

Crise financière : les banques centrales, seules responsables ?

10/02/2016, 16:44

La crise financière est de retour. Près de huit ans et demi après les premiers soubresauts de la crise des *subprimes*, les Bourses mondiales plongent à nouveau, la santé des banques est préoccupante, l'économie réelle inquiète. Pour la plupart des observateurs, la cause est entendue : ce nouveau coup de grisou a un coupable tout désigné, les banques centrales et leurs politiques accommodantes, le « QE ». Ce sont elles, assure-t-on, qui, en déversant des milliards de dollars, d'euros, de livres et des centaines de milliards de yens ont alimenté une bulle sur les marchés qui, aujourd'hui, éclate. Ce sont elles qui, en imposant des taux négatifs, pèsent sur les résultats bancaires.

Cette explication n'est pas entièrement erronée. Les politiques d'assouplissement quantitatif menées par la Fed, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, puis la BCE ont certes déversé d'immenses quantités de liquidités sur les marchés. Leur diffusion dans l'économie réelle a été plus lente, voire réduite. Elles ont donc alimenté un puissant courant acheteur que les difficultés chinoises et le ralentissement de la croissance européenne ont brutalement freiné. D'où cette correction qui, en réalité, a débuté en août dernier, lors de la première « dévaluation » du yuan chinois.

Les deux erreurs de 2008 et 2010

Mais cette explication n'est que partielle. Cette nouvelle secousse, rappelons-le, n'est que la poursuite de la grande crise de 2007 - crise de la dérégulation - allant à son terme. Une crise qui a connu deux relances : la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 qui a conduit le système financier au bord de l'abîme et le « sauvetage » tardif et inefficace de la Grèce le 10 mai 2010 qui a plongé la zone euro dans une tourmente économique dont elle n'est qu'à peine sortie. Dans les deux cas, l'erreur est venue principalement de gouvernements inconscients, pressés de gérer le court terme (on se souvient de l'obsession, pendant tout le printemps 2010, d'Angela Merkel pour les élections régionales en Rhénanie du Nord Westphalie) et enfermés dans des certitudes économiques fondées sur l'efficacité du marché.

En 2008, les Etats-Unis ont ainsi voulu « faire un exemple » avec Lehman Brothers et montrer que l'Etat ne viendrait pas en aide à ceux qui avaient pris des risques démesurés. Le marché jouait son rôle « purificateur. » En 2010, les dirigeants européens ont appliqué la théorie ricardienne : il fallait rétablir rapidement les comptes publics des Etats touchés par la crise pour rétablir la confiance des marchés et des agents économiques. Il fallait aussi « punir » ceux qui avaient dépensé trop en leur faisant sentir les conséquences des déséquilibres qu'ils étaient censés avoir créés. Dans les deux cas, ces décisions ont été des désastres immenses et les banques centrales sont intervenues alors comme des « filets de protection », sauvant ce qui pouvait l'être. La BCE a été, du reste, la moins déterminée à agir. On se souvient que Jean-Claude Trichet a remonté deux fois les taux en pleine crise, en juillet 2008 et en juillet 2011, et qu'il a fallu attendre Mario Draghi et l'été 2012 pour voir une action déterminée de l'institution contre la crise européenne. Ce n'est pas sans raison que la BCE a été la dernière à se lancer dans le QE. Et ce n'est pas sans raison que la zone euro a été la région la plus frappée par la crise depuis 2007...

L'erreur des autorités européennes

Les banques centrales ont donc été des pompiers et sans doute se sont-elles muées en partie en

pyromanes, mais pourquoi cette mutation a-t-elle eu lieu ? Parce qu'elles ont échoué en réalité à relancer les perspectives de croissance, donc d'inflation. Mais cet échec n'est pas que celui des banques centrales, c'est aussi celui des gouvernements qui se sont uniquement reposés sur la politique monétaire pour faire le travail de redressement de ces perspectives, alors qu'eux, au contraire, tiraient dans le sens inverse. L'exemple de la zone euro est, de ce point de vue, très parlant. Entre 2010 et 2014, les gouvernements et les autorités européennes, y compris la BCE, ont mené et incité à une politique centrée sur la consolidation budgétaire et les « réformes structurelles » visant surtout à réduire le coût du travail. Une politique clairement déflationniste qui a ruiné la croissance potentielle européenne et détruit la confiance dans l'avenir qu'elle devait établir. Dès lors, l'inflation faible s'est installée durablement.

Depuis octobre 2013, l'inflation annuelle sous-jacente, hors énergie et alimentation, n'est passé qu'une fois au-dessus de 1 %, c'était 1,1 % en octobre 2015. Dans ces conditions, les anticipations d'inflation ont reculé et lorsque les anticipations d'inflation reculent, l'incitation à investir est nulle. Or, la zone euro ne pourra connaître de reprise réelle sans reprise de l'investissement.

