



DEUX MARQUEURS D'UNE POSSIBLE INFLEXION DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO : L'ÉVOLUTION DE LA DOCTRINE DE LA BCE ET LE SORT DE LA GRÈCE

Michel Fried

La conjoncture de l'année 2015 sera marquée par plusieurs facteurs que la collectivité des économistes n'a pas anticipés ou ne parvient pas à analyser de façon consensuelle. On citera par exemple les conséquences de l'effondrement du prix du pétrole dont on pense généralement qu'il consolidera la croissance alors que cet effet classique dépendra largement des arbitrages effectués par les agents privés : les ménages privilégieront-ils leur épargne (dans un contexte de chômage élevé) ou accroîtront-ils leur consommation, et les entreprises choisiront-elles l'amélioration de leurs marges (dans un contexte de marges faibles) ou l'accroissement de leurs investissements (dans un contexte de faible croissance de la demande) ? On pourrait citer également les effets de la baisse de l'euro ou le risque de déflation¹. Toutefois, une partie des réponses à ces interrogations devrait porter sur leur caractère plus ou moins durable : s'agit-il d'évolutions conjoncturelles ou sont-elles le résultat de changements structurels de nos modèles de croissance ? Cette question se pose par exemple à propos de l'interprétation qu'il convient de donner au ralentissement du commerce mondial : résulte-t-il des retombées de la récession de 2008-2009, ou, au contraire, est-il provoqué par un facteur structurel : l'épuisement du modèle d'internationalisation des chaînes de valeurs des entreprises ? Cette question est désormais explicitement posée par les grandes institutions internationales.

La présente note ne vise pas à traiter de toutes les questions en débat concernant l'interprétation des évolutions macroéconomiques actuelles. Elle privilégiera deux sujets en raison de leur actualité : la portée de la véritable révolution doctrinale de la BCE (Banque Centrale Européenne) et les conséquences d'une victoire de Syriza lors des prochaines élections grecques².

1. LA PORTEE DE LA REVOLUTION CULTURELLE REALISEE PAR LA BCE

1.1. LA BCE ENVISAGE DE METTRE EN ŒUVRE LA MEME POLITIQUE QUE CELLE QUI VIENT D'ETRE ABANDONNEE PAR LA FED

Depuis la mi- 2008, la FED mène une politique dite « non conventionnelle» consistant à alimenter massivement l'économie américaine en liquidités en achetant des titres publics et privés (*quantitative easing*³). La banque centrale, a ainsi augmenté son bilan de 3000 Md\$. En

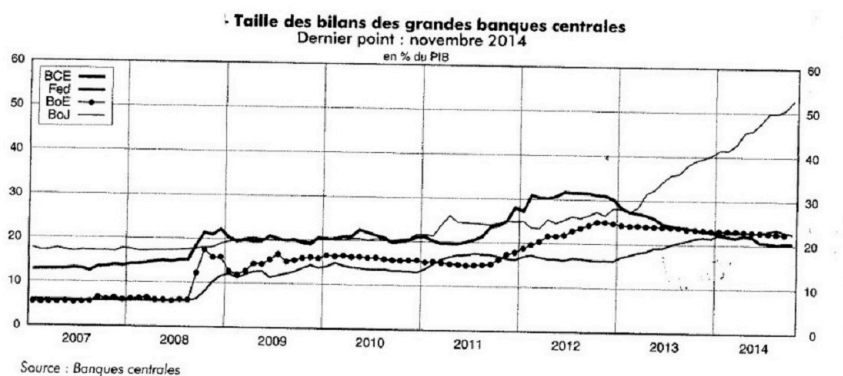
¹ L'analyse par l'INSEE (note de conjoncture de décembre 2014) de la chute des prix et du risque de déflation illustre les difficultés actuelles d'interprétation de la conjoncture : avec une intensité inégale selon les pays de la zone euro, les déterminants usuels de l'évolution des prix n'expliquent que très partiellement leur baisse en 2014, et les auteurs considèrent qu'on ne peut évaluer les conséquences de cette baisse des prix sur le comportement des agents, notamment des plus endettés.

² La BCE pourrait annoncer le 22 janvier 2015 sa décision de procéder à des achats de titres et, le 25 janvier 2015, les élections législatives grecques auront lieu.

