

## La BCE va faire sa révolution face aux limites de la gestion monétaire de l'économie

Jeudi dernier, le président de la Banque Centrale Européenne a déçu les investisseurs en annonçant une position d'attente face à la conjoncture de la zone euro. Trois jours plus tard, le gouvernement japonais de Shinzo Abe annonçait (ou confirmait) l'entrée de l'Archipel en récession: après une contraction de l'activité de 1,7 % au second trimestre, les mois d'été affichent une baisse de 0,5%.

Des rendez-vous ont été fixés pour des initiatives nouvelles. En Europe, la BCE se réunira le 22 janvier et, au Japon, le Premier ministre va profiter de la campagne électorale pour les élections législatives du 14 décembre, et espère annoncer une accélération de ses réformes au lendemain d'un scrutin qui le reconduirait.

Cependant, la question qui se pose dépasse les rendez-vous, les effets d'annonces, peut-être même les mesures elles-mêmes. C'est l'efficacité des politiques monétaires agressives menées par les instituts d'émission qui est en cause. Leurs actions peuvent-elles permettre d'établir une période de croissance durable?

### Aux Etats-Unis, la croissance est loin d'être seulement due à la Réserve Fédérale

On connaît l'exemple: les Etats-Unis. La politique monétaire «non conventionnelle» poursuivie depuis 2008 a été massive. En fait de «non conventionnel», il s'agit pour l'essentiel d'injecter des liquidités, d'émettre de la monnaie, ce qu'on appelait autrefois faire marcher la planche à billets. Les sommes en jeu donnent le vertige: en

six ans, le bilan de la Réserve Fédérale est passé de moins de 900 milliards de dollars à plus de 4.500 milliards. On a dépassé le seuil des 25 % du produit intérieur brut.

La croissance a finalement été là: la contraction de 2009 a vite été effacée et, de 2008 à 2014, le PIB des Etats-Unis a finalement progressé de 19 %. Le rythme annuel est durablement accroché autour de 2,5 % par an. L'entrée de la politique monétaire dans des zones inconnues jusqu'ici, aussi bien en matière de taux d'intérêt que d'émission de monnaie, a payé et on comprend que le Japon et le Royaume-Uni suivent l'exemple, et que la question se pose pour la zone euro. La recette est-elle une martingale gagnante à coup sûr? Pas certain.

Les sophismes font les plus dangereux des diagnostics. Une école d'économistes révisé aujourd'hui à la baisse le facteur monétaire dans le sauvetage de l'économie américaine, menacée de dépression il y a seulement cinq ans.

Le premier des autres facteurs est le complément indispensable de la politique économique: le budget public. De 2009 à 2013, le déficit budgétaire s'est monté chaque année à 1.000 milliards de dollars, approchant en moyenne 7 % du produit intérieur brut. Le coefficient multiplicateur des dépenses publiques a été largement mis à contribution. On remarquera que le mix de politique (policy mix) entre gestion monétaire et budgétaire n'a jamais été aussi interdépendant, puisque précisément la gestion quantitative de la Fed passait par le rachat d'obligations d'Etat, qui finançait le déficit.

Le deuxième (et pour certain le principal) des facteurs de reprise tient à la révolution énergétique. L'abondance d'énergie bon marché liée à la révolution des gaz et

pétroles de schiste ou de sable a constitué un dopant pour l'économie qui a été amplifié par la montée de la couverture interne des besoins. Les ressources sont moins chères et une part croissante de la note est payée dans l'économie du pays: la production de pétrole dépasse les importations, et les Etats-Unis seront l'année prochaine le premier producteur de gaz au monde, ils pourraient arriver à ce leadership pour le pétrole dans trois ans, à l'indépendance énergétique en 2030. Les calculs théoriques – qui prennent en compte les conséquences sur la confiance des agents économiques- mettent en évidence un «effet pétrole et gaz» qui est équivalent au taux de croissance constaté.

Le dernier facteur est plus difficilement quantifiable, mais est réel: les termes du commerce mondial ont été rééquilibrés au détriment des pays émergents et, en particulier de la Chine, créant un mouvement de «relocalisation».

