

# LE TEMPS

---

La chronique de Jean-Pierre Béguelin Samedi 22 septembre 2012

## Les banques centrales n'ont plus de limites

Par Jean-Pierre Béguelin

**Les banquiers centraux n'ont plus de limites ou, du moins, le clament-ils. Après la BNS se déclarant il y a 12 mois prête à acheter sans fin des euros, la Réserve fédérale américaine et la BCE viennent d'annoncer, elles aussi, des politiques sans limite: soit acheter massivement des obligations couvertes par des hypothèques pour la première, celles des pays européens en difficulté pour la seconde**

Les banquiers centraux n'ont plus de limites ou, du moins, le clament-ils. Après la BNS se déclarant il y a 12 mois prête à acheter sans fin des euros, la Réserve fédérale américaine et la BCE viennent d'annoncer, elles aussi, des politiques sans limite: soit acheter massivement des obligations couvertes par des hypothèques pour la première, celles des pays européens en difficulté pour la seconde. Toutes ne font d'ailleurs que suivre la Banque du Japon, elle qui depuis 2001 achète chaque année les titres publics nippons par dizaines de trillions de yens.

Si ces mesures illimitées sont crédibles, c'est que ces instituts d'émission sont capables d'acheter ce qu'ils veulent avec une monnaie qu'ils créent ex nihilo. Ils le font d'autant plus volontiers actuellement qu'ils sont confrontés à des économies vacillantes et, surtout, menacées d'une déflation contagieuse qu'ils craignent comme la peste. En effet, une fois persuadé que les prix des biens et services seront plus bas demain qu'aujourd'hui, le public diffère ses achats, sauf pour les produits de première nécessité. La demande globale recule, les firmes licencient, le chômage bondit et les faillites se multiplient. Les salaires et les prix baissent, ce qui incite naturellement à penser que tout sera encore meilleur marché demain, entraînant une nouvelle réduction de la demande et la poursuite de l'inférieure spirale.

Ce mouvement semble favoriser les rentiers, mais c'est là une apparence puisque l'explosion des faillites multiplie les mauvaises dettes et les pertes financières, ce qui fragilise les fortunes et les revenus qu'on en tire. Les placeurs se réfugient alors dans les titres dits sûrs, soit ceux qui sont achetés par la banque centrale. Si les autorités monétaires ne répondent pas à cette demande accrue de «billets ou équivalents» – comme c'était le cas sous l'étalon-or –, la partie thésaurisée de la masse monétaire disponible s'accroît au détriment de celle qui est destinée aux échanges, ce qui déprime encore plus la production, puis les prix.

Une fois enclenchée, semblable spirale est fort difficile à stopper, comme on l'a vu dans les années 30. Il faut pour cela qu'une bonne partie de la demande globale résiste. Pour une mini-économie, c'est en général le cas de sa demande extérieure naturellement immunisée contre la contraction interne. Puisque ses produits sont de moins en moins chers, sa déflation lui permet alors d'accroître sa compétitivité et donc de relancer quasi automatiquement sa conjoncture une fois ses prix suffisamment bas. Mais les économies peu ouvertes ne peuvent compter sur cette bouée de sauvetage externe, si bien que prôner la déflation au nom d'on ne sait trop quel assainissement en s'appuyant sur les exemples lettons ou islandais ne fait pas grand sens pour l'UE ou les Etats-Unis.

Pour ces cas, seule la demande publique est suffisamment résistante pour freiner ou stabiliser la spirale déflationniste. Un Etat battant monnaie peut alors financer d'autant plus facilement un déficit budgétaire grandissant que, face à la panique qui saisit des placeurs dans une telle dépression, il est l'unique agent à pouvoir emprunter avec succès. S'il ne veut pas le faire pour des motifs politiques,

tout le poids de la stabilisation retombe alors sur les épaules d'une banque centrale qui est dans ce cas forcée d'émettre de la monnaie en masse pour éviter une véritable implosion de l'économie. Or, les vrais banquiers centraux le savent et le craignent. C'est pourquoi, face à des économies frisant la récession, face à des Etats trop frileux pour vraiment jouer le jeu des stabilisateurs, ils prennent aujourd'hui les devants pour éviter qu'une spirale infernale ne se déclenche.

Auront-ils du succès? Nul en fait ne le saura jamais car personne ne pourra dire ce qui se serait passé s'ils n'avaient pas agi. Seul leur échec pourrait être constaté s'ils ne peuvent éviter dépression et déflation. A leurs yeux, ce risque n'est pas négligeable et c'est pour l'étouffer dans l'œuf qu'ils tiennent à montrer toute leur détermination en annonçant des mesures sans limites de montant ou de durée. Certes, ils engendrent ainsi des craintes inflationnistes chez certains, mais ces peurs sont en soi positives puisqu'elles contribuent à atténuer les anticipations de baisses des prix. De plus, en mettant en avant la profondeur infinie de leurs poches, ils tendent à décourager les spéculateurs de tout poil de prendre position contre eux. Les marchés le savent d'ailleurs bien: «jamais jouer contre la Fed» n'est-elle pas une antienne à Wall Street?

La mise en œuvre de ces politiques illimitées ne sera toutefois pas sans risques. Face à des pouvoirs politiques partisans, certaines banques centrales, la Réserve fédérale en première ligne, seront menacées demain de perdre de leur indépendance ou leur existence elle-même. Face aux placeurs ou au public, et même si, comme au Japon, elles avaient bloqué une spirale inflationniste, elles pourraient perdre beaucoup de leur crédibilité si l'économie ne repartait pas rapidement, en particulier par manque de crédits. Les banquiers centraux devraient alors se demander s'ils doivent continuer de ne prêter qu'aux intermédiaires financiers ou s'ils ne doivent pas se mettre à financer directement les entreprises – surtout les PME – et, pourquoi pas, les Etats. Ce sera peut-être leur dernière carte à jouer avant l'achat d'hélicoptères...

**LE TEMPS** © 2012 Le Temps SA