

BERNARD LANDAIS

Université de Bretagne Sud
landais-bernard@wanadoo.fr

PARER AUX CRISES ÉCONOMIQUES : RÉUSSIR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

Avant de répondre à la question posée, faut-il encore savoir comment et pourquoi les crises se produisent généralement. Je m'appuie sur un modèle explicatif que j'ai appelé Océan (*) et qui s'attache aussi bien aux récessions modérées qu'aux crises économiques et financières. Ces dernières ne représentent pas forcément la majorité des cas mais elles marquent l'Histoire et frappent les esprits par leur force et leurs dégâts en termes de production et de chômage. C'est donc plus principalement à elles que l'on pense dans ce débat. L'épisode de 2008, relancé en Europe en 2011, en est un exemple manifeste.

La théorie exprimée par Océan, nous dit que les crises viennent principalement des anticipations, lorsqu'elles changent brutalement, se portent aux extrémités pessimistes des possibilités et s'impriment alors dans les comportements récessifs.

La partie financière d'une crise porte plusieurs noms : crise bancaire, crise de change, crise de la dette souveraine, crise boursière, crise immobilière, crise obligataire et crise de restriction monétaire. La grande majorité des crises historiques ne comporte pas toutes ces circonstances à la fois, les plus fortes en cumulant cependant plusieurs, qui surviennent sans ordre chronologique immuable, une crise bancaire pouvant suivre un krach boursier ou le précéder, un éclatement de bulle immobilière pouvant précéder ou suivre une situation de tarissement du crédit... etc. Des récessions se produisent aussi sans épisode monétaire ou financier préalable mais dans ces cas leurs effets sont généralement bien plus modérés.

Il y a presque toujours un aller-retour pernicieux entre les anticipations optimistes des agents et leurs anticipations finalement pessimistes, l'intensité de la crise étant souvent en lien avec l'ampleur et la durée des bouffées de prévisions exagérément optimistes de la période montante.

Le modèle Océan considère sept types d'anticipations pouvant donner lieu à cet aller-retour : anticipations de revenus futurs, du rythme d'inflation, de profits immédiats, de profits futurs, du risque financier, des valeurs d'actifs (bourse et actifs immobiliers surtout) et enfin de la politique monétaire. Ces anticipations s'influencent beaucoup les unes les autres et leurs retournements les plus violents sont corrélés rapidement dans le temps. Une crise typique implique les prévisions de **profits futurs**, de **risque financier** et de **valeurs d'actifs**, cocktail détonnant auquel s'ajoute généralement une montée du taux de change réel (perte de compétitivité extérieure).

La solution idéale

Ainsi, à la question de savoir ce qu'il faut faire pour obtenir un monde sans crise, la réponse théorique est plutôt simple : ne pas se trouver en situation de retournement massif et coordonné des anticipations initialement favorables : que les banques et organismes financiers ne se mettent pas à douter de leurs clients, que les profits attendus des investissements ne soient pas ramenés brutalement à des valeurs dérisoires, que les valeurs des actifs détenus (actions, obligations, immeubles) ne soient pas gravement menacées. Eviter ainsi tout « accélérateur financier » récessif quand les blocages de crédit éliminent les dernières velléités courageuses d'investissement productif tandis que la baisse du prix des actifs continue à détériorer les bilans en entraînant le tarissement des prêts.

La crise ou la venue d'une récession correspondent toujours à deux choses : une prédisposition ou « fragilisation » et un facteur de déclenchement souvent accidentel et parfois apparemment anodin. Les économistes peuvent disserter avec efficacité sur le premier aspect mais jamais sur le deuxième car il est par définition inattendu et ne se présente pas deux fois de la même façon. Les « indicateurs de stress » de plus en plus utilisés pour juger des difficultés financières n'ont pas plus de valeur opérationnelle qu'une paire de jumelles pour annoncer un tsunami. Quand on voit, il est beaucoup trop tard pour réagir !

La seule manière d'éliminer ou de réduire ces risques est donc de mener les actions préventivement, au moment où s'accumulent excessivement les forces montantes sur tous les marchés et dans les esprits des acteurs. Qui peut le faire ?

La réponse qui vient naturellement à l'esprit est : « la politique monétaire ». Car derrière toutes ces montées plus ou moins justifiées accompagnées d'anticipations d'un optimisme exagéré, il y a une alimentation constante par le crédit. L'excès de crédit, cet emballement peu raisonnable, est pratiquement toujours le « marqueur » des périodes d'euphorie. C'en est au point que la Banque des Règlements Internationaux a mis en place un observatoire des « écarts de crédits », les dépassements excessifs calculés à partir des tendances du PNB, en tant qu'élément principal du dispositif de surveillance du « cycle financier »**. Ainsi par exemple, tous les dépassements les plus alarmants de ces dernières années concernent la Chine, dont les crédits crèvent les plafonds dans une mesure spectaculaire (de plus de 30 %). On a aussi un regard inquiet vers la Turquie...