## En Europe: on ne peut pas prêter à des agents économiques qui ne veulent pas s'endetter

La croissance américaine n'est pas le seul fruit de la politique monétaire de son institut d'émission. Aujourd'hui, en Europe, on mesure la difficulté que la Banque Centrale va avoir à stimuler l'économie.

On sait que la première difficulté à surmonter est d'ordre réglementaire. Même si cela a été annoncé par le président Mario Draghi s'appuyant sur le conseil des gouverneurs de la BCE, la mutation n'est pas facile. Il s'agit en effet de changer le rôle de la banque centrale. Il a été fixé par les traités en prenant comme modèle celui qui avait été dévolu en priorité à la Réserve Fédérale au début des années 1980 sous l'administration Reagan: concentrer son action sur la valeur de la monnaie c'est à dire gérer pour contenir l'inflation. Au moment de l'instauration de l'euro, la BCE s'est vue confier une mission limitée à cet aspect (qui était suivi par la Bundesbank allemande depuis le milieu des années 1970).

Elle est prise au piège aujourd'hui, car le ciblage de l'inflation ne suffit pas, et il est loin d'être assuré. Les 2 % de dérive des prix que l'institut d'émission s'est fixé comme maximum, mais aussi désormais comme objectif, sont bien loin. On voit mal

comment la zone euro échappera à l'inflation négative (pour ne pas parler de déflation) dans les premiers mois de 2015.

Elargir le rôle de la BCE à celui de valorisation des actifs et de soutien à la croissance ne demande pas seulement une évolution politique de la part de l'Allemagne. Il faut aussi trouver une base de confiance des agents économiques, ce qui a porté les Etats-Unis. Un exemple suffit à l'illustrer: les premiers pas de la BCE vers un assouplissement quantitatif reposent pour une large part sur le rachat aux banques de portefeuilles de créances titrisées (les fameux ABS). Les banques ont ainsi refinancé 368 millions d'euros de leurs prêts aux entreprises la semaine dernière. Ce n'est qu'un premier pas, mais il n'est pas le signe d'une forte demande et, en tout cas, pas vraiment suffisante pour que le total du bilan de la banque centrale passe de 2.000 à 3.000 milliards d'euros en deux ans. M. Draghi a reconnu jeudi que l'objectif de refinancer 400 milliards d'ABS ne serait sans doute pas atteint. De plus, dans le même temps, les banques doivent encore rembourser 287 milliards d'euros des prêts à long terme consentis en 2011 par la BCE dans son programme LTRO.

La sagesse populaire prend le dessus une fois de plus: «on ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif». On ne peut pas prêter à des agents économiques qui ne souhaitent pas emprunter.

## Le changement de modèle est sur les rails: plus de déficits budgétaires et rachat des emprunts d'Etat par la Banque centrale

Reste, pour ramener de la confiance et enclencher une spirale positive, le dernier stade du «non conventionnel»: prêter à des emprunteurs toujours disposés à s'endetter : les Etats. C'est l'assouplissement quantitatif proprement dit et on ne voit pas comment la BCE peut espérer gonfler son bilan et lutter contre la déflation sans y passer dès le début 2015. On va vers des rachats de dettes d'Etats, vers un maintien et peut-être même un gonflement des déficits budgétaires. Le renversement de près de 40 ans de dogmes monétaires.

Les limites de la gestion monétaire de l'économie ont été atteintes et démontrées. Jusqu'ici, il a surtout été question de sauver le système bancaire, puis de le subventionner. L'Allemagne – qui trouvait plus que largement son compte à ce laxisme monétaire ciblé– l'a soutenu. Pourrait-elle s'opposer à la nouvelle étape, qui, finalement, l'affaiblira relativement par rapport aux pays de la zone euro qui ont choisi le policy mix à l'américaine, appuyé sur les déficits publics? Sans doute pas, mais le bras de fer que Mme Merkel a engagé sur le plan médiatique face à la France et face à l'Italie va durer, et, sans doute, ramener de la volatilité, sinon dans l'action de la BCE, du moins dans l'appréciation que les marchés financiers vont avoir dans l'évolution conjoncturelle du Vieux Continent.