


BCE: une politique monétaire à contretemps, un risque pour l'Europe

 mediapart.fr/journal/international/141218/bce-une-politique-monetaire-contretemps-un-risque-pour-l-europe

14 décembre 2018 Par [martine orange](#)

Mario Draghi renoncera à sa politique de rachat de dettes souveraines à partir de janvier 2019. Ses interventions ont permis de calmer la fièvre de la monnaie unique, mais n'ont réglé aucun des problèmes de la zone euro. Ce désengagement risque de peser lourd sur l'avenir de l'Europe, au moment où les tensions mondiales s'accroissent.

C'est fini. Comme il l'avait annoncé depuis plusieurs mois, Mario Draghi a confirmé jeudi 13 décembre que la Banque centrale européenne (BCE) allait arrêter sa politique de rachats de titres obligataires sur le marché secondaire (*quantitative easing*) à partir de janvier 2019. Ce programme débuté en mars 2015 devait durer deux ans, il a été prolongé pendant quatre ans. La BCE pensait engager 1 000 milliards d'euros pour soutenir la zone euro, elle a investi plus de 2 600 milliards d'euros.

La BCE n'interrompt pas d'un seul coup sa politique monétaire non conventionnelle. Elle maintient sa ligne de taux zéro « *au moins jusqu'à l'été 2019* », selon Mario Draghi. Elle assure aussi qu'elle ne réduira pas rapidement son bilan, qui a quadruplé en dix ans, et réinvestira le produit des titres obligataires arrivant à échéance dans d'autres titres, afin de ne pas déstabiliser les marchés et surtout les États. Enfin elle entend maintenir les prêts à très long terme (LTRO), qui servent de béquille à tout le système financier européen.

Tout cela paraît loin et technique. La rupture engagée par la BCE n'en est pas moins importante et politique : en abandonnant ses rachats de titres de dette souveraine, la BCE arrête *de facto* son rôle de garant en dernier ressort des États membres de la zone euro et donc de l'ensemble du système.

Au moment où un sommet européen à Bruxelles, ces 13 et 14 décembre, illustre à nouveau la paralysie et l'impuissance des responsables européens, ce désengagement risque de peser lourd sur l'avenir de la zone euro. Car depuis le début de la crise financière de 2008, la Banque centrale européenne a été la seule institution européenne présente. Elle a été la seule à tenter d'apporter des réponses, même limitées, à la crise, à essayer de tenir ensemble les morceaux d'une zone euro qui menaçait de se désintégrer à tout moment.

Le retrait de la BCE laisse d'autant plus perplexe qu'il se fait à un moment de tension rarement vu depuis des décennies. Dégradation de la conjoncture mondiale, guerres commerciales, montée du protectionnisme, tensions géopolitiques... en quelques mois, la situation politique et économique mondiale s'est détériorée à vue d'œil ([voir notre série sur le désaxement des planètes](#)). [La Chine notamment, qui pendant dix ans a été le principal moteur économique du monde, donne d'importants signaux de ralentissement.](#)

Alors que l'Europe commençait à peine à sortir la tête de l'eau après des années de crise, elle menace d'y retomber. Un à un, tous les indicateurs plongent : la production industrielle, les ventes à l'exportation, les carnets de commandes, la consommation. En Italie, l'activité

économique est déjà tombée à zéro au troisième trimestre. L'Allemagne n'a enregistré qu'une croissance de 0,2 %, comme la France. Tout indique que la « décélération » va se poursuivre dans les mois à venir, en excluant même des facteurs exceptionnels comme une sortie non négociée du Royaume-Uni (Brexit dur) ou la poursuite du mouvement des « gilets jaunes ».



Mario Draghi, président de la BCE. © Reuters

Lire aussi

- [Economie : le désaxement des planètes](#) Par [martine orange](#)
- [La crise risque de se rappeler au bon souvenir de l'Europe](#) Par [martine orange](#)
- [Les banquiers centraux face à «la plus grande expérimentation monétaire»](#) Par [martine orange](#)
- [Un été économique meurtrier \(4/4\). Les banques centrales ont-elles encore la main?](#) Par [martine orange](#)
- [Les marchés financiers s'invitent dans l'affrontement entre l'Italie et l'Europe](#) Par [martine orange](#)

Le président de la BCE a fini par admettre cette dégradation. Alors qu'il y a encore six semaines, lors de sa dernière conférence de presse, Mario Draghi parlait encore d'une « croissance solide même si elle ralenti[ssai]t », il a tenu des propos beaucoup plus sombres lors de sa conférence du 13 décembre. « Les risques sont maintenant orientés à la baisse », a-t-il reconnu. Actant ce changement, la BCE a légèrement révisé ses prévisions. La croissance en 2019 devrait atteindre 1,7 % en moyenne dans la zone euro au lieu de 1,8 %, l'inflation devrait être de 1,6 % au lieu de 1,7 %. Sachant que la BCE, comme le FMI ou la Commission européenne, a toujours péché par optimisme dans ses prévisions, d'autres révisions sont sans doute à attendre dans les mois à venir.

