



Les Instantanés d'Unigrains

Les banques centrales au secours du « monde d'après ». A quel prix ?

Alors que la crise sanitaire conduit à une crise économique sans précédent, les pouvoirs publics à travers le monde ont décidé d'agir vite et fort, à la hauteur de la catastrophe annoncée. Tirant les leçons de 2008, où les hésitations avaient été longues et les réponses souvent timorées et inégales, cette fois, rien de cela. Un arsenal sans précédent est déployé non pas pour éviter la récession globale qui a débuté, mais du moins pour en limiter l'ampleur et la durée. Les vannes budgétaires et monétaires sont grandes ouvertes, sans limite, sans délais, sans les arguments traditionnellement avancés pour justifier d'être parcimonieux et comptable des fonds publics.

➤ La doctrine du « Quoi qu'il en coûte » adoptée à travers le monde

Les gouvernements décident des aides d'urgence qui creusent massivement les déficits publics et donc les dettes pour les financer. En Europe, la doctrine budgétaire est abandonnée, permettant de laisser filer les déficits et les dettes bien au-delà des limites prévues par le traité de Maastricht. On estime à date que les plans budgétaires décidés par les Etats du G20 représentent plus de 5 000 milliards de dollars (plus du double du PIB français), un montant très évolutif. Les dettes publiques qui en découlent devraient cette année augmenter de 10% à 30% du PIB selon les pays, voire au-delà. Sans compter les fonds de garanties de prêts, qui certes ne rentrent pas dans la comptabilisation des déficits, l'argent n'étant pas directement dépensé par les caisses des Etats, mais qui apportent un soutien important pour le financement des agents privés.

Historiquement, on avait déjà assisté à des envolées équivalentes de la dette publique, par exemple aux lendemains de guerres, quand les États finançaient la reconstruction. A l'époque, ces dépenses des États permettaient des investissements massifs d'appareils de production qui avaient été détruits. Il s'en suivait des taux de croissance du PIB très forts qui mécaniquement réduisaient les ratios dette/PIB. Aujourd'hui ce ne sera pas le cas (comme cela n'a pas été le cas après 2008). Ces dépenses ne servent pas à financer des investissements énormes des entreprises puisque celles-ci ne sont pas détruites. Elles permettent tout au mieux de les faire tenir pendant la crise et repartir après. La demande des ménages ne s'envolera pas après la crise comme suivant une guerre, et les investissements des entreprises resteront stables au même rythme qu'avant la crise.

Les banques centrales utilisent pour leur part tous leurs instruments pour passer à l'action, comme jamais, avec trois objectifs : soutenir la croissance et éloigner les risques de déflation (en favorisant l'octroi de crédits aux agents privés qui stimuleront l'activité), éviter une crise financière qui aggraverait encore les choses (en soutenant indirectement les marchés financiers ainsi que la liquidité interbancaire) et faciliter le financement par les Etats de leurs dettes abyssales faute de quoi les deux premiers objectifs ne peuvent pas être atteints (en garantissant à la fois des niveaux de taux d'intérêts bas et une liquidité élevée sur le marché secondaire des obligations publiques).

➤ Un arsenal monétaire hors norme en matière de taux, de refinancement et d'achat d'actifs

D'une part, la baisse des taux directeurs : là où ils ne l'étaient pas encore, les taux d'intérêt directeurs sont ramenés immédiatement à zéro, où en territoire négatif.

