



# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

N°3 / SEPTEMBRE 2014

ÉDITORIAL

## LE NEW DEAL DE LA BCE

### ► Des remèdes ambitieux pour soigner les maux de l'économie européenne

Les récentes annonces du président de la BCE, le 22 août à Jackson Hole puis le 4 septembre à Francfort, qui complètent le « paquet monétaire » de juin, créent un environnement nouveau.

Les deux maux principaux qui menacent nos économies sont :

**1. le risque de déflation** (le niveau d'inflation était de 0,3% en août et la croissance est inférieure à 1% par an) ;

**2. un taux de chômage durablement très élevé (11,5% aujourd'hui et 23,2% chez les jeunes)**, susceptible d'entraîner à relativement court terme de graves problèmes sociaux et politiques.

La déflation (c'est-à-dire, selon la définition de l'Insee « une diminution générale et durable des prix ») constitue à court terme le risque majeur.

La zone euro ne se trouve toutefois pas aujourd'hui dans la même situation que le Japon - dans lequel la grande majorité des prix sont en baisse (voir l'article en page 3). En Europe, les prix de l'alimentation et de l'énergie sont bas - les prix de l'énergie pourraient cependant croître à court terme en raison d'une part de l'impact de la crise russo-ukrainienne et d'autre part de la baisse de l'euro par rapport au dollar. La consommation des ménages et l'investissement des entreprises sont durement affectés par la crise.

La BCE a donc complété son dispositif par deux mesures radicales (que nous analysons en détail dans ce numéro des Carnets) :

**1. la baisse du niveau des taux directeurs de 0,15% à 0,05%.**

**2. un programme d'achat de titres privés adossés à des actifs** (« Asset-Backed Securities Purchase Programme ») - les conditions de

mise en œuvre de ce programme devraient être précisées dès le mois d'octobre.

**Les deux sujets du risque de déflation et de la création monétaire sont en effet liés :** l'insuffisance de la masse monétaire est susceptible d'entraîner la baisse des prix.

**Or cette insuffisance résulte largement de l'altération du rôle des banques dans la création monétaire, les obligations réglementaires de Bâle 3 les ayant contraintes à une réduction substantielle de leur bilan.** A titre d'exemple, le bilan IFRS de BNP Paribas est passé en quatre ans, du 31 décembre 2009 au 31 décembre 2013, de 2.500 Mds € à 1.800 Mds € !

Enfin, on peut considérer que le processus de convergence des taux des dettes souveraines de l'Eurozone est largement engagé, ces obligations étant de facto « collatéralisées » par la BCE. Et la baisse du coût du capital devrait contribuer à une restructuration « en douceur » de la dette publique.

Mais la politique monétaire de la BCE, ainsi clairement réaffirmée et dotée de moyens accrus, ne sera pleinement efficace, comme le rappelle Mario Draghi, que si les pays de l'Eurozone poursuivent les réformes structurelles ainsi que les ajustements budgétaires nécessaires.

De même, l'Union européenne devra tout à la fois assurer la coordination des politiques budgétaires des Etats et mettre en œuvre un ambitieux programme d'investissement (le chiffre de 300 Mds € est évoqué).

Philippe-Olivier ROUSSEAU  
[philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com](mailto:philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com)

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

au 10.09.2014

### ZONE EURO

ACTIVITÉ	2013	2014e	2015e
Variations annuelles, %			
PIB	-0,4	0,7	1,2
INFLATION ET CHÔMAGE			
Variations annuelles, %	2013	2014 e	2015 e
Inflation (IPC)	1,4	0,6	0,9
Taux de chômage, niveau %	12	11,7	11,2
COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC			
% PIB	2013	2014 e	2015 e
Balance courante	2,4	2,7	2,8
Déficit public	-3	-2,5	-2,3
Dette publique % PIB	95	97	96

