

LE TEMPS

réaction Jeudi 22 janvier 2015

Christian de Boissieu: «La BCE joue sa dernière carte»

Par Ignace Jeannerat

Christian de Boissieu: «La BCE joue sa dernière carte» Réactions à chaud de Christian de Boissieu, professeur à Paris-1 Sorbonne, ancien président du Conseil d'analyse économique

«La BCE a frappé un grand coup. Les montants sont pratiquement le double des montants évoqués dans les premières fuites. Là, j'ai l'impression que cela devient sérieux. Ces montants traduisent une volonté d'effet d'annonce vis-à-vis des marchés financiers, vis-à-vis des responsables politiques et vis-à-vis de l'opinion publique. L'ampleur et la durée du QE ont probablement ennuyé quelque peu les représentants allemands à la BCE mais quand il faut, il faut... Je note toutefois qu'il n'y a pas de rupture avec les règles de la BCE car il s'agit d'achats d'obligations souveraines ou corporate sur le marché secondaire et non d'un financement direct des Etats membres. La BCE ne franchit donc pas la ligne jaune. Mais elle joue sa dernière cartouche. Si cela ne marche pas, je ne vois pas ce qu'on peut faire de plus, sinon augmenter le volume ou prolonger la durée du programme.»

- Quelles chances de succès?

- La BCE frappe un grand coup, mais demeure le problème de la transmission vers l'économie réelle. J'ai le sentiment que le problème reste le même que pour les opérations précédentes, LTRO et autres programmes. Ces injections de liquidités auront-elles un impact sur le crédit? C'est le nœud du problème. Le crédit continue de reculer, en France comme en Europe. La demande est faible malgré les taux bas. Et il pourrait bien y avoir aussi un problème du côté de l'offre de crédits. Est-ce de la timidité, voire un dialogue de sourds entre banquiers et emprunteurs potentiels? Il n'est donc pas garanti que tout cet argent que d'apprête à déverser la BCE se retrouvera dans la demande finale. Il y a toujours un risque que ces liquidités créent des bulles, sur l'un ou l'autre marché d'actifs financiers. Le pari n'est donc pas gagné. C'est le côté incertain de cette opération d'envergure.

L'objectif de tout cela, je le rappelle, c'est de fournir des liquidités. C'est aussi de permettre à la BCE de faire du pilotage de la courbe des taux via les achats réguliers de dettes souveraines ou corporate. Francfort va pouvoir piloter la courbe des taux, soit en les empêchant de monter, soit en les abaissant. C'est enfin de recréer des anticipations d'inflation en diminuant au maximum les taux réels (ndlr: différentiel entre taux nominal et inflation anticipée). Je le redis : il n'est pas garanti que ces objectifs soient tous réalisés.»

- Quelles autres mesures en parallèle pour relancer la croissance?

- La BCE joue son va-tout. Elle doit donc être aidée par d'autres. Je souhaite que le plan Juncker (315 milliards sur trois ans) soit mis en place sans tarder. Par ailleurs, les Etats qui sont en retard doivent poursuivre leurs réformes structurelles. L'initiative de la BCE ne doit pas être l'occasion d'un relâchement. Enfin, je milite en faveur de mesures, fiscales notamment, en faveur de l'investissement dans plusieurs pays.»

LE TEMPS © 2015 **Le Temps SA**

LE TEMPS

réaction Jeudi 22 janvier 2015

Christian de Boissieu: «La BCE joue sa dernière carte»

Par Ignace Jeannerat

Christian de Boissieu: «La BCE joue sa dernière carte» Réactions à chaud de Christian de Boissieu, professeur à Paris-1 Sorbonne, ancien président du Conseil d'analyse économique

«La BCE a frappé un grand coup. Les montants sont pratiquement le double des montants évoqués dans les premières fuites. Là, j'ai l'impression que cela devient sérieux. Ces montants traduisent une volonté d'effet d'annonce vis-à-vis des marchés financiers, vis-à-vis des responsables politiques et vis-à-vis de l'opinion publique. L'ampleur et la durée du QE ont probablement ennuyé quelque peu les représentants allemands à la BCE mais quand il faut, il faut... Je note toutefois qu'il n'y a pas de rupture avec les règles de la BCE car il s'agit d'achats d'obligations souveraines ou corporate sur le marché secondaire et non d'un financement direct des Etats membres. La BCE ne franchit donc pas la ligne jaune. Mais elle joue sa dernière cartouche. Si cela ne marche pas, je ne vois pas ce qu'on peut faire de plus, sinon augmenter le volume ou prolonger la durée du programme.»

- Quelles chances de succès?

- La BCE frappe un grand coup, mais demeure le problème de la transmission vers l'économie réelle. J'ai le sentiment que le problème reste le même que pour les opérations précédentes, LTRO et autres programmes. Ces injections de liquidités auront-elles un impact sur le crédit? C'est le nœud du problème. Le crédit continue de reculer, en France comme en Europe. La demande est faible malgré les taux bas. Et il pourrait bien y avoir aussi un problème du côté de l'offre de crédits. Est-ce de la timidité, voire un dialogue de sourds entre banquiers et emprunteurs potentiels? Il n'est donc pas garanti que tout cet argent que d'apprête à déverser la BCE se retrouvera dans la demande finale. Il y a toujours un risque que ces liquidités créent des bulles, sur l'un ou l'autre marché d'actifs financiers. Le pari n'est donc pas gagné. C'est le côté incertain de cette opération d'envergure.

L'objectif de tout cela, je le rappelle, c'est de fournir des liquidités. C'est aussi de permettre à la BCE de faire du pilotage de la courbe des taux via les achats réguliers de dettes souveraines ou corporate. Francfort va pouvoir piloter la courbe des taux, soit en les empêchant de monter, soit en les abaissant. C'est enfin de recréer des anticipations d'inflation en diminuant au maximum les taux réels (ndlr: différentiel entre taux nominal et inflation anticipée). Je le redis : il n'est pas garanti que ces objectifs soient tous réalisés.»