D'autre part, le refinancement des banques commerciales : non seulement ce refinancement s'effectue à des taux nuls ou négatifs (en clair, les banques reçoivent de l'argent lorsqu'elles empruntent auprès de la BCE pour refinancer les prêts octroyés et au contraire elles doivent payer à la BCE un taux d'intérêt si elles y font des dépôts, ceci afin de les inciter à distribuer des crédits), mais les montants de refinancement sont amplifiés massivement et la durée est allongée. Ainsi, la BCE a accentué ses opérations de refinancement des banques sur le marché monétaire (Longer-Term Refinancing Operations - LTRO) pour soutenir immédiatement la liquidité du système financier de la zone euro et éviter des déficits de liquidité dans le système bancaire. Elle a par ailleurs fortement assoupli les conditions des opérations de refinancement à long terme des banques commerciales (TLTRO), destinées à favoriser les octrois de

Auteur : Philippe MEYER – tél. : 01 44 31 16 89 – pmeyer@unigrains.fr – Date de Publication : 6 mai 2019

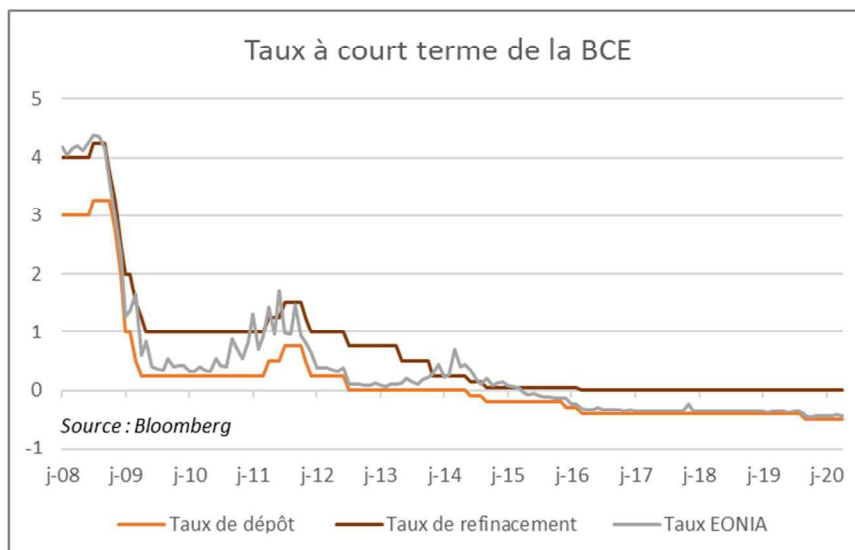
Avertissement : La présente note a été réalisée par la Direction des Études Économiques d'UNIGRAINS à partir de données publiques. La société UNIGRAINS ne saurait être en aucun cas tenue responsable d'éventuelles erreurs, inexactitudes, et de toutes leurs conséquences directes et indirectes.

Copyright : Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite par quelque moyen que ce soit sans la permission écrite d'UNIGRAINS.





crédits aux ménages et aux entreprises, dont les taux d'intérêt ont été ramenés à 50 points de base en dessous du taux de dépôt actuel des banques auprès de la BCE (inchangé à -0,50%) et ce de juin 2020 à juin 2021. Enfin la BCE a lancé une nouvelle série d'opérations de refinancement à long terme d'urgence pandémique (du nom de PELTRO pour « pandemic emergency longer-term refinancing operations »). Ces PELTROs débiteront en mai 2020 pour des échéances échelonnées entre juillet et septembre 2021. Le taux d'intérêt appliqué sera inférieur de 25 points de base au taux moyen des principales opérations de refinancement.



