



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

N°7 / FÉVRIER 2015

## ZONE EURO

### LA BCE LANCE SON « ASSOULISSEMENT QUANTITATIF »

► **Un plan très ambitieux : au moins 1.000 milliards d'euros d'achats de titres d'ici à la fin de l'été 2016**

► **Le partage des risques a minima : un compromis politique**

C'est fait ! Le 22 janvier 2015, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a opté pour un « assouplissement quantitatif » incluant des rachats de titres de dettes publiques, par la suite dénommé « QE » (Quantitative Easing). Il supprime, en outre, la prime de 10 points de base appliquée aux opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO), une baisse qui devrait attirer plus de banques au guichet de la BCE.

Un tournant majeur, qui dépasse largement le cadre monétaire. Dans un espace qui n'est pas fédéral, tout acte concourant de près ou de loin au financement des Etats recouvre un enjeu politique. Pour preuve, le « QE » tente de ménager les susceptibilités allemandes en

dérogeant largement au principe de partage des risques, cantonnés pour l'occasion au bilan des banques centrales nationales. Mais, à ceux qui y voient une menace pour l'unicité de la politique monétaire, la BCE rappelle qu'elle seule pilotera le programme et décidera des montants rachetés, en appliquant la clé de répartition des banques centrales nationales à son capital.

Pour Mario Draghi, son président, le sujet du partage des risques n'est pas majeur, l'essentiel étant ailleurs. Grâce aux rachats de dettes, mais aussi aux opérations ciblées de refinancement à long-terme (dont le coût baisse), la BCE est en passe d'injecter plus de mille milliards d'euros de liquidités dans le système monétaire. Avec quels effets, sur le crédit, l'activité, les prix ? L'efficacité d'un « QE » n'est pas fermement établie, celui opéré par la Banque du Japon servant souvent de contre-exemple. La zone euro n'est toutefois pas le Japon. A court terme, elle souffre d'un déficit de demande et surtout d'investissement.



Toute stimulation additionnelle, comme le plan « Junker », le « QE » de la BCE, voire la combinaison des deux, est aujourd'hui plus que bienvenue.

► Lire p. 3 et 4

## GRÈCE

### LE TEMPS DE SYRIZA

Le parti de la gauche radicale Syriza est sorti vainqueur des urnes le 25 janvier manquant la majorité absolue de seulement deux sièges. Une alliance avec le parti de droite souverainiste, ANEL (les Grecs Indépendants) a rapidement été formée. Diamétralement opposées sur l'échiquier politique, les deux formations se rejoignent sur le rejet de l'austérité et la volonté de restructurer la dette publique. Nous revenons dans cet article sur les défis qui s'annoncent pour le nouveau gouvernement grec. Quelles sont ses marges de manœuvres pour appliquer son programme et réorienter la politique économique ? Qu'attendre des négociations sur la dette publique ? Quels sont les enjeux pour l'économie ?

#### Le programme de Syriza

Le programme économique de Syriza repose sur trois piliers :

► **Le traitement de la crise sociale.**

Concrètement, il s'agit d'un vaste programme de dépenses sociales à destination principalement de 300 000 ménages vivant en dessous du seuil de pauvreté. Il comprend la prise en charge des dépenses d'électricité, des allègements fiscaux pour le fuel domestique, des subventions pour l'alimentation et l'augmentation du SMIC de 580 à 751 euros.

► **Le redémarrage de l'économie.** Ce volet

inclut la suppression de la taxe foncière, le relèvement du seuil de revenus imposables pour les particuliers (de 5 000 à 12 000 euros) et la création d'une nouvelle banque d'investissement.

► **L'emploi.** Il s'agit de créer 300 000 emplois dans le secteur public et le secteur privé ainsi que de revenir sur les mesures de flexibilisation du marché du travail décidées depuis 2012.