- Quelles autres mesures en parallèle pour relancer la croissance?

- La BCE joue son va-tout. Elle doit donc être aidée par d'autres. Je souhaite que le plan Juncker (315 milliards sur trois ans) soit mis en place sans tarder. Par ailleurs, les Etats qui sont en retard doivent poursuivre leurs réformes structurelles. L'initiative de la BCE ne doit pas être l'occasion d'un relâchement. Enfin, je milite en faveur de mesures, fiscales notamment, en faveur de l'investissement dans plusieurs pays.»

LE TEMPS © 2015 **Le Temps SA**

- C'est la différence entre le programme précédent – OMT – et le QE qui est maintenant mis en place. Avec l'OMT [qui n'a jamais été utilisé], la BCE s'engageait à acheter de la dette des pays étranglés par les taux d'intérêt à condition qu'ils se lancent sur la voie des réformes et respectent une discipline budgétaire. La BCE ne pouvait pas laisser les écarts de rendement (entre les pays en difficulté et les pays jugés sûrs comme l'Allemagne) s'écarter de manière incontrôlée. Aujourd'hui le problème de l'Europe est la déflation, qui, de fait, rend les conditions monétaires plus tendues. De même que le bilan de la BCE qui tend à se réduire. Si la BCE n'avait rien fait, les conditions monétaires se seraient détériorées.
- N'y a-t-il pas trop d'attentes autour des effets de ce QE sur l'Europe?
- Si des investisseurs, qui misaient sur un effet positif sur les marchés, se sont trompés et ont perdu de l'argent, cela ne me pose pas de problème. Et je pense que les banquiers centraux sont du même avis. L'Europe aurait un problème si la BCE n'avait fait rien. Cela aurait voulu dire que l'institution admettait qu'elle ne remplissait pas son mandat de stabilité des prix, qu'elle était menée par des Allemands seulement. Elle aurait perdu sa crédibilité.
- Plus que les marchés, ce sont les anticipations d'inflation – qui pointent vers une baisse continue des prix à moyen terme – qui inquiètent la BCE. Par effet d'entraînement, ce sont ces anticipations qui risquent de faire plonger l'Europe dans la déflation. Ce plan suffira-t-il à les stabiliser?
- Cela devrait aider. Mais il faut un plan solide en termes de montant pour redresser la situation. Regardez le Japon, il est extrêmement difficile de sortir d'une spirale déflationniste. Je suis un vrai défenseur du QE, il en faudra beaucoup pour renverser ces tendances déflationnistes.
- Etes-vous inquiet de la perspective des élections grecques de ce dimanche, où la gauche radicale risque de l'emporter?
- Non. Je pense, comme le consensus des économistes, que la plupart de ces politiciens se rendent compte que la majorité des Grecs veulent rester dans la zone euro et qu'ils n'ont pas un pouvoir de négociation suffisant. Ils savent que s'ils veulent obtenir une restructuration de la dette, il faut pouvoir négocier avec les créanciers, donc que le dialogue doit être maintenu.
- Etes-vous partisan d'une restructuration de la dette grecque pour soulager le pays? L'endettement public devrait atteindre cette année 174% du PIB selon les projections du FMI. Cela ne laisse guère de marge de manœuvre au gouvernement pour relancer l'économie.
- Oui, une restructuration est possible. Elle peut prendre plusieurs formes, comme un allongement des maturités. Cela permettrait au gouvernement grec de ne plus être étranglé et satisferait aussi ses créanciers. Davantage, comme un effacement d'une partie de la dette, ne me semble pas réaliste. Je peux comprendre que les Grecs le souhaitent, c'est raisonnable de l'espérer. Mais ils ne l'obtiendront pas.
- Le risque de déflation est sur toutes les lèvres. La situation en Europe est-elle à ce point inquiétante?
- Je pense qu'on se focalise trop sur la définition stricte de la déflation. On peut en réalité se limiter à cette constatation: lorsque l'inflation est faible et que les attentes d'inflation le sont aussi, c'est qu'il y a quelque chose qui ne fonctionne pas dans l'économie. Et ce qui accentue cette constatation, c'est qu'il y a peu d'investissement et peu de croissance du crédit. Or, si l'on tombe dans une spirale déflationniste, il est très difficile d'en sortir.
- Est-ce que la chute des prix du pétrole, en dessous de 50 dollars cette semaine, renforce cette dynamique?
- La baisse des prix du pétrole est à double tranchant. D'un côté, elle stimule la croissance de la zone

euro. C'est une bonne chose et je pense que c'est l'effet qui prédomine. Mais, de l'autre, il existe un risque que l'on voie se manifester ce que les experts appellent des «effets de deuxième tour». C'est-à-dire que les acteurs économiques transmettent cette baisse des prix, que les salaires baissent et que la déflation s'installe.

- L'économie américaine semble mieux s'en sortir. Est-ce votre avis?

- Oui, elle s'en sort mieux. Mais je ne suis pas excessivement optimiste. C'est un concours du moins laid et être le moins laid ne veut pas dire être beau. Oui, la croissance revient et nous nous rapprochons du plein-emploi. Mais la dynamique est plus faible que le potentiel de l'économie et le nombre d'actifs dans l'économie diminue. La situation est donc loin d'être idéale.

- Que faudrait-il faire?

- C'est difficile. La santé est un secteur qu'il faudra prendre en main. Mais cet élément à lui seul ne nous fera pas retrouver une croissance beaucoup plus forte.

LE TEMPS © 2015 Le Temps SA