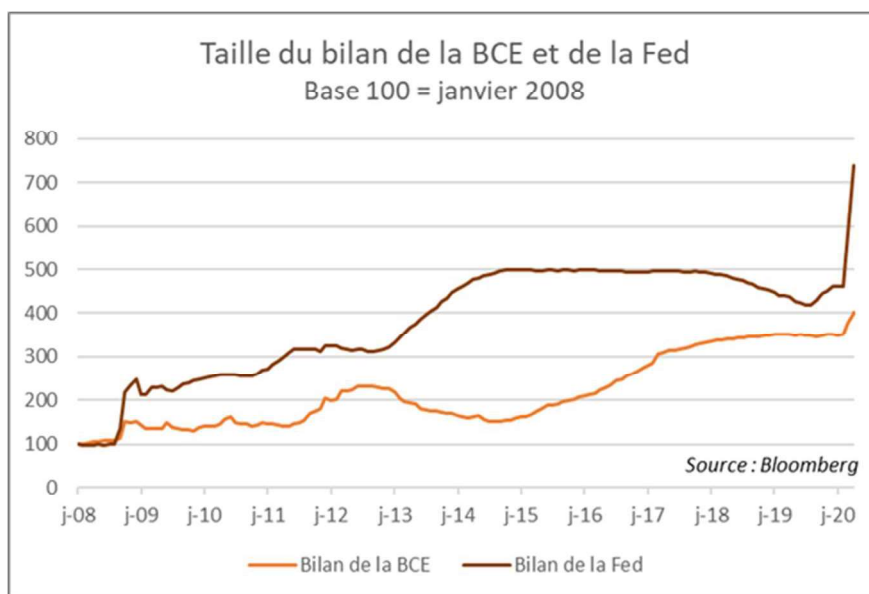
Enfin, les achats d'obligations publiques et privées : c'est le fameux assouplissement quantitatif (« Quantitative Easing ») créé par la Fed américaine aux lendemains de la crise de 2008 et mis en place par la BCE en 2015. Cet instrument non-orthodoxe dans la conduite des politiques monétaires vise trois objectifs : injecter massivement des liquidités dans l'économie à travers les banques et investisseurs institutionnels ; agir sur les taux à long terme ; rassurer les marchés sur le financement de la dette des Etats.

Pour ce faire, la banque centrale va simplement créer ex nihilo la monnaie dont elle a besoin. Toutefois, comme elle n'a pas la possibilité de mettre l'argent qu'elle crée directement à la disposition des agents économiques, elle doit procéder de façon indirecte. N'ayant pas le droit de souscrire directement aux émissions par les Etats de dette publique sur le marché primaire la banque centrale rachète aux investisseurs (banques, assurances, fonds de pension, hedge funds,...) sur le marché secondaire des obligations publiques qu'ils avaient acquis. Il s'agit généralement de titres obligataires souverains. Mais il peut aussi s'agir de titres obligataires « corporate », c'est à dire émis par des grandes entreprises. La banque centrale peut même acheter des actions (c'est notamment le cas au Japon).

C'est en cela qu'on dit que les banques centrales monétisent la dette publique. En clair, les Etats changent de créanciers. Quand une banque centrale achète à une banque commerciale les obligations d'état qu'elle détient, c'est la banque centrale qui possède alors la créance sur l'état. L'état doit donc rembourser sa dette à la banque centrale et non plus à la banque commerciale. Il n'y a donc pas addition de dettes. La banque centrale inscrit cette créance à son actif. A son passif en contrepartie il y a la monnaie qu'elle a créé pour racheter ces obligations. C'est comme cela que la taille du bilan de la BCE ou de la FED a explosé depuis 2008, et a encore fortement rebondi récemment.

Depuis 2015, la BCE a acheté pour environ 3 200 milliards d'euros d'obligations publiques et privées. Elle a prévu d'en acheter 1000 milliards en 2020. Le bilan total de la BCE était de 4 700 milliards d'euros début mars. Il est déjà de 5 300 milliards aujourd'hui. Quant à la Fed, elle a annoncé que ses achats seraient cette année « illimités ». La taille de son bilan a rebondi de plus de 70% depuis le mois de mars. **Depuis le début de la crise du Covid-19, les banques centrales à travers le monde ont acheté des titres aux investisseurs privés pour l'équivalent de 8% du PIB mondial.**

C'est d'ailleurs dans ce contexte, que certains parlent aujourd'hui de la possibilité dans l'avenir de rééchelonner, voire d'effacer une partie des dettes publiques. Celles-ci étant détenues de plus en plus par les banques centrales et non des créanciers privés, une annulation n'affecterait pas les investisseurs privés (comme cela aurait été le cas avec l'annulation de la dette grecque en 2010) mais uniquement les comptes des banques centrales dont la situation ne soucie guère de monde et qui in fine sont alimentés par les Etats en cas de besoin. Mais on n'en est pas là.



