CONTROVERSE Débat chez les économistes. Pour les uns, la BCE entretient la volatilité des marchés et prépare une crise financière de grande ampleur. Pour les autres, elle maîtrise la situation et continuera à le faire. Arguments en présence.

La politique monétaire fait-elle des bulles ?

OUI

D.R.

PATRICK ARTUS
Chef économiste chez Natixis

« On a créé une bulle sur les dettes publiques »

Quel est l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE) avec le *quantitative easing* ?

Le principe du *quantitative easing* (QE) est simple : la BCE achète des titres de dette sans risque, des emprunts d'Etat majoritairement. En asséchant le marché, elle incite les investisseurs à se reporter sur d'autres placements : en partie à l'étranger, ce qui contribue à une dépréciation de l'euro, et surtout vers le financement des entreprises, en achetant des actions et des obligations. La BCE cherche ainsi à faciliter le financement des entreprises sur les marchés financiers. C'est vraiment cela l'essence du *quantitative easing*.

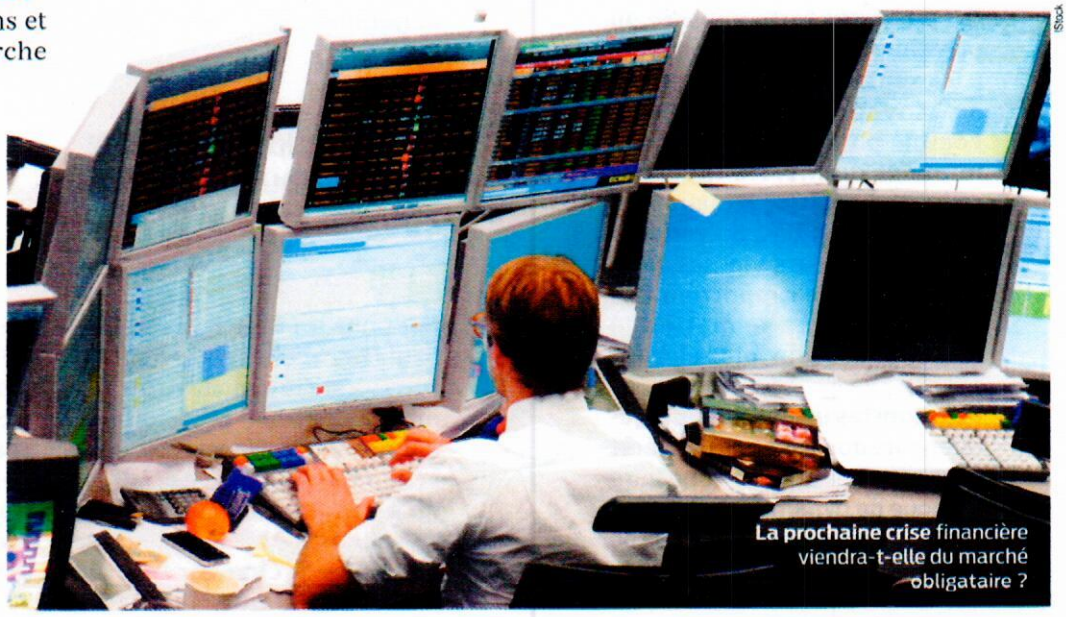
Pourquoi cela ne fonctionne pas ?

Cela a fonctionné au début : les Bourses ont effectivement monté et les taux d'intérêt des emprunt des entreprises ont diminué. Mais ce sont des placements trop risqués pour les investisseurs, les compagnies d'assurances et les fonds de pension, qui doivent garantir une sécurité élevée aux épargnants qui leur confient leur argent. Ces investisseurs sont devenus inquiets d'être obligés de placer leurs fonds sur ces actifs plus risqués : dès qu'il y a des chocs – et on a été servis avec la chute du pétrole, les risques géopolitiques, le ralentissement de la Chine et des Etats-Unis ! –, ils fuient les Bourses et reviennent vers leur « habitat naturel » de placement, c'est-à-dire les dettes publiques considérées sans risque.

Ce comportement a deux conséquences. D'une part, comme il y a de plus en plus de liquidités, les mouvements de capitaux liés à ces achats et à ces ventes d'actions et d'obligations sont de plus en plus importants, ce qui crée la forte volatilité observée récemment sur les marchés. Et cela décourage d'autant plus les investisseurs d'y retourner !

D'autre part, puisqu'ils reviennent acheter des emprunts publics au moment où la BCE le fait déjà, cela contribue à alimenter une forte demande, permettant aux Etats de proposer des taux d'intérêt de plus en plus faibles. A tel point que sur certaines échéances d'emprunt – jusqu'à six ans pour la France, huit ans pour l'Allemagne –, les taux d'intérêt sont négatifs, les investisseurs

> « Le jour où la **bulle obligataire va éclater**, cela fera énormément de mal »



Stock

La prochaine crise financière viendra-t-elle du marché obligataire ?

paient pour avoir le droit de les détenir !