Mais au-delà de la conjoncture, le retrait de la BCE intervient alors que la désunion et la mésentente n'ont jamais été aussi grandes en Europe. Les interventions de la Banque centrale européenne ont permis pendant quelque temps de faire baisser la fièvre, mais elles n'ont en aucun cas permis de remédier aux maux et aux erreurs de conception de la zone euro. En l'absence du paratonnerre de la BCE, les forces centrifuges qui s'étaient momentanément calmées risquent de se réveiller, voire de redoubler.

Car loin de converger, les économies européennes n'ont cessé de diverger au cours de ces dernières années. Il n'était ni du ressort ni du pouvoir de la BCE de corriger de telles divergences : cela relevait des politiques européennes et des États membres. Mais sa politique monétaire a aussi parfois contribué à accentuer les différences, à apporter des réponses inadaptées à un certain nombre de pays.

Comme aux États-Unis, la politique monétaire non conventionnelle de la BCE, ses déversements illimités de liquidités dans le système financier ont contribué à exacerber les inégalités : l'essentiel a été capté par la sphère financière. Profitant d'une politique à taux zéro, d'une expansion monétaire sans précédent, les acteurs financiers, notamment en France, se sont endettés tant et plus pour profiter d'un effet de levier gigantesque, au point de créer des bulles de tout et n'importe quoi. « *Les actifs, des plus sûrs aux plus volatils, des plus liquides aux plus indéfinis, ont explosé, leurs valorisations étant démesurées* », rappelait l'économiste espagnol Daniel Lacalle.

Conséquence : les grandes fortunes, dont le patrimoine est constitué essentiellement d'actifs financiers et immobiliers, ont vu leur niveau exploser, tandis que les salariés voyaient leur revenu stagner ou baisser. En dix ans, le nombre de milliardaires a été multiplié par quatre en Allemagne et en France, selon le rapport de Crédit suisse sur les grandes fortunes. Le 1 % des plus riches totalise plus de 35 % des richesses de la zone euro et les 10 % les plus riches plus de 60 %.

À cette déformation économique s'est ajoutée une déformation géographique. Sans mécanisme de transfert ou de compensation, la zone euro a accéléré les polarisations de richesses et de travail, comme l'a pointé l'économiste David Cayla. Mais les choix monétaires de la BCE ont accentué ces déplacements.

Face à l'Italie et au Portugal, où l'inflation tend vers 1 %, tandis que l'Autriche est plutôt vers 2,4 %, quand le marché immobilier aux Pays-Bas est en surchauffe et qu'une bulle immobilière menace de se créer à Berlin, que choisir quand il est impossible de faire une politique monétaire sur mesure ? La BCE a opté pour une moyenne. Mais en langage européen, la moyenne tend invariablement à se confondre avec la situation allemande, renforçant encore le pouvoir d'attraction de la zone centrale.

Ces mouvements se lisent dans les chiffres du fameux Target 2, censé retracer la balance entre les créances et les débits des banques centrales de chaque État membre de la zone euro. Contrairement à ce que soutiennent des économistes de la droite allemande, notamment Hans-Werner Sinn, les énormes déséquilibres notamment entre l'Italie et l'Allemagne ne traduisent pas le fait que l'Allemagne serait la grande créancière de Rome, celle qui financerait par ses efforts le laxisme du gouvernement italien. Ils montrent au

contraire le grand déplacement des capitaux attirés vers l'Allemagne, les groupes comme les grands acteurs financiers s'empressant de rapatrier leurs profits vers la place financière considérée comme la plus sûre.

Fragmentation financière

Ces déséquilibres illustrent l'échec de la Banque centrale européenne : l'institution monétaire européenne n'a pas pu, pas su éviter la fragmentation financière de la zone euro. L'idée d'une Europe unique des capitaux et des dettes est morte avec la crise de la Grèce. Et rien ni personne n'a pu la réanimer. Au contraire, depuis la crise grecque, les banques et les acteurs financiers n'ont cessé de se débarrasser des titres de dette des pays qu'ils ne considèrent plus comme sûrs et de se recentrer sur leur sphère d'influence.

Plus rien n'évoque l'appartenance à une monnaie unique sur les marchés obligataires de la zone euro. Les taux d'emprunt entre les différents États membres de la zone euro font le grand écart. Le *Bund* (l'obligation d'État allemande) s'est transformé en étalon de ce nouveau système où la dette sert d'outil de spéculation et d'ajustement, puisque tout réajustement monétaire entre les États est devenu impossible en raison de la monnaie unique. Et le *spread* (l'écart entre le taux allemand et le taux d'emprunt d'un autre pays membre) est devenu l'indice de tension, qui peut mettre en transe des gouvernements et des pays.



Les ministres des finances et le président de la BCE lors de l'Eurogroupe, le 3 décembre. © Reuters

Le *quantitative easing* mené par la BCE pendant quatre ans a permis de calmer la fièvre. La Banque centrale européenne, durant ces années, s'est transformée en acheteur en dernier ressort des titres des États européens à la peine : elle détient dans son bilan la quasi-totalité des dernières émissions italiennes.

