D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Ce que va vraiment faire la BCE

Par [Augustin Landier et David Thesmar](#) | 19/09 | 07:00

En acceptant d'acheter, sans limite, les obligations des Etats en difficulté, la BCE va devenir l'acteur central d'une restructuration inévitable des dettes périphériques.

Officiellement le « quantitative easing », sauce européenne, suit une logique bien différente. Il s'agit d'abord d'envoyer un signal de renouvellement de la doctrine de Francfort, façon Federal Reserve : la BCE new-look est pragmatique et moderne, elle ne recule pas devant le non-conventionnel. Le « quantitative easing » de la Fed consiste à acheter en masse des actifs, afin de faire baisser les taux longs, en espérant encourager la reprise de l'investissement ; il n'a pas donné d'effets très concluants pour l'instant, mais nombre d'économistes pensent qu'il faut essayer. A la différence de la Fed, le geste de la BCE est officiellement motivé par une vision de la crise très populaire chez les élites européennes : dans ses discours, le gouverneur de la BCE affirme que les rachats de dette visent à casser les « *anticipations autoréalisatrices* ». Selon cette analyse très répandue, la spéculation des méchants marchés précipite le sud de l'Europe dans la récession en imposant l'austérité. Rien d'étonnant à ce que politiques, technocrates et euro-dévots adhèrent en masse à cette théorie qui dédouane les Etats et promet de revenir au monde d'hier : par simple volontarisme verbal, on pourrait remettre l'économie dans le « bon équilibre », où les investisseurs sont confiants et l'austérité accessoire. Malheureusement, ce conte de fées se heurte à la perspective brutale d'une stagnation économique durable : avec une croissance potentielle de 1 %, des effacements de dette seront à terme inévitables dans les pays « périphériques ». Les marchés le savent. La BCE aussi !

En transférant les dettes périphériques du secteur privé vers son bilan, elle prépare en réalité discrètement la voie à leur effacement partiel. Celui-ci prendra sans doute la forme d'un allongement des maturités (on donne plus de temps pour payer), sans réduction de valeur faciale pour éviter les problèmes réglementaires liés à une perte en capital. Le passage par le bilan de la BCE est indispensable : le simple effet de l'inflation ne suffirait pas, seul, à éroder suffisamment la dette, car les maturités sont trop courtes pour cela. Enfin, lorsqu'elle détiendra une grande partie de la dette du Sud, la BCE pourra choisir le timing d'un processus de restructuration ordonné, tout en évitant le risque d'une explosion du système financier. En bref, il s'agit de faire comme en Grèce, mais en plus contrôlé. Bien sûr, la BCE rendra ces restructurations progressives et conditionnelles à la bonne gestion des Etats aidés, seul moyen de satisfaire l'Allemagne et de repartir sur un système européen viable.

Il ne faut pas se leurrer, cette solution n'est pas gratuite. Les sommes effacées seront payées par le contribuable européen, sous forme d'un « mix » de financement public et de taxe inflationniste. Les pertes de la banque centrale déprécieront mécaniquement la

valeur de la monnaie. Pour limiter l'impact inflationniste, les Etats de la zone euro pourront en partie recapitaliser la BCE, mais, quel que soit le « mix » choisi, le coût des restructurations des dettes périphériques sera pris en charge par tous les citoyens européens. Un des principaux défauts de ce plan est donc de déresponsabiliser la prise de risque des institutions financières (le fameux « aléa moral ») en limitant fortement leurs pertes. La BCE y voit sans doute un moindre mal tant il est crucial d'éviter un « credit crunch » et une inflammation nouvelle du risque d'explosion d'un système financier qui de toute façon est déjà subventionné.

Cette stratégie est probablement la seule façon de préserver le contour de la zone euro. Mais elle comporte deux risques principaux : une fois les rachats engagés, la BCE risque de perdre tout pouvoir de négociation face aux Etats et de n'être pas en mesure d'imposer les réformes. On retomberait alors dans une impasse politique. L'autre risque concerne la réputation de la BCE : en pratiquant le double discours et l'art du catimini, la BCE pourrait voir sa crédibilité s'évaporer rapidement.

Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics, David Thesmar est professeur à HEC

Share

Écrit par **Augustin Landier**

[Tous ses articles](#)

Écrit par **David Thesmar**

[Tous ses articles](#)

Tous droits réservés - Les Echos 2012