Avec les liquidités obtenues en échange de leurs titres, les investisseurs sont incités à accorder de nouveaux crédits aux ménages ou aux entreprises. C'est loin d'être sûr et la monnaie créée par la banque centrale peut venir irriguer les marchés financiers sans certitude qu'elle vienne ensuite profiter à l'économie réelle du pays. C'est tout le problème. Les investisseurs peuvent en effet décider d'utiliser les liquidités obtenues pour acheter à nouveau des titres sur le marché primaire et ainsi financer les déficits budgétaires ou les Etats, sur le marché secondaire ou pour acheter des actions sur des marchés financiers domestiques et étrangers, ce qu'elles font généralement. Après la crise de 2008, si l'absence de « credit crunch » a été observé grâce aux actions des banques centrales, c'est-à-dire l'octroi suffisant de crédits aux agents privés pour permettre la reprise économique, une partie importante des liquidités injectées est venue s'investir sur les marchés. C'est ainsi que de 2009 à 2020, la bourse américaine a connu l'une de ses phases d'expansion les plus longues et les plus forte de son histoire. Jusqu'à mars dernier.

En agissant de la sorte, les banques centrales ne fournissent pas uniquement des liquidités aux banques, elles pèsent également sur les taux longs, ce qui va au-delà de leur mission première. En effet, la banque centrale devient un acheteur majeur sur le marché des titres obligataires, provoquant par son intervention un surcroît de demande de titres qui se traduit par une hausse de leurs prix et donc mécaniquement une baisse de leurs rendements. Dans le même temps, lorsque la banque centrale achète des titres obligataires sur le marché secondaire, l'importance de son intervention provoque un assèchement des titres disponibles pour les autres investisseurs. Ceux qui n'ont pas pu obtenir des titres sur le marché secondaire, ainsi que ceux qui ont vendu leurs titres à la Banque centrale et qui souhaitent réinvestir les liquidités ainsi obtenues, vont se porter acquéreurs des obligations d'Etat émises sur le marché primaire. De ce fait, le nombre d'investisseurs candidats à l'achat des nouvelles émissions obligataires s'accroît, ce qui favorise la baisse des taux d'intérêt sur le marché primaire.

Cette baisse des taux d'intérêt obligataires est sans doute un élément essentiel aux yeux des autorités monétaires car il est quasi-immédiat et bénéficie de façon certaine à l'économie réelle. Elle réduit le coût de financement des agents privés, mais aussi permet une charge d'intérêt très réduite pour les Etats à un moment où leur montant de dette explose, le rendant ainsi plus soutenable. Quand les banques centrales envoient le signal qu'elles achètent massivement les obligations émises, le marché ne craint pas que les États - notamment les plus fragiles - aient du mal à se financer, donc pas de risque de défaut, donc le taux d'intérêt exigé par les investisseurs pour détenir de la dette publique (et couvrir ce risque de défaut) n'a pas besoin de monter.

Un autre effet positif de la baisse des taux d'intérêt obligataires est qu'elle se traduit par un accroissement de la valeur des portefeuilles financiers détenus par les ménages : comme les prix des obligations montent avec les achats effectués par la banque centrale, les ménages détenant des portefeuilles obligataires voient la valeur de leurs avoirs progresser sensiblement. En outre, les rendements obligataires baissant, les investisseurs sont incités à acheter d'autres titres financiers plus rémunérateurs, comme les actions. Il s'en suit une hausse des marchés boursiers qui génère à son tour un accroissement de la valeur des portefeuilles d'actions. Les ménages détenant des actifs financiers voient donc la valorisation de leurs placements progresser sensiblement du fait du programme d'assouplissement quantitatif de la banque centrale. Se sentant plus riches, ces ménages sont alors susceptibles d'accroître leur consommation, ce qui constitue un facteur supplémentaire de soutien à l'économie.