³ Le quantitative easing est une technique d'injection de liquidités dans l'économie réalisée par une banque centrale qui achète des titres de créances détenues par les banques. Ce faisant elle remplace, dans le bilan des banques des titres qui n'ont pas de pouvoir libérateur (ils ne sont pas de la monnaie) par des liquidités qui seront réinjectées dans l'économie par le canal des

octobre 2014, conformément à ses engagements, elle a interrompu ses achats de titres considérant que la croissance était repartie et que le taux de chômage était tombé au-dessous du plafond de 6% qu'elle s'était assignée. Toutefois la FED reste prudente quant à la solidité de la reprise de la croissance américaine, puisqu'elle a défini deux limites à la restauration d'une politique monétaire traditionnelle : d'une part, elle conservera encore sur une période qu'elle a déclaré « longue » un taux directeur proche de zéro, et, d'autre part, elle conservera à son bilan le même volume de titres, ceux arrivant à maturité étant renouvelés par de nouveaux achats.

La BCE a, comme la FED, procédé à des achats de titres mais pour des montants très inférieurs à ceux de la FED, comme le montre le graphique ci-dessous



(Source : graphique INSEE)

Les politiques menées par les deux banques centrales ne s'opposent pas seulement par le volume de leurs achats de titres mais aussi par leur ciblage : alors que la FED injectait directement de la liquidité sur les marchés, la BCE a privilégié en 2011-2012 un refinancement massif, notamment à moyen terme (3 ans) des banques notamment par les procédures VLTRO (*Very Long Term Refinancing Operation*). Cette différence s'explique largement par la différence de nature des systèmes de financement des entreprises : alors que celles-ci se financent surtout sur les marchés, aux États-Unis, en Europe continentale, elles se financent principalement par le canal du crédit. Si cette politique n'a pas été suivie d'une restauration significative de la croissance dans la zone euro, elle aura toutefois réussi à faire baisser les taux d'intérêt sur les obligations publiques à 10 ans à des niveaux historiquement faibles :

Taux d'intérêt à 10 ans (en décembre de chaque année)

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Grèce
2014	0,59	0,52	1,99	1,78	8,42*
2013	1,80	2,33	4,11	4,13	8,66
2011	1,93	3,16	6,81	5,53	21,14
2009	3,14	3,48	4,01	3,81	5,49

*après un creux à 5,93% en juin 2014

(Source Eurostat)

crédits qu'elles permettront aux banques d'accorder. La création monétaire résultant de ces opérations ne sera donc significative que pour autant que les banques ne réinvestissent pas les liquidités reçues de la banque centrale en titres de placement. La Banque centrale du Japon fut la première, en 2001, à mettre en œuvre, avec peu de résultats, cet instrument non conventionnel, pour combattre une grave spirale déflationniste.

1.2. DEPUIS JUIN 2014, LA BCE A ENTREPRIS UNE VERITABLE REVOLUTION CULTURELLE

En juin 2014, le Président de la BCE a annoncé qu'il existait un « risque élevé » de voir un taux d'inflation bas s'installer durablement (par taux d'inflation bas, il faut entendre un taux d'inflation inférieur à 2%, taux visé officiellement par la banque centrale). Symboliquement celle-ci a amené pratiquement à zéro son principal taux directeur qu'elle a réduit en deux étapes- les 11 juin 2014 et 10 septembre 2014- de 0,25% à 0,05%. Beaucoup plus significativement, elle a pris acte de l'échec de sa politique de financement facile des banques, car elle n'a pas permis de relancer la croissance en l'appuyant sur une offre de crédit plus importante⁴. En conséquence la BCE a entrepris progressivement de réformer sa politique, d'abord, à partir de juin 2014, en renforçant les incitations des banques à accroître leurs encours de crédit, puis finalement en adoptant, probablement dès janvier 2015, la politique dite de *quantitative easing* mise en œuvre par la FED après la récession. Ainsi les décisions suivantes ont été prises au second semestre 2014 :