Le coût du programme est estimé à 13,5 milliards d'euros par Syriza. Son financement repose sur la lutte contre l'évasion fiscale, la réorientation des fonds structurels européens et l'effacement d'une partie de la dette du pays



détenue par ses partenaires européens.

## Quelles marges de manœuvres ?

Des allègements de dette sont possibles, il y en a eu par le passé et de nouveaux sont envisagés depuis fin 2012. Mais au moins deux points font l'objet de dissensions. Le premier porte sur la nature d'éventuelles concessions. Syriza souhaite d'abord obtenir un moratoire sur le service de la dette en 2015 puis, surtout, l'effacement de 30% à 50% des prêts européens avant d'indexer le paiement du reliquat sur les performances de l'économie. De leur côté, les Etats européens ne semblent pas fermés à l'idée d'un nouvel aménagement des conditions de remboursement de leurs créances (extension des maturités principalement) mais ils excluent catégoriquement toute perte en capital, que ce soit sur les prêts bilatéraux (52,9 milliards d'euros) ou ceux octroyés via le Fonds européen de stabilité financière (FESF) (141,8 milliards d'euros). Le second point de conflit potentiel concerne la conditionnalité d'un nouvel allègement de dette. A l'instar des prêts officiels, des réaménagements de créances européennes ne sauraient être octroyés qu'en contrepartie de la réalisation d'objectifs budgétaires et la mise en œuvre de réformes. En aucun cas, ils ne pourraient être utilisés pour réorienter la politique budgétaire et revenir sur les ajustements réalisés depuis 2010.

L'opposition à tout effacement de dette renvoie à l'absence de consensus autour de la création d'une « union budgétaire » en zone euro. A cette intégration « par le haut » est préférée une harmonisation des économies européennes par la mise en œuvre de réformes communes dont l'objectif est de rapprocher le fonctionnement des marchés du travail, des biens et des services, des systèmes fiscaux et sociaux à travers l'Union. Dans ce schéma « décentralisé », l'intégration économique vient de la similarité des politiques économiques menées. Une solidarité financière est organisée mais elle est conditionnelle, la stabilité de la zone reposant in fine sur la rigueur budgétaire et la transformation des structures économiques des Etats membres vers un modèle commun.

En l'état, il semble très improbable qu'un changement radical dans le fonctionnement de l'Union économique et monétaire soit envisageable. Une telle évolution requerrait probablement un approfondissement de l'intégration politique en zone euro dont les conditions ne semblent aujourd'hui pas réunies. Les gouvernements des pays

créanciers sont également sous le contrôle d'opinions publiques souvent réticentes à l'idée de transferts budgétaires. Alors qu'une nouvelle vague d'élections s'annonce en Europe (à commencer par l'Espagne et le Portugal fin 2015), l'idée de créer un « précédent » semble improbable.

En définitive, les marges de manœuvre du nouveau gouvernement grec apparaissent relativement faibles. Sauf à tabler sur d'importantes recettes budgétaires nées de la lutte contre l'évasion fiscale, le changement de cap promis par Syriza devrait être confronté à l'absence de financement de la part des bailleurs de fonds officiels. Une telle issue ne manquerait certainement pas d'éprouver la solidité de l'alliance surprenante entre Syriza et ANEL, voire la cohésion du parti de la gauche radicale, tiraillé par des dissensions internes.

## Une dette déjà soutenable

Contrairement à une idée répandue, l'effacement d'une partie des prêts officiels n'est pas nécessaire pour rétablir la soutenabilité des finances publiques grecques. Le ratio d'endettement public n'est qu'un élément parmi d'autres pour juger de la soutenabilité de la dette. Dans le cas de la Grèce, le ratio d'endettement public, à 175% du PIB, ne rend pas compte des multiples aménagements concédés par les créanciers (publics et privés) afin d'alléger son service. Ainsi, la maturité moyenne de la dette grecque est désormais d'environ 16 ans et le taux d'intérêt implicite de 2,4%. Par ailleurs, ces derniers éléments ne prennent pas en compte les nombreux moratoires dont bénéficient déjà l'Etat grec : jusqu'en 2020, ce dernier ne devra s'acquitter que du remboursement des prêts du FMI, du paiement d'intérêt faibles aux créanciers privés ayant participé à l'échange de dette de 2012 et du paiement d'intérêts extrêmement faibles sur les prêts bilatéraux (le taux d'intérêt est égal à Euribor +50pb, soit aujourd'hui 0,56%). Il devra aussi rembourser les obligations détenues par la