Cette réponse monétaire doit être précisée en « politique des grands pays ou des grandes monnaies » car à notre époque où la finance est de plus en plus mondialisée, les risques de déséquilibre dangereux alimentés par une expansion du crédit ne sont pas restreints aux espaces nationaux. Ainsi, les conditions économiques et monétaires américaines des années 2000 attirant des capitaux de partout (banques européennes, Chine ...) ont contribué à développer excessivement certains crédits à l'origine de la crise des « subprime ». De même, la politique de la BCE dans un cadre de monnaie unique a accompagné la montée de crédits massifs et précaires dans la périphérie de la zone euro, aggravant la crise de 2008 et provoquant la surinfection des dettes souveraines de 2011. En pratique, il est relativement facile de voir quelle politique monétaire et de quelle(s) banque centrale(s) dépend la poussée des crédits dans un contexte déterminé.

Politique monétaire et crise : une action ambiguë

Selon Océan, qui suit la tradition Fisherienne et Autrichienne, la politique monétaire a eu et garde un pouvoir ambigu face aux crises. Presque toujours, les emballements ou dérives euphorisantes ont été encouragés par des politiques monétaires trop laxistes alimentant les bulles de crédit et les bulles d'actifs associées (pour le cas européen voir l'encadré ci-dessous). Assez souvent, de façon symétrique, les crises et récessions ont été déclenchées par un retournement de cette même politique monétaire lorsque les banques centrales veulent renverser les tendances (à l'inflation, aux spéculations excessives ou aux surchauffes). Dès 2005, les raidissements de la Réserve Fédérale et de la BCE ont enclenché un processus quasi-assuré vers la récession de 2007-2008. Il se pourrait que l'actuelle politique de remontée annoncée des taux joue le même rôle pour une crise à venir.

BCE ET CRISE EUROPÉENNE : UNE CONSÉQUENCE DE L'UNION

La politique monétaire de la BCE a joué un rôle déterminant dans ces déséquilibres annonciateurs de crise, à la fois comme la plupart des banques centrales qui n'hésitent pas à alimenter les poussées de crédit et comme banque centrale d'un ensemble d'économies nationales qu'elle contribua par la force des choses mais consciemment (pour conduire une convergence des niveaux de vie) à dissocier. Rudiger Ahrend (2008)^{***} a mesuré les « écarts de Taylor » pour des pays de l'OCDE ; ces « écarts de Taylor » sont la différence entre le taux d'intervention de la banque centrale et celui qui résulterait, pour un pays déterminé, du calcul d'un taux d'intervention fictif, compte tenu des écarts de production et des écarts d'inflation vis-à-vis de leur norme souhaitable. Ainsi, la plupart des anomalies détectées avant 2008 concernent des pays qui auraient dû subir des taux d'intervention bien plus élevés que les taux effectifs pratiqués par la banque centrale et qui ont donc connu des « écarts de Taylor » négatifs. Un écart de Taylor, lorsqu'il dure, est donc un formidable encouragement donné à l'endettement excessif. Les pays titulaires d'un « record » à cet égard pour l'écart et sa durée sont l'Irlande (1999-2007), le Portugal (1998-2005), l'Espagne (1998-2007) et la Grèce (2000-2007), tous des pays de la Zone Euro. L'impact de cette politique laxiste vis-à-vis de ces pays s'observe aussi en termes de bulles d'actifs, notamment immobiliers.

Côté positif, les banques centrales ont joué efficacement le rôle de pompier au moment crucial et permis de rétablir les circuits financiers et une confiance suffisante pour surmonter la crise financière. Elles savent aussi éviter la déflation qui se profile souvent dans ces circonstances et qui aggraverait encore les dégâts sur la production et l'emploi. Mais malheureusement, les remèdes qu'elles administrent (taux d'intérêt nuls, voire négatifs) sont à l'origine de nouveaux risques et de nouvelles menaces. C'est ainsi que les banques et acteurs financiers préfèrent spéculer sur les marchés d'obligations plutôt que de prêter aux entrepreneurs à des taux très faibles. Depuis 2016, le krach obligataire s'approche puis s'éloigne pour se rapprocher encore... Où en serons-nous quand on publiera ces lignes ?

Trois objectifs, trois types d'instruments

La politique monétaire doit en permanence veiller à la réalisation de trois objectifs : le contrôle de l'inflation, un niveau suffisant de l'activité et le maintien de la stabilité financière, cette dernière exprimant les conditions qui doivent prévaloir « normalement » sur les divers marchés de crédits. La règle de Taylor implicite devrait donc comporter trois variables de réaction et pas seulement deux. Les « conditions de crédit » doivent être conduites pour préserver la stabilité des prix, assurer l'activité et les investissements suffisants maintenant le plein emploi et éviter les excès de crédits globalement ou sur chacun des divers segments des marchés qui importent [immobilier, actifs financiers (actions et obligations), dette souveraine, dette extérieure]. Faute de maîtriser la montée des crédits, la banque centrale risque un jour d'avoir à en casser la dynamique en troublant dangereusement la confiance des agents et en entraînant une nouvelle crise.