- Pour inciter les banques à employer les surplus de dépôts reçus de leurs clients pour accroître leurs prêts, ces dépôts placés auprès de la BCE sont affectés d'un intérêt négatif⁵.
- Prenant acte de l'échec des opérations de VLTRO, que les banques ont surtout utilisé pour financer des placements sans risque, la BCE crée les TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) dont l'accès est réservé aux banques créditrices net des agents privés ; ces financements (plafonnés à 7% de cet encours net) devront être remboursés si cet encours, hors immobilier, n'a pas progressé dans les deux ans suivant l'utilisation de la procédure. La BCE escompte accroître ainsi son bilan de 1000 Md€ d'ici 2016.
- Les achats de titres par la BCE ne seront plus stérilisés⁶, comme la FED le pratique pour ses opérations de quantitative easing.
- La BCE annonce qu'elle ne se contentera plus de tenter de soutenir la croissance par le canal du crédit, mais qu'elle achètera, aussi bien sur le marché primaire (à l'émission) que sur le marché secondaire, des titres adossés à des actifs. Elle va donc faire reposer la croissance sur le développement de la titrisation, à l'origine, on s'en souvient, de la crise des subprimes ; la BCE a assuré qu'elle n'achètera que des titres surs, simples et liés à l'économie réelle ... On notera qu'au même moment l'Union Européenne promulguait les règlements d'application des directives concernant les assurances (solvabilité 2) et les fonds propres des banques (CRD) qui accroissaient l'intérêt de l'achat de titres résultant de la titrisation pour les assureurs et les banques (car gonflant le ratio de liquidité à 3 mois de ces dernières).

⁴ Son Président a d'ailleurs déclaré lors de la conférence de Jackson Hole (22-23 août 2014) que la politique monétaire ne saurait à elle seule garantir le retour de la croissance, et a posé la question d'une inflexion des politiques budgétaires, suggérant implicitement qu'il serait possible d'échanger leur assouplissement contre un engagement fort des pays en difficulté sur des réformes structurelles importantes.

⁵ En fait, ce taux (facilité de dépôt), qui était nul depuis juillet 2012, a été porté à -0,10 en juin 2014 et à -0,20 en septembre 2014. Cette mesure n'a pas été répercutée par les banques sur les ménages et les entreprises, sauf pour quelques très grands groupes.

⁶ La stérilisation des achats de titres par la BCE consistait pour celle-ci à reprendre chaque semaine les liquidités ainsi injectées dans l'économie à un taux attractif. On comprend ainsi pourquoi les opérations n'ont pas accru le bilan de la BCE.

Cette inflexion profonde de la politique de la BCE a toutefois rapidement montré ses limites. Les deux premières émissions de TLTRO ont été des échecs : en septembre; la première tranche de 400Md€ n'a été souscrite par les banques qu'à hauteur de 82,4Md€, et, en décembre, la seconde tranche d'un même montant offert, n'a été souscrite qu'à hauteur de 130Md€. Le gonflement espéré du bilan de la BCE semble donc peu probable⁷.

Dès lors, la BCE ayant tiré ses dernières cartouches, il ne lui reste plus qu'à achever sa révolution culturelle, et à pratiquer la même politique que la FED. Elle devra admettre effectivement que le ciblage du canal du crédit est inefficace tant qu'il ne s'appuie pas sur un assouplissement budgétaire significatif. Ce virage ultime était fortement contesté par l'Allemagne (plus précisément par la Bundesbank), mais ce verrou vient de sauter.

L'OPPOSITION ALLEMANDE AU *QUANTITATIVE EASING* DE LA BCE

La Cour Constitutionnelle de Karlsruhe avait validé en février 2014 l'argumentation de la Bundesbank sur l'illégalité du programme OMT (Opérations Monétaires sur Titres) décidé en 2012 et donnant à la BCE une faculté d'achat illimité d'obligations d'Etats en difficulté, faculté qu'elle n'a pas utilisée car la simple annonce de ce programme a rassuré les marchés. Le fond de la position allemande est le refus de prise en charge par les contribuables, allemands entre autres, des conséquences de l'insolvabilité d'un pays membre de la zone euro. La cour de Karlsruhe n'a pas tiré la conséquence de sa position de principe et s'en est remise à la décision de la Cour de Justice de l'Union Européenne. L'avocat général de celle-ci ayant considéré en janvier 2015 que les opérations contestées d'achat de titres étaient conformes aux traités européens et aux statuts de la BCE, le futur verdict de la CJUE ne fait plus de doute. Toutefois cet avis favorable est assorti de quelques restrictions concernant notamment la permanence de la présence au bilan de la BCE des titres ainsi acquis.