BCE. Ce dernier point mérite également une observation. Depuis 2012, les profits (gains en capital et revenus d'intérêts) réalisés par la BCE et les banques centrales nationales sur leurs portefeuilles d'obligations grecques (27 milliards d'euros) sont reversés subséquemment à l'Etat grec. Cela signifie non seulement que la Grèce ne paye plus d'intérêts sur cette partie de sa dette, puisque ces derniers lui sont redistribués ex post, mais aussi que son stock de dette est allégé.

La conséquence de ces divers arrangements est que la charge réelle de la dette est déjà considérablement allégée. En tenant compte de la redistribution des profits de la BCE et du moratoire sur les paiements d'intérêt au FESF, celle-ci représente environ 2,5% du PIB, soit un niveau très proche de la moyenne de la zone euro et bien inférieur aux autres pays périphériques.

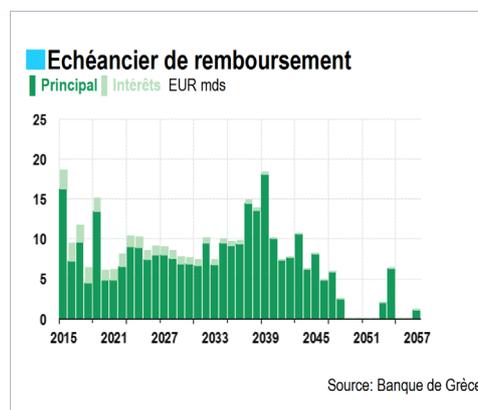
## La liquidité est la priorité

Au-delà de considérations politiques, le gouvernement grec est contraint par la liquidité. Privé d'accès aux marchés des capitaux internationaux (les taux d'intérêt sont encore à des niveaux prohibitifs), il n'a pas les moyens de financer des dépenses supplémentaires et de refinancer sa dette.

Par ailleurs, les dernières informations font état d'une sous performance des recettes budgétaires début 2015 par rapport aux objectifs.

Les contraintes de liquidités du gouvernement sont étroitement liées à celles du secteur bancaire grec. En effet, hormis les prêts officiels, la seule source de financement extérieur provient de la capacité d'absorption du papier grec par le secteur bancaire national. Cette dernière est directement fonction de l'accès des banques grecques aux opérations de refinancement de la BCE ou, exceptionnellement, aux opérations dites ELA (Emergency Liquidity Assistance)<sup>1</sup>.

L'éligibilité des actifs grecs apportés en collatéraux dans les opérations de refinancement de la BCE tient à la dérogation à la règle de notation minimum dont ils bénéficient tant que l'Etat grec est sous un programme UE-FMI. Une rupture des relations avec les créanciers s'accompagnerait rapidement d'un assèchement des liquidités en euros dans l'économie. Les banques grecques n'auraient plus accès aux opérations de politique monétaire de la BCE et une limite aux



opérations ELA serait probablement fixée alors que les fuites de capitaux s'intensifieraient. L'économie replongerait en récession. L'Etat grec, privé de ressources, serait mis en défaut vis-à-vis de ses créanciers extérieurs mais aussi, parce que l'excédent primaire ne résisterait pas au retour en récession, vis-à-vis des fonctionnaires et des retraités.

