

## La BCE face à la nouvelle tourmente financière



Article rédigé par *Liberté politique*, le 04 avril 2016

[Source: La Tribune]

Les armes des politiques économiques, tant budgétaires que monétaires, sont émoussées, face à la crise. Par Marc Guyot et Radu Vranceanu, Professeurs à l'ESSEC

L'économie mondiale se dirigerait-elle vers une nouvelle crise ? Depuis le début de l'année 2016 l'instabilité financière ne cesse de croître, comme l'indiquent de nombreux indicateurs comme la baisse des indices boursiers, la remontée de l'indice VIX mesurant la volatilité des indices boursiers, la hausse des primes de CDS sur les banques européennes ou encore la hausse des taux d'intérêt sur la dette souveraine de pays comme le Portugal, alors que l'or, dans le même temps, est en forte hausse.

Cette tourmente financière est-elle fondée et est-elle le signe avant-coureur d'une nouvelle crise économique? Les éléments objectifs qui pourraient fonder un cycle dépressif sont le ralentissement chinois, le ralentissement des pays exportateurs de matières premières et l'effondrement de l'industrie manufacturière dans les pays développés liées aux industries pétrolières et minières. Le net ralentissement des économies d'un grand nombre de pays au 4ème trimestre 2015 semblerait donner de la substance à ce scénario. L'indice PMI qui mesure l'activité industrielle indique une contraction en Chine et aux Etats-Unis depuis plusieurs mois.

### Vers un modèle économique chinois tiré par la consommation

Après des années de croissance, l'économie chinoise semble avoir atteint un pallier difficile à franchir. Les autorités veulent passer d'un modèle tiré par les investissements et les exportations vers un modèle tiré par la consommation, suivant les exemples réussis du Japon et de la Corée du Sud. Cependant, une telle évolution, qui suppose la fermeture des entreprises inefficaces et une réorientation de l'économie, ne pourra pas se faire sans un changement profond des institutions actuelles qui engendrent une corruption systémique et de l'inefficacité productive massive notamment dans le secteur productif public.

Même si sa capitalisation est faible, l'effondrement du marché boursier chinois en dépit de l'interdiction de la vente à découvert, a révélé la fragilité du système financier, dominé par des banques locales dont la gestion du risque laisse beaucoup à désirer. Le mouvement actuel de fuite des capitaux hors de Chine, malgré les barrières à la sortie des fonds, et les difficultés de la Banque Centrale à stabiliser le yuan, renforcent les inquiétudes sur l'aptitude des autorités à gérer un atterrissage en douceur. Le ralentissement chinois se propage depuis un an à l'ensemble du monde via le ralentissement des importations chinoises de produits manufacturés et de matières premières (-18,8% en valeur sur un an).

Tous les pays qui exportent vers la Chine sont touchés directement et tous les pays producteurs de pétrole et de matières premières sont touchés indirectement par l'impact négatif de ce ralentissement sur les prix. Concernant la baisse spectaculaire autant qu'inattendue du prix du pétrole, le ralentissement chinois n'est pas la seule cause mais il y contribue fortement dans un contexte d'offre abondante venant de la guerre entre les pays producteurs, notamment l'Arabie Saoudite et les Etats-Unis.

### L'impuissance des autorités politiques et monétaires

Dans ce contexte macroéconomique objectivement tendu, se rajoute une forte incertitude venant de l'impression que les autorités politiques et monétaires n'ont plus aucun moyen de stimuler l'économie. En effet, les gouvernements sont toujours en phase d'austérité pour gérer l'endettement public massif d'après la crise de 2008 et ont peu, ou pas de marge d'action supplémentaire pour augmenter la dépense publique ou réduire les impôts. En effet, la plupart des dettes nationales frisent l'insoutenable, notamment au Japon, aux Etats-Unis et dans les pays d'Europe du Sud. Même si les taux d'intérêt de long terme sont extrêmement faibles pour l'instant, les politiques de relance par déficit public présentent des risques énormes dans la mesure où le défaut souverain d'un pays développé pourrait provoquer un effondrement complet du système financier.

Les Banques Centrales se doivent de constater qu'après des années de taux d'intérêt de court terme à zéro et d'injections directes de liquidités via le « Quantitative Easing », l'économie mondiale n'est jamais repartie que faiblement et par intermittence, et connaît une nouvelle phase d'incertitude causée par la conjonction du ralentissement et de la désinflation générale.

## **Un risque de déflation dans la zone euro**

Dans la Zone euro tout particulièrement le risque de déflation est toujours présent, avec un taux d'inflation hors prix des aliments et de l'énergie à seulement 0.8% en croissance annuelle sur le mois de Février, et un taux d'inflation général à -0.2%.

Cette situation questionne l'efficacité des politiques monétaires extrêmement expansionnistes mises en place par la BCE. Les injections massives de liquidités via le programme d'achats mensuels d'obligations du Trésor et autres actifs, ainsi que les prêts aux banques à prix cassés, n'ont manifestement pas abouti à la croissance souhaitée des crédits au secteur privé, dont le volume demeure quasiment stable depuis janvier 2015. Il est à craindre qu'une bonne partie de ces liquidités ait été utilisée par les banques pour financer les industries pétrolières et minières actuellement en crise. La chute de ces industries et des secteurs connexes laisse présager la présence de créances douteuses. A ce facteur de risque se rajoute une chute de la profitabilité anticipée des banques provoquée par le passage en négatif des taux d'intérêt sur leurs dépôts auprès de la BCE.

## **Pas de miracle à attendre**

Les investisseurs et les politiques attendent avec impatience des nouvelles mesures de la part de la BCE, que Mario Draghi pourrait annoncer jeudi 10 mars. Il ne faut pas attendre de miracles. Les taux négatifs ont déjà montré leurs limites. L'expansion de la base monétaire par achat d'actifs ne semble pas pouvoir stimuler le crédit. Reste encore non-testée la possibilité d'imprimer des billets et les envoyer par la Poste aux consommateurs. Il n'est pas sûr, cependant, qu'en situation de déflation ces consommateurs ne souhaiteraient pas les garder au fond de leur tiroirs, voire les échanger contre une monnaie censée s'apprécier contre l'euro au fil du temps (dollar, franc suisse).

L'inefficacité des politiques monétaires et budgétaires ne laisse qu'une option possible aux gouvernements de la Zone euro et notamment des pays du Sud de l'Europe. Ils doivent provoquer un choc de confiance et de mobilisation via le lancement d'un programme de réformes structurelles pour libérer l'initiative individuelle, rendre le marché du travail plus flexible et dynamiser l'activité.

**Marc Guyot et Radu Vranceanu**

*Professeurs à l'ESSEC*