Les effets mondiaux de la politique européenne

Du reste, cette politique déflationniste européenne a eu d'autres répercussions. En réduisant la croissance européenne de façon durable, elle a pesé sur les exportations de plusieurs pays, comme la Chine. La deuxième économie du monde a alors tenté de contenir, pour des raisons politiques, ses niveaux de production tout en accélérant son retournement vers une économie moins dépendante de l'extérieur et plus de la demande interne. Ces deux mouvements ont conduit à une surproduction industrielle chinoise et à une explosion de l'endettement dans l'Empire du milieu à partir de 2012. Mais lorsque l'économie chinoise a engagé son ajustement inévitable, sa croissance a ralenti, entraînant une baisse des prix des matières premières (déjà engagée par la baisse de la croissance européenne) et une baisse de la demande chinoise en importations. D'où deux conséquences pour la zone euro : une nouvelle baisse de l'inflation et un ralentissement des perspectives économiques. Pour l'Allemagne, par exemple, la Chambre de Commerce vient de revoir à 1,3 % (contre 1,7 % pour le gouvernement) sa perspective de croissance pour 2015.

L'avertissement de Mario Draghi

Dans ces conditions, les banques centrales ont à nouveau agi (à l'exception de la Fed qui semble néanmoins revenir sur sa politique de resserrement). Mais cette politique ne peut se substituer à l'absence de perspectives pour les agents économiques. Elle peut aider la demande, pas la créer. Or, il fallait la créer. Lorsque Mario Draghi a projeté de lancer la BCE dans le grand bain du QE, le 22 août 2014, à Jackson Hole, il a indiqué qu'il ne le ferait que s'il était aidé, que si, en complément de la BCE, il y avait une politique de croissance en zone euro, comprenant une vraie relance. L'idée était simple : en relançant la demande, les Etats auraient stimulé la demande et créé des débouchés pour les fonds libérés par le QE. Autant de liquidités qui n'auraient pas servi, alors, à alimenter des bulles spéculatives. Mais il a obtenu une fin de non-recevoir. Wolfgang Schäuble, à l'époque, avait assuré qu'on avait « *mal compris Mario Draghi.* » Fermez le ban. Pour satisfaire les foules, on avait lancé un « plan Juncker » qui, comme le « pacte de croissance » de François Hollande en 2012, s'est perdu dans les sables de Bruxelles. Et le QE a bel et bien trop alimenté les bulles...

Ce que la politique monétaire accommodante a permis d'éviter

Il faudrait cependant ne pas oublier que les banques centrales ont permis d'éviter la mise en place d'un cercle déflationniste. Le QE aurait apporté un point d'inflation en 2015 en zone euro. Sans lui, l'inflation aurait été de -0,8 %, ce qui aurait enclenché à coup sûr une spirale déflationniste où, non seulement, l'investissement serait à l'arrêt, mais où les salaires et l'emploi aurait dû s'ajuster. Une telle spirale est un

des pires dangers économiques dont il est fort délicat de s'extirper, le cas japonais ne cesse de le prouver. Mais il est souvent trop sous-estimé par les partisans de la « *destruction créatrice* » de Schumpeter. L'action de la BCE en 2014-2015 a donc été essentielle, comme en 2008 et 2012.

Mais, comme tout remède, il a des effets secondaires. Une action déterminée d'accompagnement des Etats ou de l'UE aurait pu réduire ces effets en permettant une meilleure transmission à l'économie réelle. On a préféré ne rien faire pour sauver la façade d'une politique de réduction budgétaire soit disant efficace, mais qui se révélera absolument inutile en cas de nouvelle récession. Pire même, pendant longtemps, les Etats - singulièrement la France - ont compté sur la seule action des banques centrales pour faire revenir la croissance, ne prenant pas au sérieux les avertissements de Mario Draghi sur l'incapacité de la politique monétaire à créer de la croissance.

Lampistes ?

La responsabilité des banques centrales est donc celle d'un lampiste. Les vrais responsables, ce sont les Etats et les autorités européennes qui ont mené une politique déflationniste et ont refusé toute vraie politique active de relance. Les banques centrales, la BCE en particulier, ont contenu avec les moyens dont elles disposaient l'incendie qu'elles n'ont pas allumé, ni entretenu. Cette action, produit de la passivité et de l'aveuglement idéologique des Etats, avait un revers. On en subit aujourd'hui les conséquences. Mais, en réalité, les banques centrales ont été les seules à montrer réellement du courage, de l'initiative et de l'innovation pour faire face à une crise d'une ampleur unique.

Accuser les banques centrales, c'est donc se tromper de responsable en réalité. C'est aussi prétendre que le marché aurait, sans leur action, réalisé un ajustement moins douloureux, alors que les expériences de 2008 et 2010 prouvent le contraire. C'est donc se payer de mots. Et l'économie européenne - et mondiale - s'est trop longtemps payée de mots. Elle a soif de vraie inflation que seule une politique de relance de l'investissement et des salaires apportera.