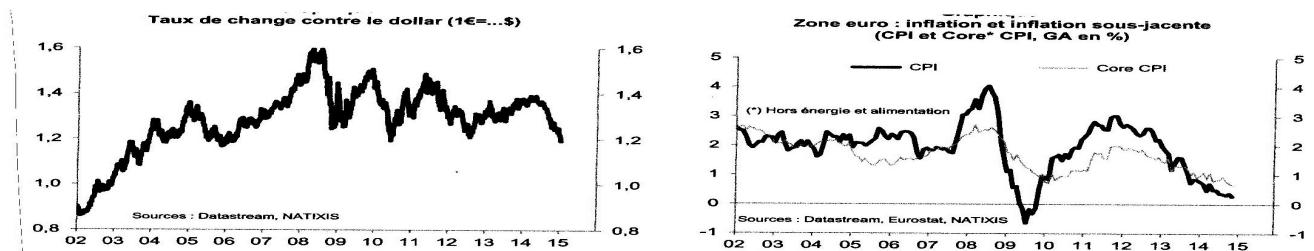
La contestation animée par la Bundesbank ne fait pas l'unanimité de la communauté des économistes allemands. On notera plus particulièrement l'opposition entre les présidents des deux principaux instituts d'études économiques, de ce pays, d'un côté, Hans Werner Sinn de IFO qui soutient la position de la Bundesbank, et de l'autre, Marcel Fratzscher de DIW qui s'y oppose avec des arguments assez proches de ceux défendus en France par l'OFCE.

1.3. QU'ATTENDRE DE LA MISE EN ŒUVRE D'UN *QUANTITATIVE EASING EUROPEEN* ?

Il n'est pas certain que les bénéfices d'un quantitative easing européen seront comparables à ceux obtenus par l'économie américaine, notamment parce que les politiques budgétaires ont été moins restrictives aux États Unis que dans la zone euro et aussi parce que la consommation des ménages américains s'accroît lorsque leur portefeuille titre progresse (effet de richesse), ce qui n'est pas le cas des ménages d'Europe Continentale. Outre cet

⁷ Des nouvelles opérations de TLTRO sont programmées tous les trois mois entre mars 2015 et juin 2016. On ne voit pas pourquoi elles seraient plus fructueuses sauf à ce que la BCE renonce à leur conditionnalité, ce qui ne serait pas très cohérent avec le ciblage du canal du crédit. Mais quoiqu'il en soit, il est difficile de faire boire un âne qui n'a pas soif. Les incertitudes sur l'efficacité de la politique de la BCE sont telles qu'elle a lancé en octobre une troisième tranche d'achat d'obligations sécurisées, après celles de 2010 et 2011, alors même que la première tranche de TLTRO n'avait pas encore été lancée. On rappellera que ces titres, très sûrs, sont issus d'opérations de titrisation spéciales, ayant un statut juridique très spécifique.

aspect déterminant, la baisse du taux de change de l'euro et celle des prix sont des éléments importants quant à l'efficacité du changement de la politique de la BCE.



(Source : graphique Natixis)

L'analyse des conséquences du changement de politique peut s'appuyer sur un scénario pessimiste mais très vraisemblable : celui où l'injection massive de liquidités, dans une économie dont les perspectives de croissance sont très faibles, a toutes chances d'accroître surtout la demande de titres, dont les prix sont déjà élevés, et non celle des biens et services⁸. La nouvelle politique de la banque centrale aurait alors des effets sur l'économie réelle plus faibles qu'attendu, et le risque d'une bulle financière s'accroîtrait. Dans ces conditions, les investisseurs pourraient favoriser les placements vers les États Unis pour bénéficier à la fois de leurs perspectives de croissance et de la restauration des marges des firmes américaines, ce qui conduirait à attendre une accélération de la baisse de l'euro. Toutefois l'effet d'une baisse de l'euro ne peut être apprécié par la seule parité avec le dollar, mais en intégrant, comme le fait la mesure du « taux de change effectif », les évolutions de l'euro par rapport à toutes les monnaies, en tenant compte de leur poids dans le commerce extérieur du pays. L'évolution du taux de change effectif se révèle plus inerte que celle de la parité avec le dollar⁹.

Les conséquences d'un tel scénario seraient très différentes selon les pays : ceux dont les exportations sont fortement déterminées par leur compétitivité prix (la France fait partie de ce groupe), mais beaucoup moins favorables pour un pays comme l'Allemagne, dont les représentants ont d'ores et déjà annoncé qu'ils n'étaient pas favorables à une forte baisse de l'euro.

Ce scénario conduit donc à penser que la nouvelle politique de la BCE, pourrait finalement être modérément favorable, mais au prix d'un risque accru d'éclatement d'une nouvelle bulle financière. Toutefois la mise en œuvre concrète de la nouvelle politique de la BCE n'est pas aussi simple que le scénario décrit ci-dessus le suppose. En effet, la BCE devra non seulement annoncer qu'elle va acheter des titres, mais elle devra préciser (ultérieurement ?) quels titres elle va acquérir. Le choix risque d'être difficile, car il ne doit pas dégrader significativement la solvabilité de la banque centrale, et par là, mettre ses actionnaires en situation de devoir consolider son bilan, perspective inacceptable pour certains pays dont l'Allemagne ; la BCE pourrait aussi décider qu'elle n'achètera que des titres sûrs

⁸ L'exemple du Japon montre que les injections de liquidités par une banque centrale ont surtout servi à alimenter les investissements en titres étrangers car la relance budgétaire qui a accompagné les opérations de la Bank of Japan a été insuffisante alors même que les salaires stagnaient.

