

Patrick Artus: «La BCE doit maintenant éviter une crise de la zone euro»

POLITIQUE MONÉTAIRE

L'essayiste et directeur de la recherche économique de Natixis prévoit que les taux d'intérêt dépasseront le niveau de l'inflation. Il estime que la BCE doit imaginer de nouveaux instruments pour éviter une fragmentation de la zone euro



Emmanuel Garessus

Publié vendredi 17 juin 2022 à 12:40

Modifié vendredi 17 juin 2022 à 14:42

De passage en Suisse romande pour les Journées de la prévoyance, Patrick Artus, 70 ans, directeur de la recherche de Natixis, est l'un des économistes les plus écoutés en France. Il est l'auteur de nombreux ouvrages économiques à succès, comme *La Dernière Chance du capitalisme* (Odile Jacob, 2021) et *Les Nouvelles Politiques Monétaires* (Editions Ellipses, 2022). Il répond aux questions du *Temps* après une semaine marquée par les décisions des banques centrales américaine et suisse:

Les hausses des taux directeurs de la Fed et de la BNS, en attendant la BCE, signalent-elles vraiment que l'inflation est redevenue leur priorité numéro un?

Patrick Artus: Les banques centrales changent effectivement leurs objectifs. Durant les années 2010 caractérisées par l'absence d'inflation, elles avaient fixé d'autres buts de politique monétaire, comme le soutien à la croissance et à l'emploi – aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a même cherché à réduire les inégalités. Elles ont aussi aidé les Etats à maintenir une politique budgétaire très expansionniste. Cette époque est maintenant terminée. Elles retrouvent leur mandat traditionnel, celui de la stabilité des prix, à cause d'une inflation qui atteint 8,6% aux Etats-Unis et 8,1% dans la zone euro.

Et qu'en est-il de la BNS, qui a relevé ses taux jeudi?

C'est différent. La BNS doit limiter l'écart entre ses taux directeurs et ceux des autres banques centrales. Elle ne peut pas conserver des taux négatifs. Ses taux directeurs deviendront positifs pour répondre à son objectif de convergence.

Dans votre dernier ouvrage, «Les Nouvelles Politiques monétaires», vous analysez la priorité accordée par les banques centrales à la solvabilité budgétaire des Etats. Est-ce que la hausse des taux d'intérêt rend ce dernier objectif improbable?

C'est un vrai sujet. Les banques centrales ont mis en place des politiques monétaires que les économistes appellent «la dominance fiscale», c'est-à-dire lorsque les Etats ont toute la latitude en matière budgétaire tandis que les banques centrales garantissent leur solvabilité, sans égard pour l'étendue de leurs déficits. Elles pratiquent alors des politiques expansives et des rachats de dette publique. Cette politique a débuté en 2009 aux Etats-Unis, 2013 dans la zone euro et au Japon. Elle n'est plus possible si la priorité est accordée à la stabilité des prix.

Les Etats devront passer à des politiques moins expansives. C'est très désagréable pour des gouvernements qui veulent accroître leurs dépenses dans la santé, la défense, l'éducation, la transition énergétique. Certains

économistes estiment que la BCE ne pourra dès lors pas vraiment lutter contre l'inflation. Ce n'est pas mon avis.

Est-ce que l'on reviendra à une forme d'austérité budgétaire?

Les taux d'intérêt ne montent que lentement. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est à 3,3%, celui de l'Allemagne 1,7%. Même si le Bund allemand remonte à 2,5% de rendement, ce n'est pas exorbitant.

La question doit être placée dans son contexte. Nous avons connu une décennie avec des taux nuls ou négatifs en Europe. Ils s'approcheront de 3% en Allemagne et en France, si bien que les intérêts sur la dette publique augmenteront, par exemple de 80 milliards d'euros en France. Au fur et à mesure du renouvellement de la dette, soit dans les huit ans, les dépenses publiques devront être réduites de ce montant encore relativement modéré. On est loin de l'austérité.

La BCE veut éviter un risque de fragmentation de l'euro en évoquant de nouveaux instruments. Que pensez-vous de sa capacité à atteindre cet objectif?