Grâce à cette politique, elle se dit persuadée d'avoir cassé les mécanismes de contagion qui ont accéléré la crise de l'euro en 2012. Lors des dernières tensions sur le marché obligataire italien en mai dernier, ni l'Espagne ni le Portugal, considérés comme vulnérables, n'ont été atteints, se félicite-t-elle. L'effet boule de neige a certes été évité cette fois-là, parce que la BCE était toujours prête à intervenir. Mais qu'advient-il à partir de janvier 2019, lorsque tous les acteurs financiers sauront que la BCE ne veille plus ?

Mais le plus grand échec de la BCE est de ne pas avoir su réformer ni réinstaurer un système bancaire et financier européen sain et stable. Et cela relève de son entière responsabilité. Elle a pour mission de contrôler et de réglementer les banques. Or depuis la crise financière, l'institution monétaire a davantage cherché à faciliter la vie des établissements bancaires qu'à leur imposer des contraintes.

À la différence de la Fed, la BCE n'a jamais imposé de contreparties aux banques pour accompagner sa politique à taux zéro, ses crédits illimités, ses prises de garantie et de dépôt. Elle n'a jamais demandé des recapitalisations importantes, des changements de modèles, ou ne serait-ce qu'une limitation des bonus et des dividendes, comme l'a fait la Réserve fédérale. Au contraire, tout a été fait pour lever les contraintes, leur donner le maximum de liberté. Avec le temps, toutes les turpitudes et les erreurs passées finiraient par être effacées des bilans bancaires, pariaient les banquiers centraux européens.

Mauvais calcul. Alors que l'ombre d'une nouvelle crise pèse, les banques n'ont toujours pas digéré la crise passée. Elles restent sous-capitalisées, portent encore dans leur bilan de nombreux produits et créances douteux, quoi qu'en disent les tests de résistance. Les cas les plus symboliques sont les banques grecques, totalement zombies, ou les banques italiennes, percluses de mauvais crédits.

Mais on pourrait aussi citer l'exemple de la Deutsche Bank, première banque systémique de l'Europe. Dix ans après le début de la crise, la banque, qui pèse près de la moitié du PIB allemand, continue de se débattre avec son passé. Les scandales n'en finissent pas, le dernier en date étant son rôle dans le blanchiment organisé de la Danske Bank. Sa situation financière est à nouveau si tendue que le gouvernement allemand étudie dans l'urgence un rapprochement avec la Commerzbank, deuxième banque allemande. Comme si le mariage de l'aveugle et du paralytique pouvait sauver la situation.

C'est dans cet environnement inquiétant que la BCE entreprend de revenir à une politique beaucoup plus traditionnelle. « À contretemps », disent déjà certains observateurs, en notant que les banques centrales qui ont joué un rôle décisif ces dix dernières années pourraient être prochainement être remises à contribution.

L'ennui est que la BCE, depuis dix ans, mène une politique à contretemps, sous l'influence d'un dogmatisme économique aveugle et imbécile inspiré par l'ordolibéralisme allemand. Ainsi, alors que la Fed mettait tout en œuvre dès septembre 2008 pour stabiliser le système financier et l'économie mondiale, la BCE, sous la conduite de Jean-Claude Trichet, restait sur son Aventin, au motif que l'institution monétaire ne saurait sortir de son rôle traditionnel. En 2011, alors que les États-Unis et la Chine mobilisaient l'ensemble des moyens budgétaires à leur disposition pour faire repartir l'économie mondiale, la BCE

décidait de resserrer sa politique monétaire et d'augmenter ses taux et soutenait l'Europe dans sa politique d'austérité et de consolidation budgétaire. Deux mois après l'augmentation des taux, la crise de l'euro survenait.

Il a fallu l'arrivée de Mario Draghi et surtout l'intervention conjointe et pressante de Barack Obama, de la Réserve fédérale et de la Chine pour que la BCE passe outre le veto allemand et commence à mener cinq ans après le début de la crise une politique monétaire moins stricte. Il a fallu attendre encore trois ans pour que l'institution accepte de racheter des titres de dette pour stabiliser la zone euro. Au moment où la Fed arrêtait sa politique de *quantitative easing*, la BCE commençait. Alors que la Réserve fédérale a déjà remonté ses taux depuis trois ans, même s'ils restent très bas, la BCE n'est toujours pas sortie des taux zéro.

C'est pour retrouver une capacité d'agir si une nouvelle crise survient que la BCE se presse, aujourd'hui, d'en finir avec sa politique monétaire non conventionnelle. Mais de quelles armes disposera-t-elle, si à nouveau il n'y a plus que les banques centrales pour assurer un minimum de stabilité financière et économique ? Les taux sont déjà à zéro, la banque soutient déjà tout le système financier. « *Le quantitative easing fait désormais partie de la boîte à outils. Il est permanent. C'est quelque chose qui peut être considéré comme utilisable dans des situations imprévues que le Conseil des gouverneurs évaluera en toute indépendance* », a insisté Mario Draghi lors de sa conférence. Mais cela sera-t-il suffisant et mis en œuvre à temps ?