⁹ L'INSEE, dans sa dernière note de conjoncture, estime que le surcroît de croissance résultant des effets conjoints de la baisse du pétrole et de l'euro serait de 0,4 point (avec le Brent à 70\$-48\$ le 14 janvier- et l'euro à 1,23\$ -1,17\$ le 14 janvier). Les hypothèses de l'Insee, qui sous-estiment la baisse constatée à ce jour sont toutefois du type « toutes choses égales par ailleurs », d'où l'intérêt d'inscrire ces événements dans le cadre d'un scénario plus complet

(AAA), mais, non seulement leur gisement s'avère restreint, mais ce choix serait pénalisant pour les pays fragiles de la zone euro qui se verraient imposer une prime de risque fortement accrue. Une fois l'annonce faite par la BCE de son intention de réaliser des achats massifs de titres sur les marchés, il risque de s'ouvrir une période de discussion plus ou moins longue avant que soient définies concrètement ces interventions de *quantitative easing* et donc leur importance effective.

2. LA GRECE, POSSIBLE LABORATOIRE D'UNE INFLEXION DE LA GESTION BUDGETAIRE DES PAYS DE LA ZONE EURO

La Grèce est la victime de la politique kafkaïenne que lui imposent les institutions européennes : la contrainte budgétaire trop restrictive qu'elle subit perpétue son insolvabilité et la conduit à renouveler son endettement pour rembourser sa dette. Ce pays a bénéficié depuis 2010 de trois plans d'aide d'un montant total de 280 Md€ (1,5 fois son PIB actuel), destinés notamment à sauver ses banques ; mais l'austérité entravant la croissance, le poids de la dette publique reste dramatiquement élevé (171,5% du PIB en 2011 et encore 175,5% en 2014). En 2014, le PIB grec est encore inférieur de 17% à son niveau de 2010, l'emploi est inférieur de 20%, et le taux de chômage atteint, en 2014, 26,8%.

La dureté de la politique imposée à ce pays provoquera probablement la victoire de Syriza aux élections législatives du 25 janvier 2015. Ce parti entend rester dans la zone euro et renégocier la politique économique qu'il est tenu de mettre en œuvre, ce qui inclut une restructuration de la dette publique, notamment en indexant le service de la dette sur le taux de croissance de l'économie¹⁰, et en réexaminant les mesures structurelles concernant le revenu des ménages. Cette renégociation pourrait fournir l'occasion au Conseil et à la Commission Européenne d'infléchir leur politique dans un sens déjà souhaité par deux des trois membres de la troïka : le FMI et la BCE. La Grèce pourrait donc devenir le lieu d'expérimentation d'une nouvelle politique et cela d'autant plus facilement que son poids est faible dans la zone euro : 1,8% de son PIB et 4% de la dette publique.

2.1. DEUX PRECEDENTS A UNE INFLEXION DES POLITIQUES ECONOMIQUES D'UN PAYS

La renégociation de la politique économique grecque apparaît d'autant plus réaliste qu'elle a eu deux précédents concernant d'une part l'Islande, pays qui n'appartient pas à la zone euro mais à l'espace économique européen et, d'autre part, ... la Grèce elle-même.

- *Le précédent islandais de 2008 : le refus d'indemniser les détenteurs publics étrangers de la dette bancaire islandaise*

La taille disproportionnée atteinte par le système financier islandais (9 fois le PIB) est le résultat d'une politique débridée d'achat d'actifs à risque, nationaux et étrangers (subprimes) par les trois principales banques du pays. Pour financer leurs achats, ces banques durent trouver des ressources hors du pays, ressources qu'elles trouvèrent en collectant des dépôts, rémunérés grassement, par le canal de leurs filiales néerlandaises et

¹⁰ Cette proposition a été envisagée par le prix Nobel Krugman, et a été explicitement reprise par Syriza et son parti frère espagnol Podemos.

britanniques. A la suite de la crise des subprimes, en octobre 2008, les banques islandaises ne peuvent plus faire face à leurs engagements, et le gouvernement islandais envisage leur nationalisation. Sans attendre, les gouvernements néerlandais et britannique indemnisent leurs ressortissants et réclament au gouvernement islandais leur remboursement ; le gouvernement britannique placera même l'Islande sur sa liste des pays terroristes afin de pouvoir saisir les actifs à l'étranger des banques islandaises.

