

La BCE fait entrer la zone euro dans l'inconnu de la relance à tout prix

La Banque Centrale Européenne n'a pas manqué son rendez-vous du 22 janvier. On avait beaucoup entendu son président, Mario Draghi depuis son fameux engagement pris le 26 juillet 2012 de « faire ce qui sera nécessaire pour sauver l'euro, et croyez-moi cela sera suffisant ». Le sauvetage a bien été réussi, mais les montants considérables promis ont été jusqu'ici dépensés avec une certaine parcimonie par l'institut d'émission. On peut même considérer que la résolution de la crise a été marquée par une gestion restrictive de la monnaie allant dans le prolongement des politiques fiscales récessives menées au travers de la zone euro.

Le job a été fait, la fameuse troïka FMI –Union Européenne – BCE rétablissant la crédibilité financière des Etats de l'euro, ce qui a réglé la deuxième étape de la crise de 2007-2008, celle des dettes publiques qui avaient pris le relais des banques. On a traité le mal par le mal – la dette par la dette – mais, le traitement, complété par les mesures d'austérité, a eu des effets secondaires très sévères : panne de croissance et désinflation pouvant tourner à la déflation.

M. Draghi avait préparé le terrain bien en amont du conseil des gouverneurs de jeudi dernier. Il allait aller au bout de la gestion « non conventionnelle » de la monnaie et passer à la phase ultime, celle de l'assouplissement quantitatif. C'est fait : l'Euro a son programme de Quantitative Easing (QE) comme l'ont eu les américains, les britanniques ou les japonais.

Des masses en jeu très convaincantes

Le QE à l'européenne n'est pas petit bras. Les rumeurs soigneusement entretenues d'une annonce cadrée à 500 milliards d'euros ont permis au gouverneur de surprendre en annonçant des rachats d'actifs de 60 milliards d'euros par mois à partir

du mois de mars au moins jusqu'en septembre 2016. Les munitions dans le chargeur sont donc de 1.140 milliards d'euros.

La BCE va poursuivre ses programmes de prêts et celui d'achats de créances aux banques, mais les étendra aux emprunts d'Etat - c'est alors qu'on parle d'assouplissement quantitatif.

Ainsi, la gestion de la monnaie fait en quelque sorte demi-tour par rapport à la politique restrictive qu'elle avait cru bon de suivre depuis 2012. Son bilan qui était revenu de 3.000 milliards d'euros en mars 2012 à 2.000 milliards va retrouver son niveau d'alors. Ce qui est mobilisé, c'est près de 10% du produit intérieur brut de la zone euro. On peut objecter que les QE américain et britannique ont porté au total sur 20 % du PIB, mais les proportions sont assez comparables au final. 3.000 milliards d'euros de bilan, cela représente presque le tiers du PIB de la zone, la Réserve Fédérale affiche un peu moins de 25% de celui des Etats-Unis, la Banque d'Angleterre 23%. La zone euro s'inscrit dans la norme, même si elle est loin du problème japonais (la BoJ vise 100% du PIB de l'Archipel d'ici à un an).

La réussite sémantique de M. Draghi est une performance psychologique

Il a fallu une bonne dose de détermination et de psychologie pour en arriver là. On a assez dit que la BCE était l'héritière de la Bundesbank allemande et qu'elle voulait appliquer à l'euro la maxime « deutsche mark über alles ». La décision de jeudi s'appuie, suivant les propos de M. Draghi lui-même, sur une décision de principe (d'un assouplissement quantitatif) prise à l'unanimité du conseil des gouverneurs, et

sur une application pratique (le plan de 60 milliards par mois) non unanime, mais suffisamment consensuelle pour qu'un vote formel soit inutile.

Au-delà des montages financiers, les banques centrales de l'euro vont, sous le chapeau de la BCE, financer les Etats, puisqu'elles achètent aux banques les emprunts qu'elles ont souscrits. On est sans aucun doute entré dans l'interdit : utiliser la planche à billet pour assurer le fonctionnement des finances publiques.

Au sein de l'institut d'émission, on a finalement étendu la mission donnée par les Etats (et, en France par le référendum de 1992). Sous la forte influence allemande, l'euro devait être géré de façon quasi exclusive afin d'assurer la stabilité de la monnaie, c'est à dire lutter contre l'inflation. Il n'entre pas dans les mandats principaux de la banque centrale de soutenir l'activité à l'inverse de ce qui est le cas de la Fed américaine qui a d'ailleurs pris le marché de l'emploi comme son principal indicateur. De même, le taux de change n'est pas dans le champ des compétences de la BCE.

