante de la stabilité financière. Et c'est cette question qui hante les banquiers centraux aujourd'hui. Dix ans de politique non conventionnelle ont créé des déformations majeures, amenant les banques centrales à être otages du monde financier, qui menace à tout moment d'exploser.

Des modèles en crise

Bien sûr, les banquiers centraux ne reconnaîtront jamais cet état de fait. Leurs décisions, expliquent-ils, sont fondées sur ce qui est au cœur de leur mission : la conduite de l'inflation. « *Un peu en dessous de 2 %* », ne cesse de répéter Mario Draghi à chacune de ses conférences. Tout au long de son mandat, le président de la BCE n'est jamais parvenu à atteindre cet objectif. En juin 2019, la moyenne de l'inflation dans la zone euro est de 1,25 %, largement en baisse par rapport aux buts fixés par la BCE. « *Nous n'aimons pas ce que nous voyons* », a martelé Mario Draghi à nouveau ce jeudi.

Le même constat peut être établi aux États-Unis. Là aussi, la Réserve fédérale a pour mission de piloter l'inflation en la canalisant autour de 2%. Pourtant, en dépit d'une économie en croissance, d'un plein emploi, des moyens monétaires considérables mis en œuvre, l'inflation ne repart pas, ou en tout cas pas assez. Si les prix de biens et des services continuent d'augmenter, les salaires, eux, stagnent, empêchant une vraie relance de la demande.

Les modèles sont pourtant catégoriques. La courbe de Phillips, établie de façon largement empirique, assure qu'il y a un lien direct entre le taux de chômage et l'inflation. Lorsque le plein-emploi est assuré, les salariés sont en position de force pour demander des hausses de salaire. Ces hausses se répercutent sur les prix de la production, les prix de vente et cela vient alimenter l'inflation.

L'ennui est que cette théorie qui sert de fondement au pilotage de la politique monétaire de toutes les banques centrales ne fonctionne plus. « *Les salariés ont perdu leur pouvoir de négociation* », analyse une récente étude de la banque des règlements internationaux, cherchant à comprendre les raisons pour lesquelles la courbe de Phillips avait perdu sa pertinence. La globalisation, la destruction des pouvoirs syndicaux, les changements technologiques, les changements du marché du travail conduisant à une perte d'emplois qualifiés au profit de postes peu qualifiés et à faible productivité, enfin le report de l'âge de la retraite amenant des salariés de plus en plus âgés à devoir travailler, sont autant de facteurs qui expliquent la fin de ce modèle, selon l'étude.



Le président de la Fed, Jerome Powell lors de son audition devant la commission des finances le 10 juillet © Reuters

Lors d'une audition devant la commission des finances, le président de la Réserve fédérale a dû rendre les armes devant la représentante démocrate Alexandria Ocasio-Cortez à ce sujet. En réponse à ses questions précises et affûtées (dont on aimerait trouver des échos similaires en Europe), Jerome Powell a dû reconnaître que la courbe de Phillips avait perdu son sens. Pourtant, ce modèle reste un des piliers des politiques monétaires des banquiers centraux.

Mais revenir sur la courbe de Phillips risquerait d'amener bien d'autres questions. Cela conduirait à s'interroger par exemple sur la neutralité de la monnaie, concept si cher à la théorie néolibérale, sur l'efficacité des marchés censés être les plus adaptés pour conduire la meilleure allocation des capitaux, autre fondement du néolibéralisme, sur la transmission monétaire totalement déformée par l'excessive financiarisation de l'économie, sur l'indépendance des banques centrales par rapport aux marchés financiers.

Tous ces sujets sont supposés être les fondements des modèles et des théories qui guident les politiques monétaires depuis près de 40 ans. Douze années de politiques monétaires non conventionnelles menées partout dans le monde pour tenter de juguler la crise financière de 2008 sans remettre en question le système néolibéral qui l'a provoquée ont abouti à complètement distordre tout.