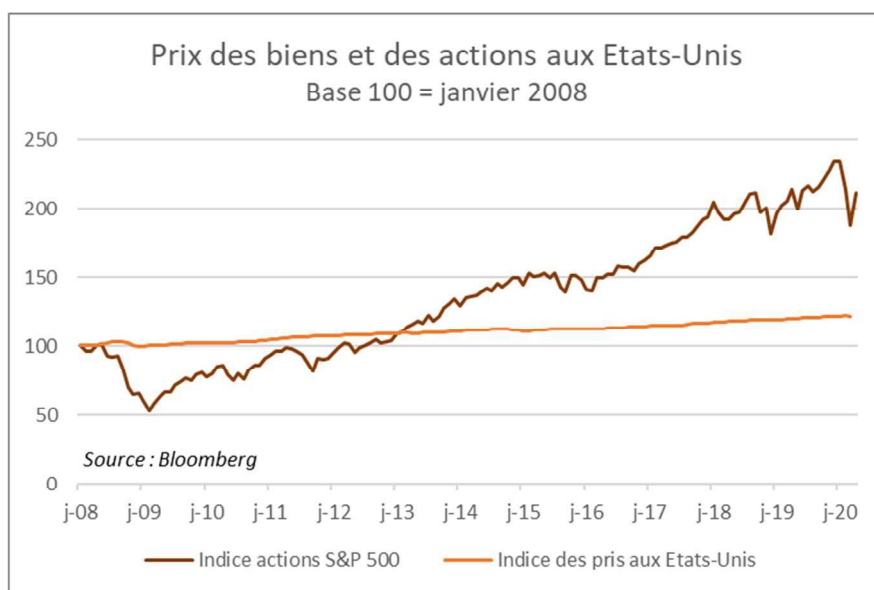
Enfin, l'importante création de monnaie par la banque provoque également une dépréciation de la monnaie sur les marchés des changes. Cette dépréciation du change permet de renforcer l'efficacité du « quantitative easing » puisqu'elle stimule les exportations.

➤ Quels risques ? D'une crise à l'autre ?

Cette politique de création monétaire et d'injection de liquidités fait courir trois risques majeurs qui en constituent ses limites. Ils ne sont toutefois pas tous de la même ampleur.

Hausse des taux d'intérêt : on l'a dit, l'action directe des banques centrales sur les taux courts et l'action indirecte sur les taux longs éloigne fortement ce risque, comme les dernières l'ont montré.

Hausse de l'inflation : c'est le point majeur traditionnellement soulevé. Théoriquement, une création monétaire massive injectée dans l'économie en stimulant fortement la demande via les revenus supplémentaires ainsi créés au travers des crédits fait naître des tensions sur les prix des biens et services. Longtemps, cet effet inflationniste s'il avait des impacts négatifs sur le pouvoir d'achat était aussi perçu comme un stabilisateur automatique de la charge de la dette par les Etats, la hausse des prix réduisant en termes réels la valeur des intérêts payés et du capital remboursé. Force est toutefois de constater qu'au cours des dernières années, et notamment depuis 2008 où le Quantitative Easing a été lancé aux Etats-Unis puis partout dans le monde, cette politique n'a pas généré d'inflation importante. Les raisons tiennent dans l'évolution structurelle des économies modernes qui alimentent d'elles-mêmes des forces déflationnistes (gains de productivité, innovations technologiques, chômage de masse pesant sur l'évolution des salaires, pressions concurrentielles fortes, ...). On peut penser que tel sera encore le cas dans les années à venir. Depuis 2008, l'inflation a été aux Etats-Unis de 20%, quand dans le même temps, l'indice action S&P 500 gagnait 110%.