Elle est obligée de le faire. Si la BCE augmente ses taux d'intérêt – le repo est à 0 et devra monter à 1,25% fin 2022 et 3% fin 2023 –, les écarts de taux augmenteront entre les pays. En effet, si on accroît l'attrait de la dette sans risque (Allemagne), la demande est moindre pour la dette risquée. L'Italie a pour particularité de ne pas avoir de croissance. Son PIB stagne depuis 20 ans. Compte tenu de son endettement, elle court vers de grandes difficultés si les taux d'intérêt augmentent et l'économie stagne. La BCE doit donc réagir. La seule solution consiste à développer des instruments pour lutter contre la divergence de taux. Elle peut réinvestir les amortissements de son programme spécial contre la pandémie. Elle pourrait acheter pour 25 milliards par mois de dette publique italienne. Mais cela risque de ne pas suffire. Elle pourrait par exemple imaginer un

programme d'achat de dettes italiennes couplé à la vente de titres allemands ou français. C'est probablement ce qu'elle fera.

Ne risque-t-on pas un conflit entre les intérêts de l'Allemagne et de l'Italie?

Sans ce programme, on risque surtout une crise de la dette dans la zone euro, à l'image de celle de 2010.

Quels niveaux de taux d'intérêt prévoyez-vous?

Les taux d'intérêt seront supérieurs à ceux qu'anticipent les marchés financiers dans la zone euro. L'inflation continue d'augmenter et les salaires s'accroissent, à l'image de l'accord d'IG Metall en Allemagne qui prévoit une hausse de 9% sur deux ans. Si la BCE veut ramener l'inflation à 2% en 2024, elle devra relever fortement ses taux d'intérêt, ce qui crée des difficultés à l'Italie et à l'Allemagne. Les marchés anticipent 2,5% à la fin de 2023, ce qui resterait insuffisant pour peser sur les prix. Un taux de 4% est nécessaire pour tenter de stabiliser le renchérissement.

Est-ce que les taux d'intérêt réels (ajustés de l'inflation) redeviendront positifs en Europe?

Tant que les taux réels sont négatifs, la politique monétaire stimule l'économie et ne réduit pas l'inflation.

De tels changements produisent des effets secondaires majeurs. Quels seront-ils?

Le chômage est bas (6,8% dans la zone euro et 3,5% aux Etats-Unis). La politique monétaire doit faire remonter le taux de chômage au-dessus de 8% (niveau du taux de chômage structurel) dans la zone euro pour avoir un vrai effet sur l'inflation. J'ajoute que la pénurie de main-d'œuvre renforce le risque inflationniste.

Quelle est la probabilité d'une récession en Europe?

Il n'est pas nécessaire d'assister à une récession pour calmer les prix. Une croissance très faible durant 18 mois permet d'atteindre l'objectif. Dans l'histoire, les politiques monétaires restrictives ont conduit à des phases de stagnation et non pas à de graves récessions.

Après la réélection d'Emmanuel Macron, la France renouvelle son parlement. En 2004, vous avez signé «La France peut se ressaisir». Est-ce qu'elle peut redevenir la locomotive économique de l'Europe?

La France souffre d'un grave problème de compétences, aussi bien des enfants que des adultes, qui est à l'origine de tous ses problèmes. Sans amélioration des compétences, en particulier du système scolaire et universitaire, il sera compliqué d'éviter une poursuite de la désindustrialisation, des déséquilibres extérieurs et une faible création d'emplois.

La solution n'est envisageable que dans une optique à long terme. L'idée d'une distribution de revenus aux Français, par des transferts ou des salaires, est une illusion dans le contexte d'un faible taux d'emploi, d'emplois peu sophistiqués et d'un déclin de la compétitivité de l'industrie.

Dans *La Dernière Chance du capitalisme*, vous estimiez que l'économie avait besoin de la béquille de la dette pour perdurer et croître. La dette publique perd de son attrait à cause de la hausse des taux. Quel est l'avenir du système économique?

Le capitalisme moderne verse une rémunération élevée aux actionnaires grâce aux délocalisations, à la faible rémunération des salariés (par rapport au capital) et aux rachats d'actions (endettement des entreprises). Le système est en train de changer. Certes la volonté de relocalisation, soutenue au niveau politique, ne se concrétise pas. Mais les salariés regagnent du pouvoir de négociation et la hausse des taux d'intérêt réduit

l'attrait du levier de l'endettement. Je prévois une baisse assez forte du rendement du capital.

Est-ce que, chez Natixis, vous préférez attendre plutôt qu'acheter des actions aujourd'hui?

Oui, les taux d'intérêt réels ne sont pas du tout à l'équilibre. Durant le mouvement de hausse, les actions continueront de souffrir d'une baisse de valorisation. Il faudra s'intéresser aux actions lorsqu'ils approcheront de cet objectif, peut-être à la fin de l'année ou au début de l'année prochaine.