Mais l'opposition populaire a mis en échec les intentions des dirigeants et du gouvernement islandais, elle imposa la tenue de deux referendums en 2010 et 2011 qui déboucha sur le dépôt de bilan des banques et l'interdiction faite au (nouveau) gouvernement islandais d'indemniser les Pays Bas et le Royaume Uni ; après une courte période de nationalisation, les banques furent finalement reprises par leurs créanciers privés. La dette bancaire ne fut donc pas transformée en dette publique, mais elle fut écrêtée (les prêts immobiliers furent notamment plafonnés à 115% de la valeur des logements) et ses détenteurs subirent la dévalorisation de leurs créances. On notera que la sortie de la crise fut douloureuse, car la couronne islandaise fut dévaluée de 30%

- *Le précédent grec de 2012 : la dévalorisation de la dette publique détenue par des créanciers privés*

En octobre 2012, la solvabilité de la Grèce était tellement dégradée que, à l'initiative du FMI, la dette publique grecque a été restructurée : les créanciers privés, qui détenaient 83,5% de la dette publique ont dû accepter une dévalorisation de leur créance de 72% (facialement de 53%). Cette opération a permis un allègement de l'endettement public de ce pays qui recula de 171,5% du PIB en 2011 à 156,9% du PIB en 2012, mais les réformes structurelles imposées à ce pays prolongent la récession¹¹ et dès 2012 le ratio d'endettement grec dépasse son niveau de 2011 avec 174,9% du PIB.

La restructuration de la dette publique grecque constitue un précédent intéressant, elle aboutit toutefois à une situation où ses détenteurs sont tous publics, comprenant soit directement les États de la zone euro, soit les institutions d'aides européenne (Fonds Européen de Stabilité Financière) soit le FMI.

2.2. LES MODALITES POSSIBLES DE LA NEGOCIATION ENTRE LE GOUVERNEMENT GREC ET LA TROÏKA

Un certain nombre de décideurs, notamment allemands, ont répondu par avance négativement à la demande de négociation de Syriza, menaçant même d'exiger le retrait de la Grèce de la zone euro si les propositions de Syriza étaient appliquées. Cette menace est inopérante, les traités européens, n'ayant pas prévus ce cas, devraient être renégociés ce qui est difficilement envisageable. La menace de la BCE de ne plus refinancer les banques grecques en cas d'abandon des mesures structurelles de politique économique pose question sur la lecture des statuts de la banque centrale.

En fait, le débat devrait porter sur le risque de matérialisation de la hantise allemande de devoir demander à ses contribuables de voler au secours d'un pays de la zone euro. Or les difficultés de l'économie grecque renforcent paradoxalement le pouvoir de négociation du futur gouvernement : non seulement le poids de la dette grecque dans la dette publique de la zone euro est très faible, comme on l'a vu, mais surtout, si du fait du maintien d'une austérité

¹¹ Le PIB grec qui avait déjà reculé de 8,9% en 2011, recule de 6,6% en 2012 et encore de 3,3% en 2013.

insupportable, la Grèce était amenée à faire défaut, ce pays ne pouvant s'endetter sur les marchés et ne pouvant dévaloriser une dette privée devenue pratiquement nulle, la restructuration de sa dette publique détenue en quasi-totalité par les créanciers publics, les États en particulier, serait sur la table. L'intransigeance allemande se retournerait contre les contribuables de ce pays qui détient, avec la France, presque la moitié de la créance directe des États de la zone euro. On ajoutera enfin que l'éventualité d'un défaut de la Grèce aurait toutes chances d'entraîner un retrait des dépôts des banques grecques, déjà fragiles, dont les conséquences ne s'arrêteraient pas aux frontières du pays.

Ces considérations amènent à penser qu'un compromis pourrait être trouvé portant sur une annulation partielle de la dette publique, un moratoire de 3 à 5 ans sur le service de cette dette et l'instauration d'une clause d'indexation du service de la dette ; en contrepartie, il semble que la Grèce ne pourrait pas obtenir d'allègement très significatif des mesures structurelles qui lui seraient imposées.

Rédaction achevée le 17 janvier 2015