Renonçons d'emblée à l'idée d'une fonction de réaction simple car le taux d'intervention des banques centrales n'est pas le seul instrument (fini par conséquent la règle de Taylor comme seule expression de la politique monétaire)^{****}. Les instruments peuvent ainsi se ranger en trois catégories avec pour point commun d'agir par l'entonnoir des marchés de crédits à court, moyen et long terme. Ces trois catégories sont : les taux d'intervention, qui commandent plutôt bien les taux d'intérêt courts (et les liquidités des organismes financiers) ; la politique dite de « forward guidance » ou dirions-nous, d'annonce à l'avance des intentions de politique monétaire future ; enfin, la politique « qualitativement-quantitative » qualifiée naguère de « non-orthodoxe » qui permet à la banque centrale de s'immiscer dans le fonctionnement de marchés de fonds prêtables à moyen et long terme à la fois globalement et dans le détail, sur le marché des dettes souveraines, des obligations privées mais encore des crédits immobiliers et bien d'autres segments accessibles à son action. Quelque contemporain pourrait être choqué de voir ainsi un libéral prôner l'intervention publique sur les marchés de crédit, mais que font d'autres les banques centrales depuis leur création ? Sauf à les supprimer, que proposer de mieux que de rendre leur intervention plus efficace et plus prudente ?

Quelle stratégie ?

Si la menace de crise économique et financière vient du double mouvement : excès des crédits (ou de certains crédits), suivi d'une perte brutale de confiance et d'enchaînements de prévisions pessimistes généralisées et dans la mesure où c'est le scénario le plus grave à redouter, les banques centrales doivent lui donner la priorité. Pour éviter les excès de crédits, globaux et spécifiques à des bulles particulières, il convient de s'opposer rapidement, globalement et parfois de façon ciblée aux mouvements spéculatifs. Les outils les mieux adaptés sont le taux d'intérêt d'intervention qu'il faut absolument garder (hors crise) à un niveau suffisant pour réprimer les bulles ; on lui associera les interventions non-orthodoxes sur les marchés à moyen et long terme qui sont susceptibles d'abriter ou de pousser des spéculations. Il faut aussi que les banques et autres organismes financiers aient des ressources normalement coûteuses en toutes circonstances, hormis en urgence pour éteindre les crises de sous liquidité. Après 2008 et 2011, la politique de taux artificiellement bas a duré beaucoup trop longtemps !

Le taux d'intervention à court terme joue aussi un rôle normal pour régler la conjoncture et faciliter le plein emploi, un rôle qui n'implique pas qu'il soit réduit à des valeurs dérisoires. Dans ce cas de « répression financière » en effet, les épargnants ne participent plus au financement des entreprises et se découragent de taux non incitatifs (trappe à liquidité du côté offre). La politique monétaire doit aussi redonner un rôle aux agrégats, par exemple la croissance de M1 comme objectif intermédiaire, ce taux de croissance s'avérant le meilleur prédicteur des variations du PNB réel à un an. La rupture néfaste du lien entre les évolutions de M1 et la politique des banques centrales (émission de sa « base ») vient de l'extraordinaire gaspillage des liquidités gratuites du « taux zéro ».

Enfin, il est possible de dédier la politique d'engagement prospectif au maintien des anticipations d'inflation à long terme, au plus près de ce que souhaite la banque centrale (par exemple 2 %). Ce qui ressort à cet égard des événements des dix dernières années c'est l'importance toute relative du problème posé par un rythme plus ou moins élevé de hausse des prix, dès lors qu'on évite la déflation. Les politiques de ciblage d'inflation ont manifestement fait leur temps et le corpus théorique sur lequel elles s'appuyaient naguère est battu en brèche.

Cette combinaison s'ancre sur la nécessité de faire de la prévention contre les crises la priorité des banques centrales et qu'elles s'en donnent les moyens. Leur guide doit être d'éviter toute situation artificielle des marchés de crédits (taux trop bas en moyenne ou dans des segments particuliers du marché) tâche que la politique monétaire peut et doit désormais accomplir.

Notes

(*) Pour Océan voir mon ouvrage : Bernard Landais (2017) : « Les Fluctuations : une synthèse nouvelle » L'Harmattan.

(**) Cette notion de « cycle financier » est l'enfant chérie de la BRI et de son Directeur de recherche Claudio Borio.

(***) Rudiger Ahrend (2008) : « Monetary Ease- A factor behind Financial Crises ? Some Evidence from OECD Countries », OECD Paris, The Open Access, Décembre.

(****) Par contre, la règle de Mc Callum basée sur le montant de monnaie de base peut surnager, la caractéristique commune des interventions de politique monétaire étant une émission de monnaie de la banque centrale avec ses contreparties additionnées à la taille des actifs de son bilan. Cette solution opérationnelle est évidemment en contradiction partielle avec l'exigence des interventions orientées vers des marchés financiers spécifiques