

# La BCE au centre du jeu

## Son rôle, ses marges de manœuvres

Entretien avec Charles Wyplosz\*

**La Banque centrale européenne est au centre de toutes les attentions, et chacun perçoit aujourd'hui que de ses décisions dépendra en grande partie la résolution ou au contraire l'aggravation de la crise actuelle. Mais quelles sont ses réelles marges de manœuvre ? La cible d'inflation, le financement direct des États, les garanties, tous ces instruments doivent être discutés et leur valeur mesurée à l'aune de la rationalité économique et de la faisabilité politique.**

*On sait que la Banque centrale européenne, depuis plus d'un an déjà, intervient sur le marché secondaire pour racheter des obligations d'État. Pourquoi ne pourrait-elle pas le faire sur le marché primaire, c'est-à-dire en les achetant directement aux institutions nationales qui émettent de la dette ?*

C'est une bonne question, et il y a deux réponses différentes. La première est juridique : cela lui est interdit par ses statuts. La seconde est économique, et c'est le fondement de la réponse juridique : en prêtant directement aux États, une banque centrale introduit deux risques. Le premier est la discrétion qui est, et c'est une leçon de l'histoire économique, la mère de toutes les inflations. Le second est que le taux d'intérêt peut être un cadeau au gouvernement qui a émis la dette. C'est pour ces deux raisons qu'on considère qu'il vaut mieux laisser les marchés décider eux-mêmes de la prime de risque qu'ils font payer aux États. D'où, de la part de la BCE, le choix d'intervenir sur le marché secondaire, c'est-à-dire à la lumière du jour. Le problème en ce moment est que cette prime est énorme et que, dans certains pays, elle contribue en elle-même à alourdir la dette publique.

*Peut-on alors imaginer que les banques centrales nationales interviennent, en rachetant les obligations de leurs États respectifs ?*

On retombe sur la même impossibilité, puisque les banques centrales des différents États membres sont techniquement des filiales de la BCE : elles ne peuvent mener aucune opération de type monétaire sans l'aval de la BCE. Et ce qu'on appelle couramment « la BCE » est ici en réalité le Système des banques centrales européennes, qui est dirigé par un Conseil des gouverneurs : les six membres du directoire de la BCE et les 11 gouverneurs des banques centrales des États membres de la zone euro. Or les 17 doivent prendre un point de vue global, sans se préoccuper du sort de leur pays d'origine.

*On entend ici et là l'idée qu'il serait possible de s'en sortir par l'inflation, qui aurait l'avantage d'éroder la valeur de la dette.*

On l'entend, certes, mais on est très loin d'avoir au sein de l'eurozone un consensus politique en faveur de cette solution, qui présente de multiples inconvénients. En temps normal, une banque centrale doit être d'une prudence extrême, pour ne pas créer d'inflation, mais nous vivons une période historique, et l'inflation ne menace pas. Bien au contraire, si la récession que pronostiquent les prévisionnistes se produit, nous ferons face à un risque de déflation. Pour l'instant, donc, le risque inflationniste n'est pas, et ne peut pas être le sujet.

---

\* Charles Wyplosz est professeur d'économie à l'Institut de hautes études internationales et du développement (Genève). Il a été conseiller auprès du gouvernement de la Fédération de Russie entre 1992 et 1998, consultant auprès du FMI, de la Banque mondiale, et du Harvard Institute for International Development. Il est directeur de programme en macro-économie internationale au Centre for Economic Policy Research (CEPR). Il est aussi membre du groupe d'économistes indépendants conseillers auprès du président de la Commission européenne.