Avant d'aborder le sujet de la dette, il s'agira donc, dans un premier temps, pour le gouvernement grec d'obtenir le déblocage des tranches d'aide en suspens. Une tranche de 1,8 milliards d'euros du FESF et une de 3,5 milliards d'euros du FMI ont été retenues. A cela s'ajoutent 1,9 milliards d'euros provenant de la BCE au titre des profits réalisés sur son portefeuille de dette grecque (voir supra). Au total, ce sont 7,2 milliards d'euros de financement qui permettraient à l'Etat de faire face à ses échéances de court terme. A ces questions de liquidité succéderont immédiatement celles relatives à l'après programme. Une ligne de précaution reste l'issue la plus probable. En offrant un filet de

sécurité à l'Etat grec, elle rendrait possible son retour sur les marchés financiers.

## Un compromis difficile, mais possible

Evidemment, ces développements supposent que la Grèce et ses créanciers trouvent un terrain d'entente. Mais les intérêts des deux parties vont dans le sens du compromis. et une solution politiquement acceptable où des concessions du côté grec seraient accompagnées d'une certaine flexibilité dans les contreparties de l'aide financière semble possible. Le gouvernement grec devra nécessairement revenir sur un certain nombre de mesures promises, notamment celles qui impliquent un retour en arrière. Mais un statu quo budgétaire est envisageable. Le solde public primaire grec est jusqu'à présent excédentaire. Du côté de la Troïka, les lignes bougent. L'austérité prônée au début de la crise a montré ses limites. Le FMI et la Commission européenne s'accordent sur la nécessité de ne pas étouffer la reprise et de mettre davantage

l'accent sur les réformes de structure. Les principaux chantiers grecs sont clairement identifiés : la lutte contre la corruption et l'évasion fiscale, l'amélioration de la collecte de l'impôt et du fonctionnement de l'appareil étatique, l'introduction de davantage de concurrence dans les activités protégées, la diminution des rentes excessives. Ce sont, aussi, les priorités de Syriza.

Thibault MERCIER

[thibault.mercier@bnpparibas.com](mailto:thibault.mercier@bnpparibas.com)

Recherche Economique Groupe, BNP Paribas

*1 - Les opérations ELA prévoient la fourniture de liquidité d'urgence par les banques centrales nationales à des établissements de crédit solvables mais faisant face à des difficultés de liquidité temporaires. Ces opérations sont encadrées par la BCE qui peut les limiter en cas d'interférence avec les objectifs et les missions de l'Eurosystème.*

### ZONE EURO

## QUANTITATIVE EASING : EN AVANT TOUTE !

*Le 22 janvier 2015, la BCE s'est engagée sur la voie de l'assouplissement quantitatif (QE). À certains égards, son programme dépasse les anticipations du marché, notamment sur le fait qu'il ne prendra fin que lorsque l'inflation sera revenue proche de la cible de 2%. Il est moins radical en ce qui concerne la question du partage des risques. L'évolution des taux de change, des taux d'intérêt à long terme, des spreads et des anticipations d'inflation dans les semaines à venir nous dira si le programme a atteint ses objectifs. Nous examinons dans cet article les différents aspects du plan.*

### Des achats conséquents jusqu'en septembre 2016, voire au-delà...

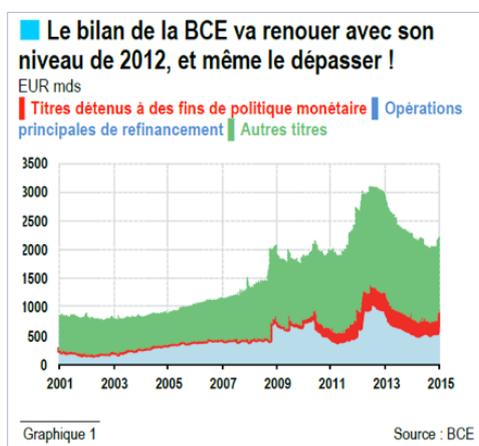
La BCE va racheter, tous les mois, EUR 60mds de titres. Ce montant comprend les titres de dette privée, à savoir les ABS (titres adossés à des actifs) et les Covered Bonds (obligations sécurisées ou CB) qui figurent déjà dans son programme de rachat, mais aussi les obligations émises par les administrations centrales, les agences et les institutions européennes de la zone euro. Le programme

sera maintenu jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers la stabilité des prix et, quoiqu'il en soit, jusqu'en septembre 2016.