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas

### ➔ L'exemple japonais : quelles leçons pour l'Europe ?

Le Japon a traversé deux décennies de stagnation et de déflation. La Banque du Japon (BoJ) et le gouvernement viennent de mettre en œuvre des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. La BoJ a mené une politique active de rachats d'actifs : la masse monétaire a cru à un rythme élevé (environ 14% du PIB en rythme annuel), entraînant une forte dépréciation du yen. Mais la dette publique demeure considérable... (voir l'article sur le Japon aux pages 3 et 4)



# LA BCE DE NOUVEAU À LA MANŒUVRE

► Dans un contexte de croissance et d'inflation quasi nulles en zone euro, la BCE a décidé lors de sa réunion du 4 septembre d'abaisser son principal taux directeur et de racheter des titres de la dette du secteur privé.

► Ces mesures vont dans le sens d'une dépréciation de l'euro.

► En cas de nouvelle dégradation, la BCE n'aura d'autre alternative que l'acquisition de titres de dette souveraine.

Devant le déclin persistant de l'inflation et les doutes des marchés quant à la capacité de la BCE à maintenir la stabilité des prix à moyen terme (recul des anticipations d'inflation de moyen à long terme), le Conseil des Gouverneurs a décidé d'abaisser encore ses taux directeurs de 10 points de base (pb) lors de la réunion de septembre. Cette décision met le taux refi à 0,05 %, le plus bas niveau de son histoire et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,20 %. De plus, la Banque a décidé d'adopter d'autres mesures non conventionnelles visant à assouplir les conditions du crédit et à soutenir ainsi l'économie réelle. La BCE va racheter des ABS (Asset-Backed Securities) ou actifs adossés à des titres de créances (dont des RMBS) et lancer un troisième programme d'obligations garanties (covered bonds). Les deux programmes seront introduits en octobre et leurs modalités rendues publiques lors de la réunion du Conseil des Gouverneurs du mois prochain.

Comme les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro, la baisse du seul taux refi aurait probablement eu un impact négligeable sur les taux du marché. En faisant reculer de facto le niveau plancher de l'Eonia, à savoir le taux de dépôt, l'effet est renforcé. L'Eonia, qui se négociait autour de 0,04 % en juillet, est désormais légèrement inférieur à zéro. Si la liquidité sur le marché monétaire venait à augmenter sensiblement après les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), l'Eonia pourrait s'installer en dessous de 0 %, et la réduction des taux du marché pourrait être plus marquée encore. Cela renforcerait la baisse de l'euro, avec pour conséquence un assouplissement des conditions monétaires et financières et un coup de pouce aux exportations. L'euro, qui s'est déprécié d'environ 4 % face au dollar depuis juin, est tombé légèrement en dessous

du seuil de 1.30 USD le 4 septembre.

## Plancher atteint pour les taux directeurs

Le Président Draghi a envoyé d'autres messages clés concernant la politique monétaire. Tout d'abord, la baisse des taux directeurs du 4 septembre est la dernière. En juin dernier, M. Draghi avait évoqué la possibilité d'ajustements à la marge, mais le 4 septembre, il a été on ne peut plus clair : les taux directeurs ont atteint leur plancher. Rien de surprenant à ce que ces mesures aient été adoptées avant la première LTRO ciblée qui aura lieu à la mi-septembre. Les spéculations relatives à d'éventuelles nouvelles baisses des taux risquaient, en effet, de freiner la demande lors de cette première opération. Dès lors, le coût de la TLTRO est désormais fixé à 0,15 % (refi + 10 pb). Un taux connu à l'avance qui renforce la forward guidance de la BCE et permet aux taux du marché de baisser sur des échéances moyennes. A nouveau, cela peut favoriser la dépréciation de l'euro.