Hausse des prix des actifs financiers : en l'absence d'impact sur les taux et sur l'inflation, il semble bien qu'il n'y ait pas de vraie limite au système mis en place. Sauf que si les liquidités abondantes déversées n'ont pas d'impact majeur sur les prix des biens et services, il en va autrement pour les prix des actifs financiers tels que les actions ou l'immobilier. En utilisant une partie de ces liquidités à l'investissement sur ces actifs (aux rémunérations plus élevées que les crédits au secteur privé), les banques et investisseurs institutionnels tirent leurs prix à la hausse, au point où ces marchés ne réagissent plus à un environnement économique fragile et donnent l'impression de s'éloigner des fondamentaux économiques. C'est le principe de la « bulle ». Quelques mois à peine après la crise financière de 2008, les marchés actions avaient ainsi rejoint et dépassé leurs niveaux d'avant la crise. De même aujourd'hui, après la chute initiale du mois de mars, les principaux indices actions dans le monde ont rebondi et certains, notamment aux Etats-Unis, s'approchent à nouveau de leurs niveaux de début d'année. C'est ainsi qu'au vu des liquidités si abondantes, l'impact de la crise sur les valorisations des entreprises, une fois atténué l'effet de la récession en particulier pour celles étant les plus touchées par la crise, pourrait ne pas être durable. Il est encore trop tôt pour le dire, mais concernant le marché



actions américain, le « Price Earning Ratio » (rapport cours sur bénéfices attendus) de l'indice phare S&P 500 est à nouveau proche de ses niveaux d'avant le début de la crise. Anomalie de marché ou signe avancé ? L'avenir le dira.

Or l'envolée des cours boursiers quelque peu irrationnelle au vu des fondamentaux accentue le risque d'éclatement à venir des bulles ainsi créées, avec à la clé un effet majeur sur la richesse des entreprises et des ménages et in fine sur leurs dépenses et donc sur la croissance. A noter également qu'en alimentant une envolée des prix des actifs financiers, les liquidités contribuent indirectement à accentuer les inégalités économiques au sein de la population, entre ceux en bénéficiant directement à travers leur patrimoine, et ceux pour qui cette hausse des cours boursiers n'a aucun effet et dont les seuls revenus du travail pâtissent d'une récession profonde, avec les conséquences sociales et politiques que l'on connaît.

Impact sur les économies émergentes : l'utilisation par les investisseurs institutionnels d'une partie des liquidités obtenues pour investir sur les marchés financiers émergents, qui affichent généralement une rémunération très attractive, associée à l'utilisation par les entreprises des crédits obtenus pour des investissements directs dans les économies émergentes, aux perspectives de croissance et de demande plus fortes qu'ailleurs, amplifie la volatilité des économies concernées. Et c'est sans compter des taux d'intérêt des économies occidentales très bas en comparaison de ceux pratiqués par les banques centrales des pays émergents (contexte de croissance et d'inflation très différent) qui permettent à ces derniers d'attirer davantage de capitaux. Hausse des cours boursiers, taux d'intérêts attractifs et investissements directs massifs dopent la croissance des économies en question, jusqu'au moment où l'éclatement de « bulles » financières et le ralentissement des économies occidentales font brutalement plonger les économies émergentes à la hauteur de leur rebond initial. Cette volatilité financière et réelle pour bon nombre d'économies de la planète constitue un dommage collatéral important des politiques monétaires extrêmes menées par d'autres. Elle contribue à son tour directement à la volatilité globale de l'économie mondiale qui s'est fortement accrue ces dernières années. En économie, il n'y a pas de hasard.