Ce montant est conforme à l'objectif de la BCE de ramener son bilan au niveau atteint au début de 2012, soit EUR 3.000mds contre EUR 2.200mds actuellement. Les mesures adoptées permettront en effet d'accroître la

taille du bilan de plus de EUR 1.000mds d'ici à septembre 2016. Par ailleurs, le montant des liquidités qui seront injectées par le biais des opérations de refinancement ciblées (TLTRO) à venir va également dans ce sens : jusqu'à présent, les marchés tablaient sur une demande de l'ordre de EUR 300 à 400mds lors des prochaines TLTRO. Avec la décision prise le 22 janvier d'abaisser de 10 points de base les taux d'intérêt sur ces opérations, l'affluence au guichet de la BCE pourrait s'en trouver accrue. La Banque centrale européenne va en effet fournir de la liquidité sur une durée de 3 ans et demi au taux de 0,05 %, (le taux refi), une mesure qui va probablement réduire encore les taux d'intérêt à moyen terme.

La conditionnalité attachée au programme, à savoir un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers le niveau de 2 %, lui confère de la crédibilité et montre clairement la détermination de la Banque centrale d'atteindre son objectif d'inflation. L'observation empirique montre en effet que les anticipations d'inflation sont positivement corrélées à l'accroissement du bilan de la Banque centrale.



En adoptant cette politique d'assouplissement quantitatif, la BCE entend réduire les taux d'intérêt réels et les porter à des niveaux négatifs, en abaissant les taux d'intérêt nominaux sur les échéances éloignées et en faisant remonter les anticipations d'inflation. Comme l'explique le Président Draghi, la chute de l'inflation et des anticipations d'inflation a de facto annulé les effets des baisses de taux antérieures.

## Les actifs éligibles

La BCE rachètera des obligations d'État notés au minimum en catégorie investissement (« investment grade »). Les titres dont la notation est inférieure à celle de cette catégorie seront acceptés sous réserve que les pays concernés fassent l'objet d'un programme d'assistance financière.

## Quid de la Grèce ?

Le cas de la Grèce est plus complexe. Ce pays bénéficie en effet de ce type de plan d'aide et est donc théoriquement éligible au « QE ». Le programme comporte toutefois des limites (pas plus de 33% de la dette de chaque Etat)<sup>1</sup> qui seraient dépassées compte tenu du fait que la BCE détient déjà un important stock de dette grecque (celle acquise dans le cadre du « vieux » programme SMP, Security Market Program). Au-delà du résultat récent des élections générales, il faudra attendre concrètement le mois de juin et la prochaine tombée de dette pour que le pays soit éligible au « QE ».

## Qui achète et sur quelles maturités ?

La BCE rachètera des titres de dette assortis d'échéances allant de 2 à 30 ans, une mesure dont il y a lieu de se féliciter. En concentrant son action sur l'ensemble de la courbe de taux et principalement sur les échéances éloignées, la BCE renforce de fait l'efficacité de son programme, les décisions d'investissement des ménages et des entreprises étant plus sensibles à l'évolution des taux d'intérêt à long terme. La BCE ne rachètera que 8 % des actifs supplémentaires et les achats de titres émis par les administrations centrales et institutions de la zone euro (BEI, MES, BERD, etc.) seront fonction de la part des banques centrales nationales de l'Eurosystème dans la clé de répartition du capital de la BCE.