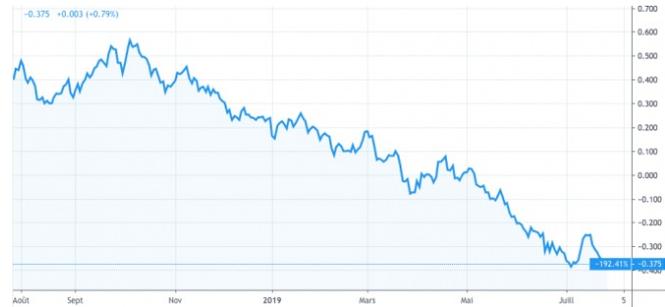
Les taux négatifs, illustration d'une planète financière détraquée

S'il y a vraiment un marché où les choses ne tournent plus rond dans la planète

financière, c'est bien le marché obligataire : les taux négatifs sont en train de devenir la norme partout. Une hérésie ! Quelle que soit la doctrine économique, l'argent a toujours rapporté intérêt, au nom du risque porté dans le temps, même si l'inflation venait réduire au fil des ans les rendements, jusqu'à ce qu'ils deviennent négatifs. Mais là, ce ne sont pas les rendements mais les taux nominaux eux-mêmes qui sont négatifs, et parfois dès l'émission. En d'autres termes, les investisseurs acceptent de payer une prime et de perdre de l'argent pour acheter des emprunts d'État ou des entreprises.

Taux allemands à 10 ans.

Cela fait dix ans que les financiers, les banquiers, les épargnants ont dû s'habituer un environnement de plus en plus déflationniste, où l'argent vaut de moins en moins, où les taux d'intérêt frôlent le zéro, rappelle l'agence Bloomberg. Le mouvement, cependant,



est en train de prendre une ampleur sans précédent. Ce n'est plus seulement le Bund – les obligations allemandes qui servent de référence sur les marchés obligataires – ou les obligations suisses, autre référence des marchés financiers, qui offrent des taux nominatifs négatifs. Mais quasiment tous les titres obligataires jugés sûrs. La France, les Pays-Bas, la Norvège, la Suède empruntent désormais à taux négatifs. L'Autriche, la Belgique et l'Irlande ont dernièrement lancé des émissions obligataires à 100 ans à taux zéro. Les titres italiens considérés parmi les plus risqués sont désormais à moins de 1,5 % contre près de 4 %, il y a un an.

Cette épidémie des taux négatifs est en train de gagner l'ensemble des marchés financiers. La Tchéquie, la Hongrie, la Pologne peuvent désormais lever de l'argent sans intérêt. Dans l'espoir de trouver des rendements plus élevés, les investisseurs se hasardent dans des territoires de plus en plus en risqués, comme le Kazakhstan ou la Croatie. La dernière coqueluche des marchés est la Turquie, pourtant en pleine crise économique, politique et monétaire. Alors qu'elle était coupée des marchés depuis le printemps, elle a pu lancer, début juillet, une émission de 2,25 milliards de dollars, sans rencontrer le moindre problème.

Les groupes, même ceux qui sont considérés les plus risqués, trouvent sans aucune difficulté les moyens d'emprunter. Quatorze sociétés, classées comme *junk bonds* [obligations pourries ou à haut risque – nldr], dont la holding Altice (SFR), affichent désormais des rendements négatifs, selon un classement établi par Bloomberg début juillet. « *Un étrange oxymore* » sur ces marchés offrant des rendements élevés, censés compenser les risques, ne peut s'empêcher de relever un analyste de Bank of America.

En Europe, les obligations publiques et privées affichant des taux négatifs représenteraient la somme colossale de 12 000 milliards d'euros, d'après les estimations de Bank of America Merrill Lynch. C'est quasiment l'équivalent du PIB total des dix-neuf pays de l'eurozone. À elle seule, cette comparaison donne la mesure de ce dérèglement financier.

Tous s'accordent pour désigner les banques centrales comme les principales responsables de cette transformation. La perspective de nouvelles baisses de taux directeurs, même s'ils sont déjà négatifs, amènerait les investisseurs à considérer que les taux sont appelés à être durablement bas sur de très longue période, selon certains analystes. À défaut de trouver d'autres placements sûrs, ils préféreraient renoncer à leur rendement pour mettre leur argent en sécurité, alors que l'environnement mondial est de plus en plus risqué.

« Théorie vaudoue »

« *Et si les taux zéro étaient appelés à devenir la nouvelle norme ?* » s'interrogeait Adair Truner, l'ancien président de l'autorité de régulation financière britannique. Cette possibilité donne le vertige à nombre de défenseurs du néolibéralisme. Les taux d'intérêt obligataires sont pour eux le garde-fou indispensable pour maintenir les contraintes sur les États, les marchés rappelant à l'ordre les gouvernements à la moindre incartade, comme lors de la crise grecque ou de la zone euro. Que va-t-il advenir si cette contrainte disparaît ? s'interrogent-ils anxieux.