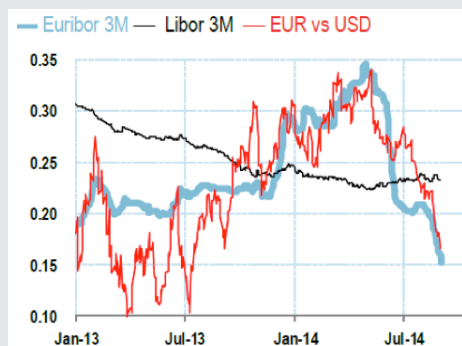
La BCE entend par ces opérations ramener son bilan au niveau qui était le sien en 2012. Il convient, cependant, de souligner que l'expansion de son bilan reste largement endogène ; en effet, à la seule exception des achats fermes d'ABS et de covered bonds, elle est déterminée par la demande de liquidité des banques commerciales. Celle concernant les TLTRO devrait cependant être forte, eu égard à leur faible coût et à leur durée (4 ans maximum).

## Rachat de dette publique ? Pas d'actualité !

Enfin, M. Draghi a souligné encore une fois « l'engagement unanime du Conseil des gouverneurs à utiliser des instruments non conventionnels supplémentaires » en cas de nécessité. Dans le principe, l'unanimité du Conseil en faveur d'autres mesures, si nécessaire, ne fait aucun doute. Dans les faits, il en va tout autrement, comme le montre la décision du 4 septembre relative au rachat des ABS, qui n'a pas eu l'aval de tous les membres du Conseil.

Les taux d'intérêt ayant atteint leur niveau plancher, le terme « conventionnel » a été retiré de la déclaration. La Banque semble

## Repli de l'euro



Source : Datastream

plutôt confiante dans l'efficacité des mesures prises jusqu'à présent comme en témoignent ses hypothèses de croissance relativement optimistes pour les années à venir (1,6% en 2015 et 1,9 % en 2016) et ce, en dépit des mauvais chiffres sur la confiance et des données réelles récemment publiés. Cependant, si la situation continue de se dégrader, la BCE n'aura plus le choix : elle devra lancer un vaste programme de rachat d'actifs, englobant les titres de la dette souveraine malgré les dissensions existant au sein du Conseil des gouverneurs sur ce sujet épineux.

Clemente DE LUCIA  
[clemente.delucia@bnpparibas.com](mailto:clemente.delucia@bnpparibas.com)

1- Taux refi : taux de refinancement. Principal taux directeur de la Banque centrale européenne.

2- Le taux de la facilité de dépôt est le taux directeur fixé par la banque centrale auquel sont rémunérés les dépôts que placent les banques et autres établissements financiers auprès de la banque centrale.

3- RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) : créances résidentielles hypothécaires titrisées.

4- Eonia (Euro OverNight Index Average) : taux de référence quotidien des dépôts interbancaires non gagés par des titres.

5- TLTRO : Targeted Long Term Refinancing Operations

6- « Forward guidance » : outil de communication des banques centrales consistant à guider les anticipations des investisseurs sur les possibles évolutions futures de la politique monétaire. Une politique de « forward guidance » sert à améliorer la transparence de la politique monétaire afin d'encourager l'investissement et la consommation.



## QU'A DIT MARIO DRAGHI À JACKSON HOLE ?

Rétrospectivement, la partie la plus importante du discours du président de la Banque centrale européenne concernait le fléchissement des anticipations d'inflation, et préfigurait les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs au début du mois de septembre (baisse des taux, lancement d'un programme d'achat de titres de dettes privées).

Mais, sur le plan budgétaire, Mario Draghi a également un peu modifié son discours habituel à Jackson Hole, et tenu des propos qui méritent d'être soulignés. Bien évidemment, il a maintenu son plaidoyer en faveur des réformes structurelles et de l'assainissement des finances publiques, en rappelant que sa composition pouvait permettre de limiter l'impact sur l'activité. Mais il a innové en expliquant que **la zone euro avait globalement souffert de l'impossibilité de mobiliser la politique budgétaire pour soutenir l'activité**

**depuis 2010** et, surtout, dans son analyse de cette situation. Le Président de la BCE a ainsi rappelé que **la situation budgétaire agrégée de la zone n'était pas plus mauvaise que celle des Etats-Unis ou du Japon, mais qu'en revanche la Banque centrale ne peut y offrir un filet de sécurité pour le financement des Etats** (backstop for government funding). Ceci a obligé les membres de la zone euro à mener leur consolidation budgétaire de façon précoce. Des propos parfaitement consensuels sur les caractéristiques de la crise, mais tout à fait nouveaux dans la bouche d'un Président de la BCE.