Néanmoins, accélérer l'érosion de la dette en usant de l'inflation n'a jamais été considéré sérieusement, en tout cas pas dans la communauté des économistes : on connaît trop le prix et la valeur de la stabilité monétaire, acquise dans la douleur. En revanche, une discussion plus intéressante a eu lieu, relayée notamment par le chef économiste du FMI Olivier Blanchard, à propos de la cible d'inflation à 2% qui pourrait être relevée à 4% *tout en restant dans le cadre de la stabilité monétaire*, j'insiste sur ce point. La crise montre en effet que, dans une situation grave, les marges de manœuvre normales de la politique monétaire (dans le cas de la BCE, monter ou baisser les taux d'intérêt de quelques quarts de points) sont limitées, notamment si l'on veut mener une politique d'expansion – car c'est d'abord par la croissance que l'on résorbera la dette. La baisse des taux d'intérêts peut aider à relancer l'économie, en conduisant les acteurs à préférer dépenser qu'épargner. Mais avec une inflation faible, comme c'est le cas en Europe, la baisse est limitée, et donc la stimulation de la demande qu'on peut obtenir d'une baisse est limitée elle aussi. Si on part d'un total « inflation + coût du crédit » de 4% (2% d'inflation + un taux directeur de 2%), on a moins de marges de manœuvre que si on part d'un total « inflation + coût du crédit » de 6% (4% d'inflation + un taux directeur de 2%). C'était le sens de la proposition du FMI. Et le raisonnement d'Olivier Blanchard consistait, non pas à remettre en cause l'objectif de stabilité des prix qui est en quelque sorte la boussole des banques centrales, mais à se demander si on ne pouvait remplir cet objectif avec un taux d'inflation de 4% et non plus de 2%.

La question se pose en effet. Mais la BCE a choisi d'interpréter sa mission de veiller à la stabilité des prix de façon très restrictive. Alors même que la Bundesbank, dans les années qui ont précédé la création de l'Euro, était en moyenne à 4% ! La cible de 2% est donc contestable, et on pourrait espérer que la BCE évolue sur ce point. Mais on ne peut guère lui demander autre chose, car cela supposerait de changer les traités, ou de s'exposer à un recours devant la Cour de justice des communautés européennes.

*De quels instruments la BCE dispose-t-elle alors aujourd'hui pour surmonter la crise ?*

Tout d'abord, il faut prendre une idée des chiffres en question. Si l'on prend les pays fragilisés au sein de la zone euro, on parle d'un total de 5000 ou 6000 milliards de dette, 4000 si on exclut la dette française. Or le PIB de l'Allemagne, par exemple, n'est que de 2000 milliards d'euros. On est donc à des montants de dette qui fait que personne au monde ne peut financer directement. Le FMI a des capacités de 400 milliards, la Facilité européenne de stabilité financière de 250 milliards. La seule institution qui soit capable de garantir ces dettes, c'est la BCE.

Une banque centrale n'est en effet pas une institution comme une autre. Elle a le pouvoir de pouvoir créer autant de monnaie qu'elle le souhaite. Et sans pour autant qu'elle mette en œuvre cette possibilité, elle peut menacer de le faire. La solution alors est simple : la BCE peut et doit garantir toutes les dettes publiques des pays de la zone euro. La garantie n'a pas besoin d'être totale, car une garantie partielle suffirait.

Imaginons que la BCE déclare garantir les dettes publiques européennes pour la moitié de leur valeur. En d'autres termes, elle s'engage à acheter à moitié prix toutes les dettes qui lui seront présentées. Mais elle n'aura pas à le faire, et ce pour deux raisons. D'abord, parce que sa crédibilité est aussi infinie que ses ressources ; le dire suffira, c'est la beauté des garanties. Ensuite, il n'est pas dans l'intérêt de ceux qui détiennent ces dettes de les vendre à moitié prix. La seule exception, peut-être, concerne la dette grecque qui se vend aujourd'hui à 40% de sa valeur, mais cette décote reflète surtout l'angoisse des marchés financiers, qui s'évaporerait dès que la BCE aura annoncé sa garantie.

Si les marchés paniquent, c'est en effet qu'ils ne voient aucune limite à leurs pertes potentielles. