

25 octobre 2019

« Sous Mario Draghi, la BCE a pratiqué une fuite en avant monétaire »

Jean-Michel Naulot

Ancien membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers

Dans une tribune au « Monde », Jean-Michel Naulot dresse un bilan critique des années Draghi, qui ont fait exploser le bilan de la Banque centrale européenne et gonfler les bulles financières.

Le 26 juillet 2012, moins d'un an après sa prise de fonctions, alors que l'euro était tout près de l'explosion, Mario Draghi avait, grâce à une phrase restée dans toutes les mémoires, fait immédiatement retomber la pression spéculative. En déclarant qu'il était prêt à faire tout ce qui était nécessaire pour sauver l'euro (« *whatever it takes* »), il laissait entendre que les moyens d'action de la banque centrale étaient illimités. Il a mis ensuite en place des mesures qui ont démontré qu'il tenait parole. La boîte à outils semblait inépuisable, comblant de bonheur des investisseurs qui voyaient en lui un magicien ! Au cours des huit années de son mandat, le sauvetage de l'euro a constitué le vrai fil conducteur de sa politique. Il a su très habilement utiliser l'objectif officiel de la banque centrale - atteindre un taux d'inflation proche de 2% - pour justifier sa politique de taux zéro et les achats massifs de dettes souveraines.

Mario Draghi a convaincu les investisseurs de plusieurs façons. En septembre 2012, il a annoncé que la BCE était prête à acheter des titres souverains d'un pays en difficulté pour des « montants illimités », sous réserve de la mise en place d'un plan de redressement négocié avec les institutions européennes. Par ailleurs, tout au long des huit années de son mandat, il a mis à disposition des banques, gratuitement et sur de longues durées, des lignes de financement considérables. Ces opérations, officiellement destinées à assurer une bonne liquidité du marché, ont permis aux banques d'acheter de la dette souveraine domestique, notamment dans les pays périphériques, et de faire ainsi baisser les taux d'intérêt. A partir de 2015, la BCE est elle-même passée à l'action en achetant massivement des dettes souveraines (politique de *quantitative easing*). Enfin, tout récemment, Mario Draghi a poussé les feux de sa politique monétaire accommodante jusqu'à annoncer la reprise du *quantitative easing* en novembre..., c'est-à-dire lorsque Christine Lagarde lui aura succédé !

Cette politique d'achat de dettes souveraines a aujourd'hui ses limites. Les divisions récentes au sein de la BCE montrent que des critiques sévères commencent à s'exprimer sur une politique qui a consisté à inonder les marchés financiers de liquidités. Le bilan de la BCE a été lourdement impacté. Il représente désormais 40% du PIB de la zone euro, un niveau sensiblement supérieur à celui du Royaume Uni qui est de 27% et double de celui de la Banque centrale américaine (Fed). Le bilan de la Fed est très exactement de 18% du PIB. Lorsqu'il avait atteint 25%, fin 2014, la Fed avait considéré qu'il importait de le réduire car cette dérive risquait de porter atteinte à sa crédibilité. Pendant un demi-siècle, jusqu'à la crise de 2008, le bilan de la Fed était en effet resté cantonné aux environs de 5% du PIB.

La politique de la BCE a eu pour effet de faire plonger le cœur de la zone euro vers des taux négatifs et sa périphérie vers des taux très bas sans rapport avec la situation économique et financière. La planche à billets, naguère dénoncée pour justifier l'indépendance des banques centrales, n'a jamais aussi bien fonctionné ! La Grèce dont la dette publique est toujours aussi élevée (182% du PIB) peut emprunter à trois mois à 0%... Les ménages français peuvent souscrire des emprunts immobiliers sur vingt ans à 1,3%... En d'autres termes, le risque n'est plus rémunéré. Les fonds de pension et le secteur de l'assurance vont être confrontés à une situation de plus en plus difficile, l'épargnant va finir par crier à la spoliation, les dirigeants d'entreprises ne pourront plus évaluer la rentabilité de leurs investissements. Quant aux banques, elles sont d'ores et déjà privées d'une partie importante de leur rentabilité puisque

les taux des prêts qu'elles accordent s'effondrent et qu'il leur est difficile de taxer les dépôts. Les liquidités, surabondantes, s'investissent dans la spéculation financière... L'argent est gratuit et la dette s'envole...

La BCE ne pourra poursuivre indéfiniment cette politique de création monétaire qui est génératrice de bulles financières. Deux autres grandes banques centrales sont actuellement confrontées, de manière spectaculaire, à des limites dans l'utilisation de leur bilan: la banque centrale du Japon (BOJ) avec un bilan qui représente un peu plus de 100% du PIB et la banque centrale suisse (BNS) avec un bilan qui atteint 120% du PIB. Ces trois institutions, BCE, BOJ et BNS, pratiquent ce qui ressemble à une fuite en avant monétaire, mais pour des raisons très différentes. La BCE gère la crise sous-jacente de l'euro, la BOJ gère une dette publique gigantesque (238% du PIB) et la BNS affronte une situation absurde puisqu'il lui faut combattre, en achetant des actifs en dollars, la réévaluation du franc suisse provoquée par la politique d'excédents budgétaires du gouvernement. Parmi ces trois banques centrales, la BCE est en apparence celle qui a la situation la moins difficile en raison de la taille moins extravagante de son bilan mais, avec un statut sans équivalent dans le monde, celui d'une institution fédérale qui gère la politique monétaire de 19 Etats souverains, elle se trouve dans une situation plus fragile. De plus, il n'est pas dit qu'elle puisse contourner indéfiniment l'interdiction de financer les Etats (article 125 du Traité de Lisbonne) à partir du moment où sa part dans la dette souveraine continue à augmenter (le seuil de détention de 33% n'est pas loin dans certains pays). Enfin, en cas de difficultés majeures, toute augmentation de capital de la BCE devrait être décidée à l'unanimité des 19 Etats.

Tout au long de son mandat, Mario Draghi a donné l'impression de faire des miracles. Pour sauver la zone euro, il a cependant été aux limites de ce qu'il était possible de faire en matière de création monétaire. En 2016, dans ces mêmes colonnes, Jacques de Larosière, ancien gouverneur de la Banque de France, avait mis en garde sur les dangers des politiques trop accommodantes de certaines banques centrales: « Le risque est que la liquidité qu'elles créent pour atteindre leur cible échoue à raviver l'inflation, mais contribue en revanche à la formation de bulles de crédit ». Trois ans plus tard, l'inflation en zone euro n'a pas été ravivée et les bulles financières redoutées sont sous nos yeux... Mario Draghi a réussi à préserver l'euro, ce qui était son objectif principal, mais à un prix élevé. La tâche de Christine Lagarde va être bien difficile.

Jean-Michel NAULOT

Auteur d'« Eviter l'effondrement » (Seuil, 2017)