Leurs craintes de voir « un laxisme étatique » se réinstaller sont d'autant plus ravivées qu'une nouvelle théorie a émergé aux États-Unis et fait l'objet de vifs débats. Selon la Modern Monetary Theory (MMT), la monnaie est un monopole public. Il serait dès lors possible pour un État d'emprunter autant qu'il le souhaite puisqu'il a le pouvoir de créer la monnaie dont il a besoin. Cet argent devrait permettre notamment de financer la transition écologique, le changement de modèle de production, un « New Deal vert ».

C'est une « *théorie vaudoue* », la « *recette du désastre* », dénonce l'économiste keynésien Larry Summers, tout aussi critique que les tenants de l'école de Chicago sur les bien-fondés du MMT. Pour tous ces économistes, cette création monétaire ne peut déboucher que sur une inflation galopante ou une remontée spectaculaire des taux d'intérêt à plus ou moins long terme pour tout gouvernement qui voudrait se livrer à ce genre de facéties.

Il manque un point dans leurs argumentaires : les banques centrales ont suivi exactement cette ligne et se sont livrées à une débauche de création monétaire depuis dix ans. Plus de 11 000 milliards de dollars ont été dispersés dans l'économie mondiale, pour le profit essentiel du privé et du monde financier, sans que personne y trouve rien à redire.

À ce stade, un constat s'impose : les marchés n'ont pas fait la démonstration de leur efficacité et de leur pertinence dans ces circonstances de politique monétaire non conventionnelle. Les taux zéro en sont la preuve : cet afflux d'argent qui accepte de s'investir à perte souligne qu'il y a trop d'argent dans le système, mal alloué parce que la transmission monétaire ne fonctionne plus comme il se doit. L'argent des banques centrales a été capté entre trop peu de mains.

Des bulles d'actifs de plus en plus menaçantes

Le revers de la médaille de cet argent à taux zéro, c'est l'explosion des prix des actifs, sous les formes. Cette inflation qui ne dit pas son nom est bien réelle, même si elle n'est que rarement prise en compte. Immobilier, entreprises, marchés boursiers, les investisseurs se sont précipités sur tout ce qu'ils pouvaient acheter, tirant parti d'un endettement quasi gratuit pour créer des effets de levier gigantesques. Au détriment des investissements productifs.

« *La poursuite de l'endettement en situation de taux bas continue d'alimenter les bulles de prix d'actifs* », prévient l'économiste Jézabel Couppey-Soubeyran. Chacun peut le constater. Dans les principales capitales du monde, le prix de l'immobilier a atteint des niveaux stratosphériques, rendant illusoire toute perspective d'achat d'un logement pour la grande majorité des ménages. Les marchés boursiers volent de record en record, avec des cours qui n'ont plus aucun rapport avec l'économie réelle.



Une Ferrari dans les rues de Londres.

Cette suraccumulation de capital bloqué dans la sphère financière explique un creusement sans précédent historique des inégalités. Tandis que les salariés, les ménages voient leurs moyens se réduire comme peau de chagrin et sont saisis de la crainte d'un déclassement sans retour, les grandes fortunes, les 0,01% les plus riches, enregistrent des croissances spectaculaires de leurs richesses. Depuis le début de l'année, le PDG de LVMH, Bernard Arnault, a vu sa fortune grossir de 30 milliards d'euros, par le seul effet de la hausse des indices boursiers. Ce qui lui permet de figurer désormais comme la deuxième fortune mondiale.

Même si elles ne l'avouent pas, les banques centrales savent qu'elles ont contribué à alimenter ces inégalités. Elles sont bien conscientes des déformations créées par leur

politique monétaire, des risques non seulement économiques mais politiques qu'elles ont fabriqués. Mais elles sont aujourd'hui piégées, capturées par le monde financier qui a désormais des comportements de *junkies* par rapport aux banques centrales.