Dans ce cadre, Mario Draghi s'est donc déclaré **favorable à l'utilisation des marges de manœuvre offertes par le Pacte de Stabilité** (voir encadré), ainsi qu'au programme d'investissement européen promis par le nouveau Président de la Commission européenne. Sur-tout, il a jugé qu'il serait utile d'avoir une dis-

cussion sur le policy mix et sur l'orientation globale de la politique budgétaire au niveau européen. Il a plaidé pour plus de coordination des politiques budgétaires, plutôt que d'accepter l'idée que cette orientation globale résulte de décisions prises au niveau national, indépendamment les unes les autres.

Plaider pour plus de coordination tout en maintenant l'effort structurel, c'est, à l'heure actuelle, demander à l'Allemagne de mener une politique plus expansionniste qu'elle ne le souhaite. Un appel qui a toutes les chances de rester lettre morte à brève échéance, mais qui a le mérite de rappeler que la véritable coordination des politiques économiques, c'est autre chose que de fixer à chacun les mêmes règles.

Frédérique Cerisier

[frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)

### Les « marges de flexibilité » du Pacte de stabilité et de croissance

La plupart des réformes en matière de règles budgétaires européennes menées ces dernières années ont pour objectif de renforcer la discipline des Etats membres, et forment donc, au final, un carcan relativement rigide. Cela dit, certaines situations particulières sont prévues :

1. Les pays qui ne sont pas, ou plus, sous procédure pour déficit excessif (c'est le volet préventif du Pacte de Stabilité et de Croissance) peuvent s'écarter de leur trajectoire d'ajustement si la zone euro ou l'UE connaissent un ralentissement économique particulièrement sévère ; s'ils subissent un événement inhabituel extérieur majeur modifiant fortement leur situation financière ; s'ils mettent en oeuvre des réformes structurelles majeures renforçant fortement leur position budgétaire de long terme. C'est notamment ce dernier point que pourrait tenter mettre en avant l'Italie de Matteo Renzi, sortie du Pacte de Stabilité l'an dernier.
2. Les pays encore impliqués dans une procédure pour déficit excessif (et donc soumis au volet correctif du PSC) peuvent, quant à eux, bénéficier d'un délai supplémentaire pour ramener leur déficit en deçà de 3% si la zone euro ou l'UE connaissent un ralentissement économique particulièrement sévère ; ou si la Commission considère qu'ils ont réalisé les ajustements demandés en termes structurels et que le dérapage est entièrement dû à une croissance économique trop faible. C'est à ce titre que la France a obtenu un délai (de 2013 à 2015), et sera vraisemblablement amenée à demander un autre.

### ÉCONOMIE INTERNATIONALE

## JAPON, POTION MAGIQUE OU DANGEREUX POISON ?

*Au cours des prochains trimestres, l'économie devrait être soutenue par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes. Même si l'inflation pourrait atteindre son objectif de 2% en 2016, la BoJ va probablement poursuivre son programme d'achats d'actifs au-delà de cette date pour maîtriser les taux d'intérêt. Le yen pourrait encore s'affaiblir en raison d'un appétit grandissant pour les actifs étrangers. Le PIB devrait progresser d'environ 1% en 2014 et en 2015, essentiellement porté par le rebond des exportations et de l'investissement. En revanche, la*

*consommation privée devrait rester morose sous l'effet de la baisse du pouvoir d'achat.*

### Une dichotomie toujours plus criante

Bien que la croissance présente un profil en dents de scie, l'économie japonaise se redresse modérément. Au T1, le PIB a progressé de 1,6% t/t, suite aux achats effectués avant la hausse de 3 points de la TVA au 1er avril. Une progression néanmoins suivie d'une contraction sévère, mesurée à -1,8% au T2. Mais ce repli ne devrait être que temporaire.

Les indices de diffusion de l'Enquête auprès des Observateurs de l'Economie se sont en effet nettement améliorés en avril comme en mai.

