



Haro sur la BCE !

Frédéric Leroux

L'auteur, gérant
chez **Carmignac**
Gestion, pointe
le rôle de la Banque
centrale européenne
dans la crise de l'euro.



Les économies occidentales subissent depuis 2008 une pénible cure de désendettement après deux décennies de recours disproportionné au crédit. Les mêmes excès d'endettement avaient été commis dans les années 1920 aux Etats-Unis et dans les années 1980 au Japon. La cure de désendettement américaine a conduit à la Grande Dépression à cause d'erreurs de politique monétaire. La cure japonaise se poursuit, plus de vingt ans après son commencement, parce que les Japonais ont cru à tort que la rigueur budgétaire pourrait réduire le déficit et la dette publique.

Ces rares moments économiques qui exigent une correction des excès de dette ont été mal gérés parce qu'ils ont été confondus avec de simples cas de récessions, fussent-elles « Grandes », alors qu'il s'agissait de « Grandes Contractions » (1). La récession est une réduction de la production et de l'emploi alors que la contraction réduit, en sus, la dette et le crédit. Le meilleur moyen de se sortir rapidement et définitivement d'une contraction est d'organiser le transfert de richesse des créanciers vers les débiteurs, par les défauts (remise de dettes, donc abandon de créances) et par l'inflation (réduction du poids de la dette relative aux revenus nominaux). Ainsi, il

conviendrait en période de désendettement de ne pas monter les taux d'intérêt, ni d'avoir recours à la rigueur budgétaire, ni de mettre en œuvre des plans de relance (car on ne donne pas à boire à un âne qui n'a pas soif). Il convient juste de favoriser la réduction de la dette.

L'Europe, elle aussi, entame très mal la gestion de sa Grande Contraction en cumulant les erreurs : hausse des taux de la BCE et mise en œuvre de plans de rigueur budgétaire qui creuseront encore plus les déficits et gonfleront le poids des dettes en réduisant les recettes fiscales. L'Europe a opté pour la voie japonaise. Cette voie est suicidaire : contrairement au Japon, dont le secteur privé domestique est le créancier à 95 % du secteur public, nos dettes nationales sont majoritairement détenues par des étrangers, qui sont libres de vendre nos obligations d'État lorsqu'ils estiment que la chute des recettes fiscales met en danger notre solvabilité. Le temps qui passe est donc l'ennemi de l'Europe, qui doit prendre le taureau par les cornes, dans un exercice d'autant plus délicat pour elle que la prise de décision y est poussive.

Ainsi, l'intégration économique, avec à la clef l'émission d'eurobonds ne constitue pas une solution crédible aujourd'hui : nous n'en avons ni le temps de la mise en œuvre, ni la capacité à supporter le régime déflationniste imposé par l'Allemagne. Quant au scénario de la « sortie de l'euro par le haut » de l'Allemagne, il est illusoire tant le coût de l'abandon de l'euro lui serait insupportable (ses banques seules détiennent

1 200 milliards de créances étrangères libellées en euros dont la valeur plongeait vis-à-vis du deutschemark).

L'Allemagne doit donc rester dans l'euro et n'a d'autre choix que d'aider les autres membres de la zone. Comment ? En acceptant un euro faible, seule solution efficace et rapide restant à notre disposition après tous nos atermoiements. La baisse de l'euro, des taux directeurs durablement bas, des achats d'actifs non stérilisés par la BCE, le rebond induit de l'inflation favoriseraient la croissance, l'érosion de la dette et la solvabilité du secteur bancaire, par la pentification de la courbe des taux. Existe-t-il une réponse plus efficace aux problèmes posés par notre Grande Contraction ? La majoration des exce-

moins tétanisé qu'aujourd'hui par la simple évocation de l'avenir

L'idée d'un euro faible est cependant aussi difficile à accepter pour les Allemands que celle de l'intégration européenne immédiate. Mais l'idée d'un euro faible plutôt que plus d'euro du tout est forcément acceptable. Entre une modification du mandat de la BCE et une action plus discrètement expansionniste de la Banque centrale, les possibilités sont nombreuses. Il faut cependant que l'initiative d'un euro faible revienne aux autorités européennes plutôt qu'aux marchés. Si l'Europe ne prend pas elle-même cette initiative en décidant aussi, souverainement, des mesures importantes d'accompagnement (prérogatives du

« L'Europe a opté pour la voie japonaise.
Cette voie est suicidaire : contrairement au Japon,
dont le secteur privé domestique est le créancier
à 95 % du secteur public, nos dettes nationales
sont majoritairement détenues par des étrangers » »

dents allemands pourrait en outre conduire à une politique favorisant enfin la consommation en Allemagne qui fait tant défaut aux autres membres de la zone depuis l'instauration de la monnaie unique. Les défauts qu'il faudrait encore organiser seraient mieux absorbés qu'en ambiance déflationniste, et les privatisations à réaliser pour réduire encore les dettes et favoriser les recettes futures attiseraient l'intérêt d'un secteur privé

Fonds de stabilité financière européen, périmètre du défaut...), les marchés s'en chargeront, à leur manière et à leur rythme, sans que l'on sache où ils nous mèneront. Dans le premier cas, la baisse de l'euro sera vue comme un atout pour l'Europe. Dans l'autre, comme l'hallali.

(1) Kenneth S. Rogoff et Carmen M. Reinhart : « Cette fois c'est différent, huit siècles de folie financière », Ed. Pearson, 2010