## Baisse des anticipations d'inflation



Graphique 2

Sources : Bloomberg, Datastream

## Partage des risques.

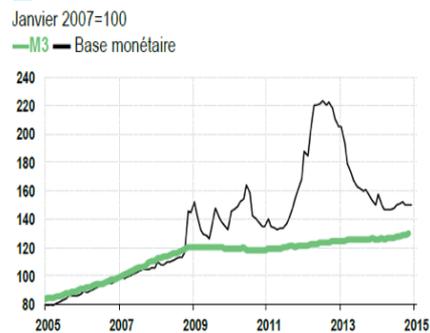
Il n'y a, de facto, aucune mutualisation des risques. Seuls 20 % des actifs achetés dans le cadre du programme feront l'objet d'un partage des risques et une bonne partie des actifs dont les risques sont mutualisés sont des titres émis par des institutions européennes (dont le risque de défaut est proche de zéro). Cette décision, qui est probablement le résultat d'un compromis au sein du Conseil, pourrait nuire, tout au moins dans une certaine mesure, à l'efficacité du programme. L'absence de mutualisation des risques confère de fait un statut de créancier privilégié aux banques centrales nationales par rapport aux détenteurs de la dette privée<sup>2</sup>. Ces derniers pourraient en effet exiger une rémunération plus forte sous forme de hausse des taux d'intérêt, limitant ainsi les effets de l'assouplissement quantitatif. Quoi qu'il en soit, M. Draghi a qualifié de « futile » l'ensemble du débat sur le partage des risques, précisant que les banques centrales nationales ont toutes les ressources et les marges nécessaires pour faire face aux risques de défaut potentiels. Il s'agit donc pour lui d'un faux problème.

## Deux objectifs majeurs : combattre le risque de déflation, réduire les taux à long terme

Toutes ces mesures sont encourageantes. L'ampleur du programme et ses modalités témoignent de l'intention et de la détermination de la BCE de ramener l'inflation vers l'objectif en adoptant des mesures énergiques. Ce programme va permettre à la BCE de réduire les taux à long terme alors que les taux courts ont déjà atteint leur plancher égal à zéro, stimulant ainsi la demande intérieure et, par voie de conséquence, l'inflation. Les opérations de rééquilibrage de portefeuille devraient se traduire par une baisse des rendements dans les pays qui ont connu un durcissement des conditions monétaires et financières. La Banque centrale européenne s'attend par ailleurs à

ce que ces injections massives de liquidités stimulent la croissance du crédit ; or, s'il s'agit là d'une condition nécessaire, elle n'est pas suffisante pour doper le crédit. La masse

## Évolution de la masse monétaire



Graphique 3

Source : BCE

monétaire va considérablement augmenter avec ce programme d'assouplissement quantitatif, mais la demande de crédit reste cruciale pour l'accroissement de l'agrégat M3, l'un des déterminants de l'inflation. La BCE crée toutes les conditions propices à une accélération de la production de crédit, en réduisant les coûts de financement pour les banques et en leur assurant un financement stable (par le biais des TLTRO) à un moment où elles doivent se conformer à des règles prudentielles plus strictes. Il faut espérer que les effets de l'assouplissement quantitatif sur la confiance, les taux d'intérêt à long terme et le taux de change donnent un coup de fouet à la demande de crédit.

Clemente DE LUCIA

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

Recherche Economique Groupe, BNP Paribas

1 - À défaut et en application des clauses d'action collective, la BCE obtiendrait de facto un droit de veto sur les décisions de restructuration de la dette, ce qui l'amènerait à sortir de son rôle. La BCE a cependant indiqué qu'elle s'opposerait toujours à une restructuration de la dette, qu'elle considère comme un financement monétaire. Ce faisant, elle fixe une limite implicite à la détention de titres de dette souveraine.

2 - Voir sur ce point Giavazzi et Tabellini "Effective Eurozone QE: size matters more than risk-sharing"