Malgré ces fluctuations, les indicateurs du marché du travail ont bien résisté. Après le relèvement de la taxe en avril, des suppressions de postes ont été enregistrées dans la distribution mais de nombreux secteurs continuent de recruter. Dans l'ensemble, les conditions du marché du travail sont restées relativement tendues, de nombreuses



entreprises ne mentionnant quasiment pas de sureffectifs. Le taux de chômage se situe aux environs de 3,6 % et le ratio postes vacants/chômeurs s'est régulièrement amélioré pour atteindre 1,09 en mai, un record depuis juin 1992.

Ces tensions n'ont pas entraîné de hausse notable des salaires. En avril, les rémunérations contractuelles ont même reculé de 0,2% en glissement annuel. Toutefois, le fossé se creuse de plus en plus entre les divers acteurs économiques. Les grandes entreprises manufacturières bénéficient de la dépréciation de la devise et de la reprise, quoiqu'hésitante, des économies étrangères. Elles ont accordé des augmentations de salaires et pourraient relever sensiblement leurs primes estivales. En revanche, les entreprises essentiellement présentes sur le marché intérieur ont du mal à répercuter la hausse des coûts de production liée à la dépréciation du yen. Elles pourraient même revoir à la baisse la prime moyenne estivale octroyée au personnel.

La politique monétaire très accommodante de la Banque du Japon (BoJ) a réussi à faire remonter l'inflation et les anticipations d'inflation. Les prix à la consommation étaient en hausse de 3,8% en g.a. en mai, principalement sous l'effet de l'augmentation de trois points de la TVA en avril et de la dépréciation du yen. Comme les salaires n'ont guère évolué, les ménages ont enregistré une sérieuse érosion de leur pouvoir d'achat

## Pas de resserrement budgétaire en vue

Pour mettre un terme définitif à deux décennies de stagnation et de déflation, la Banque du Japon et le gouvernement ont conjugué leurs efforts pour introduire des politiques monétaires et budgétaires très accommodantes. Depuis avril 2013, la BoJ a adopté la politique monétaire dite assouplissement qualitatif et quantitatif. En rachetant des actifs, principalement des JGB, la Banque vise à accroître la base monétaire au rythme annuel d'environ JPY 60 000-70 000 mds (14% du PIB). Cette politique s'est soldée par une nette dépréciation du yen, qui a perdu un quart de sa valeur face au dollar depuis la mi-novembre 2012. L'effet sur les agrégats monétaires a néanmoins été limité.

Tant que l'inflation est sur la bonne trajectoire pour atteindre l'objectif de 2% au début 2016, la BoJ ne devrait pas accroître ses achats. Quoiqu'il en soit, la sortie d'une telle politique de détente n'est pas à l'ordre du jour. Le problème pour les autorités est qu'avec la hausse de l'inflation, les taux d'intérêt à long terme risquent de remonter. De quoi rendre la dette publique insoutenable. La BoJ pourrait donc être contrainte de poursuivre ses achats d'actifs pour maintenir sous contrôle les taux d'intérêt à long terme.

Pour éviter que la politique monétaire soit

tributaire des préoccupations budgétaires, le gouvernement devrait poursuivre l'assainissement des finances publiques.

Officiellement, les autorités visent l'équilibre primaire d'ici à 2020, même s'il n'existe toujours pas de scénario crédible à long terme. La seule mesure concrète réside dans une hausse de 2 points de la taxe à la consommation en octobre 2015. L'orientation budgétaire est passée de très expansionniste en 2013 à plus ou moins neutre cette année, le relèvement de la taxe à la consommation étant compensé par un plan de relance de JPY 5 000 mds. Dans la perspective des prochaines élections parlementaires en 2016, la politique budgétaire pourrait redevenir accommodante.