Ainsi, l'ouverture des robinets monétaires permet certainement de prévenir ou de guérir en partie les économies des effets de la crise en cours, mais fait aussi **germer les conditions d'apparition de la prochaine crise.**

Au vu de ces risques et de la sortie par le Banque centrale de sa mission première qui est d'utiliser ses outils prioritaires (taux directeurs, opérations de refinancement des banques) pour soutenir l'économie et éviter l'inflation, certaines critiques se font entendre, notamment en Europe où cette politique d'achat de dette ne fait pas l'unanimité. L'Allemagne en particulier, par sa tradition historique d'orthodoxie financière et d'aversion extrême à l'inflation, n'est pas la plus partisane de cette politique de la BCE. Loin de là. « Monétiser » la dette, consiste théoriquement pour la banque centrale à la racheter à condition que les États utilisent les ressources de cette dette pour financer des investissements lourds et donc créer de la croissance, et donc faire baisser les ratios dette / PIB. C'est pourquoi on parle de « stérilisation » de la dette. Aujourd'hui ce mécanisme ne fonctionne pas ce qui rend certains pays comme l'Allemagne très frileux pour permettre aux banques centrales de racheter la dette publique. La Cour constitutionnelle allemande vient ainsi de juger cette politique non conforme aux traités européens, a rappelé que la participation de facto de la banque centrale allemande à cette politique monétaire européenne de Quantitative Easing pose des questions constitutionnelles, et a demandé à la BCE de s'expliquer sur les mesures prises depuis 2015. Même si une telle démarche ne changera rien à la politique menée face à la crise, elle reflète les divisions de l'Europe sur l'ampleur et la nature de la réponse à apporter entre la BCE d'une part et les gouvernements de l'autre. En-dehors d'une réelle cohésion et franche coordination aujourd'hui, une telle situation n'est pas sans poser de problèmes majeurs pour l'avenir de la zone euro qui devrait être la plus touchée par la crise.

Il n'en demeure pas moins que si les risques encourus ne sont certes pas minimes, ils semblent malgré tout être le prix à payer pour soutenir l'économie, faute d'autres moyens aussi efficaces et moins risqués.

Alors comment faire pour limiter ou freiner ces risques ? La solution n'est pas simple car si la décision d'injecter des liquidités est entre les mains des banques centrales, donc maîtrisable à tout moment dans son ampleur et sa durée, celle de son utilisation par les investisseurs privés est beaucoup plus aléatoire et incertaine. Est-ce que l'objectif initial de favoriser la croissance réelle via les crédits aux entreprises et aux ménages est toujours suivi par ceux qui bénéficient des liquidités ? On sait que non à l'heure où les marchés financiers assurent, du moins sur le long terme, une rémunération bien plus forte que des octrois de crédits à des taux proches de zéro.

Une piste de réflexion pourrait résider dans la mise en place par les banques centrales de conditions plus drastiques que celles déjà en place à l'obtention des liquidités injectées, notamment concernant l'utilisation qui en est faite par leurs bénéficiaires au profit des entreprises et des ménages davantage que dans les investissements financiers. Une



telle mesure s'avèrerait toutefois difficile à mettre en place et à appliquer. D'abord parce que l'objectif des banques centrales est aussi de soutenir les marchés financiers, dont l'évolution contribue directement à l'économie réelle, et ensuite parce que la rentabilité des banques et des autres investisseurs institutionnels est essentielle dans le processus de sortie de crise. Leur imposer une allocation massive de leurs ressources vers des actifs peu rentables n'est pas non plus sans risque.

Finalement, une quadrature du cercle bien difficile à régler. L'histoire récente a montré que nos économies sont entrées dans une période de forte volatilité, tant financière que réelle, et tenter de la réduire par des contraintes réglementaires fait courir des risques forts de générer des problèmes in fine au-moins aussi dévastateurs que ceux qu'on souhaite juguler. Au-delà de ces contraintes imposées dans l'allocation des ressources obtenues, qui existent déjà dans les faits et qui vont continuer à s'appliquer, reste l'esprit de responsabilité des grands acteurs du financement de l'économie pour prioriser l'avenir de long terme de l'économie réelle sur les gains de court terme octroyés par certains actifs. Un défi majeur pour le « monde d'après » qui arrive.