Le *quantitative easing* de la BCE est donc un échec complet : les entreprises ne se financent pas plus facilement et on a créé une bulle obligataire sur les dettes publiques. Tant que ça dure, tout va bien, mais le jour où elle va éclater, cela fera énormément de mal. Après que les compagnies d'assurance-vie auront acheté pendant des années des obligations avec de très faibles taux d'intérêt, quand ceux-ci remonteront, la valeur de ces obligations qui ne rapportent pas grand-chose va s'effondrer. Ce sera un sacré problème pour la stabilité financière !

Pourquoi les taux d'intérêt se mettraient-ils à augmenter fortement ?

Les taux d'intérêt à long terme remontent avec l'inflation : quand les prix grimpent, les investisseurs veulent protéger le rendement de leurs placements et demandent des taux d'intérêt plus élevés. L'inflation peut être poussée par les salaires, mais aujourd'hui avec la flexibilisation des marchés du travail, la mondialisation, etc., il n'y a plus de tensions inflationnistes salariales (sauf peut-être un peu au Royaume-Uni).

La bulle obligataire peut alors éclater sous le fait d'un choc inflationniste extérieur, le candidat étant une forte poussée du prix du pétrole qui résulterait, par exemple, d'un conflit armé au Moyen-Orient. Ou bien, comme pour toute bulle, à un moment donné, les investisseurs se disent que les taux sont vraiment trop bas, ils vendent en panique leurs vieilles obligations qui ne rapportent pas grand-chose et se mettent à réclamer des taux plus élevés.

Pourquoi les investisseurs jugeraient-ils que les taux d'intérêt sont trop faibles ? La zone euro manque de dynamisme et il n'y a pas de perspectives de montée de l'inflation...

Quand même : la croissance potentielle nominale (volume plus prix) de la zone euro se situe dans une fourchette de 2 % à 2,5 %. Or, le taux d'emprunt à dix ans en Allemagne est à 0,2 %, à 0,5 % en France, en dessous de 1 % pour la zone euro dans son ensemble. L'écart entre la croissance et les taux est historiquement large. Il y a bien une bulle obligataire et elle finira par éclater. ■ Propos recueillis par Ch. Ch

NON

D.R

ANTON BRENDER
Chef économiste chez Candriam

« Nous ne sommes pas dans une situation de bulle obligataire »

Pensez-vous que les liquidités fournies par la Banque centrale européenne (BCE) nourrissent des bulles spéculatives qui vont finir par nous éclater au visage ?

Non ! On pourrait parler de bulle sur le marché obligataire si les taux d'intérêt étaient bas pour des raisons purement spéculatives : les taux auraient baissé parce que tout le monde pensait qu'ils allaient baisser. Dans ce cas, le jour où le marché change d'idée, la bulle éclate et les taux d'intérêt remontent à toute allure.

On n'est pas dans ce cas de figure. Les taux d'intérêt sont bas parce que les banques centrales, et notamment la BCE, ont tout fait pour les faire baisser. Elles l'ont fait car elles constatent que l'économie mondiale reste soumise à de fortes pressions déflationnistes. Ces pressions ne vont pas disparaître par miracle du jour au lendemain. Dans ces conditions, les banques centrales ne vont pas changer brutalement de politique et les taux à long terme n'ont aucune raison d'exploser. Pour que cela se produise, il faudrait que les banques centrales se soient complètement trompées et que l'économie mondiale soit à la veille d'un retour à une croissance forte et générale. Nous en sommes malheureusement très loin !

> « Les taux d'intérêt à long terme n'ont **aucune raison d'exploser** »

Justement, le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt dans la zone euro n'est-il pas artificiel car entièrement dû à l'action de la Banque centrale européenne ?

Non, justement. Bien sûr, ce niveau est influencé par les achats de la BCE, mais ces achats ne font qu'amplifier les effets d'une situation bien réelle : il y a aujourd'hui beaucoup plus de gens qui veulent mettre de l'argent de côté que de gens qui veulent en emprunter pour le dépenser. Cet excès d'épargne maintient l'économie mondiale au bord de la déflation. Certains critiquent la politique de la BCE parce qu'elle conduit à une allocation de l'épargne qui n'est pas optimale. Mais dans la conjoncture actuelle, mieux vaut des décisions d'investissement qui ne sont pas tout à fait les meilleures que pas d'investissement du tout !

■ Propos recueillis par Ch. Ch.