L'évolution dont l'annonce du QE est l'aboutissement, « Super » Mario Draghi l'a obtenu par la sémantique. La faiblesse de l'inflation, la désinflation avérée même dans l'ensemble de la zone euro l'ont amené à faire de l'inflation maximale de 2% fixée pour la gestion monétaire, « l'inflation cible ». Dès lors, ne pas prendre toutes les mesures pour s'approcher de cette cible reviendrait selon lui à ne pas chercher à assurer la fameuse « stabilité de la monnaie ». L'action découle de cette évolution de discours.

Il l'a encore confirmé jeudi, lorsqu'il a envisagé un programme d'achats allant au-delà de septembre 2016, et en tout cas « jusqu'à ce que nous (le BCE) constatons un ajustement durable de la trajectoire d'inflation conforme à notre objectif d'atteindre des taux d'inflation inférieurs mais proches de 2% à moyen terme ».

L'obstacle politique a été largement passé

Au-delà du coup de maître psychologique, M. Draghi réalise un sans faute politique.

Le point d'achoppement avec l'Allemagne – qui s'accommode assez bien de l'austérité et de la croissance très faible pour elle et, surtout pour ses partenaires-

c'est le risque que ses contribuables « paient pour les autres ». Le programme mis en place est massif, mais les risques ne sont mutualisés au sein de la BCE qu'à hauteur de 20%, le solde étant porté par les banques nationales. Cela limite facialement le coût d'une défaillance, qui est par ailleurs chiffré au maximum à 11 %, en cas de défaillance des Etats faibles de l'euro. Le montage a de quoi sauver les apparences, même si on sait qu'une défaillance (bien peu probable) de l'Italie ou de l'Espagne serait dévastatrice pour les Etats solides que sont l'Allemagne et la France.

Le politique de l'affaire ne se limite pas à se montrer acceptable en Allemagne. Le calendrier a permis d'annoncer le plan trois jours avant les élections législatives grecques. En quelque sorte, la BCE a devancé les revendications d'Alexis Tsipras et de son parti Syriza. Placée sous un régime monétaire particulier, la Grèce n'a pas de raison d'engager un bras de fer avec ses sauveteurs et la sortie de l'euro n'est même plus une option.

On ne peut aller plus loin : les contestataires de l'euro et des conséquences des politiques récessives qu'il imposait trouvent leur compte dans le financement des Etats par l'institut d'émission. Ainsi, le député-maire de Maisons Laffitte, porte-parole de la tendance au sein de l'UMP a certes regretté que la BCE ne fasse pas directement des avances aux Etats pour qu'ils effectuent eux-mêmes des investissements, mais aussi salué le « coup d'audace » de l'institut d'émission au regard de la lettre des traités et de la position « dogmatique » de l'Allemagne.

Hausse assurée des actifs, inflation cible espérée

Au final, un rachat massif des dettes des plus gros et des plus constants des emprunteurs (les Etats) va-t-il relancer la croissance ? Cela n'a rien d'automatique. La reprise américaine n'est pas due à la seule politique monétaire de la Fed (sans doute plus aux gaz et pétroles de schiste), l'évolution positive britannique est circonscrite à la finance, le QE japonais n'est pas concluant.

Le cycle « taux publics bas – hausse des disponibilités des banques- relance du crédit – hausse de la consommation et des investissements » n'est pas certain.

L'inflation ne se décrète pas, même si, après un premier trimestre marqué par la baisse des prix en euro, la dérive des prix sous-jacent (hors effet de la chute des matières premières) va donner une base un peu meilleure.

En revanche, la baisse de la monnaie est une conséquence déjà palpable. Le calendrier de la BCE est en tout cas assez pro-actif. On est entré dans une période de soutien de la consommation et de l'investissement du fait de la baisse du coût énergétique et de la dévaluation de l'euro. Le QE ne peut qu'amplifier un peu les choses.

Les marchés financiers ont acheté la stratégie et vont continuer à le faire, au rythme des injections de monnaie qui favorisent mécaniquement la valorisation des actifs. Les esprits chagrins regrettent déjà un possible succès qui sonnerait le glas pour le plus gros et du plus pénible des mesures « à l'allemande » et, finalement permettrait à la France ou à l'Italie d'être les leaders d'une autre voie de réforme.

Ces déclarations sont déjà un succès pour M. Draghi qui a une autre raison de se montrer optimiste : les doutes des économistes des banques sont aussi forts que ceux que son discours de sauvetage de l'euro avait suscité à l'été 2012.