La politique d'assainissement repose entre autres éléments majeurs sur la mise en place de la stratégie de croissance –ou « troisième flèche » -- qui devrait porter la croissance potentielle aux environs de 2% pour la décennie à venir. En juin, le Premier ministre Shinzo Abe a présenté une mise à jour de ses plans de réforme, dont certains visent à rendre le secteur des entreprises plus dynamique. Le Fonds d'investissement gouvernemental de retraites devrait améliorer ses rendements en investissant davantage dans les actions japonaises et les actifs étrangers. De plus, le taux d'imposition des entreprises sera ramené de 35% à moins de 30% et l'assiette d'imposition élargie, ce qui est plus en conformité avec l'imposition des sociétés dans les autres pays de l'OCDE. Toutefois, rien ne garantit que l'octroi d'allègements fiscaux à des entreprises qui regorgent déjà de liquidités va réellement permettre de donner un coup de fouet à la croissance.

Malgré une stratégie de croissance de grande envergure, les mesures envisagées restent insuffisantes par rapport à la réalité des besoins. Les autorités doivent aller plus loin pour flexibiliser le marché du travail et réduire les charges sociales. Dans l'agriculture, les propositions sont trop timorées et pourraient ne pas suffire à supprimer les obstacles auxquels se heurtent les négociations sur le Partenariat transpacifique.

## Saut dans l'inconnu

Compte tenu de la perte de pouvoir d'achat, il faut s'attendre à une consommation en demi-teinte au S2 2014. Les exportations pourraient être le principal moteur de la croissance, à la faveur du redressement des échanges internationaux. Elles pourraient, par ailleurs, bénéficier d'un nouveau fléchissement du yen ; la hausse des rendements aux Etats-Unis risque en effet d'encourager les sorties de fonds du Japon. De plus, l'investissement privé et les dépenses publiques devraient augmenter avec l'introduction du plan de relance du gouvernement pour un montant de JPY 5 000 mds. La croissance du PIB sera d'environ 1% en

### SYNTHÈSE DES PRÉVISIONS

SYNTHÈSE DES PRÉVISIONS			
ACTIVITÉ			
Variations annuelles, %	2013	2014e	2015e
PIB	1,5	1,2	0,8
Consommation privée	2,0	0,2	-0,3
Dépenses Publiques	3,6	1,4	1,0
Investissement fixes privés	0,2	8,2	2,7
Exportations nettes (contribution)	-0,2	0,1	0,1
INFLATION ET CHÔMAGE			
Variations annuelles, %	2013	2014 e	2015 e
Indice des prix à la consommation (IPC)	0,4	2,7 <sup>(1)</sup>	2,1
IPC hors alimentaire & énergie	-0,2	1,8	2,0
Taux de chômage, niveau %	4,0	3,7	3,4
COMPTES EXTÉRIEURS ET PUBLIC			
% PIB	2013	2014 e	2015 e
Balance courante	0,7	-0,1	-0,1
Solde des Adm. Publiques %	-9,0	-8,0	-6,4
Dette publique % PIB	225	229	232

e : estimations et prévisions des Etudes économiques BNP Paribas

<sup>(1)</sup> En raison de la hausse de la TVA en avril 2014

2014 et 2015, soit bien en deçà de l'objectif de croissance du gouvernement, fixé à 2%.

Dans les années à venir, les coûts de production devrait progressivement augmenter. Premièrement, le marché du travail va se tendre avec la diminution continue de la population active nourrissant une hausse des salaires. Deuxièmement, le repli du yen avec la poursuite des achats d'actifs par la BoJ va pousser les prix à l'importation à la hausse. Dans ces conditions, l'inflation hors effets directs du relèvement de la taxe à la consommation, va progressivement accélérer, de sorte qu'en 2016, l'objectif de 2% fixé par la BoJ pourrait être atteint.

Même si l'économie est en train de sortir de la déflation, la spirale de la dette publique entraîne le pays toujours plus loin dans l'inconnu. A une situation déjà difficile viennent s'ajouter le vieillissement de la population et l'émergence du déficit des comptes courants. Aussi est-il plus que jamais important de poursuivre l'agenda des réformes avant que le financement du déficit budgétaire ne devienne un vrai problème.

Raymond Van der Putten  
[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