À chaque fois que celles-ci ont tenté de refermer le robinet monétaire, le monde financier a menacé de mener l'ensemble de l'économie mondiale au bord de la crise. Cela a été vrai pour la Chine en 2015, quand la banque centrale chinoise a tenté de remettre de l'ordre dans le système financier chinois et le *shadow banking*. Face à la menace d'un effondrement, le gouvernement chinois a décidé de rouvrir rapidement les robinets. Et il a été contraint de le faire à nouveau en 2017 après une deuxième tentative de resserrer le crédit.

La Réserve fédérale a connu les mêmes mésaventures. Lorsqu'elle a décidé, à partir de 2015, de commencer à normaliser sa politique et remonter ses taux, elle a provoqué un déplacement de capitaux sans précédent dans le monde : tous les financiers qui avaient choisi d'investir dans les pays émergents pour bénéficier de rendements plus élevés ont rapatrié leurs capitaux aux États-Unis. Le Brésil notamment n'a pas tenu le choc et a plongé dans la récession. Plus récemment, lorsque le président de la FED Jerome Powell a annoncé à l'automne 2018 sa volonté de remonter d'au moins quatre fois les taux au cours de l'année 2019, il s'en est suivi un effondrement boursier immédiat dont les bilans bancaires portent encore les traces.

Tous ces précédents sont autant d'avertissements pour les banquiers centraux. Chacun d'entre eux a compris qu'il avait de la nitroglycérine dans les mains. Au moindre faux pas, l'ensemble du système financier, qui a accumulé des risques sans doute gigantesques mais mal mesurés, peut exploser et précipiter l'économie mondiale dans une crise encore plus grave que celle de 2008. Et cette fois, les banquiers centraux risquent de ne pas pouvoir y apporter remède ayant déjà utilisé l'essentiel de leurs munitions.

Alors, au nom de la stabilité financière, dans l'espoir d'éviter l'explosion d'une bulle ou d'une autre, les banques centrales prolongent autant qu'elles le peuvent leur politique. Elles en sont aujourd'hui à décider même d'intervenir préventivement pour tenter d'endiguer les risques.

C'est la voie étroite qu'essaie d'emprunter Mario Draghi avant d'achever son mandat. Il sait qu'il a atteint les limites de la politique monétaire sans être parvenu à redresser la situation, aggravée en Europe par les diffractions de la zone euro. Prêt à utiliser les quelques expédients qui restent à sa disposition, il insiste de plus en plus lourdement pour que les États lui viennent en aide, et prennent le relais par le biais de la fiscalité, du budget, de projets.

Mais tout a été tellement transformé, distordu durant ces douze années que les moyens classiques risquent de ne plus être opérants. C'est un « reset » total qu'il faut envisager, aussi bien théorique que politique, financier et social. Avant qu'une crise, venue d'on ne sait où, de n'importe où, tant les zones de danger sont multiples, ne vienne tout balayer.

sait où, de n'importe où, tant les zones de danger sont multiples, ne vienne tout balayer.

Mots-clés

Derniers articles

Du même auteur

Multimédias

Aujourd'hui

- [La Une](#)
 - [Affaires Rugby: votre dialogue avec la rédaction](#) Par [La Rédaction De Mediapart](#)
 - [De jeunes vendeuses contre l'apprentissage de l'humiliation](#) Par [Mathilde Goanec](#)
 - [Pourquoi la Cimade a claqué la porte du centre de rétention de Roissy](#) Par [Mathilde Mathieu](#)
 - [Plomb autour de Notre-Dame: le chantier suspendu, deux écoles fermées](#) Par [Pascale Pascariello](#)
 - [Iran: l'avocate Nasrin Sotoudeh écrit depuis sa prison pour défendre les femmes](#) Par [Jean-pierre Perrin](#)
 - [La magistrature italienne au cœur d'un scandale de corruption sans précédent](#) Par [Floriana Bulfon](#) et [Héloïse Rambert](#)
 - [Politique monétaire: le testament de Mario Draghi](#) Par [Martine Orange](#)
 - [En Espagne, faute d'accord avec Podemos, Pedro Sánchez échoue à obtenir la confiance des députés](#) Par [Elisa Perrigueur](#)
 - [Mort du président tunisien: un bilan mitigé et une succession périlleuse](#) Par [Lilia Blaise](#)
 - [«Bungalow Sessions», six musiciens dans son jardin](#) Par [Images En Bibliothèques](#) et [Mediapart](#)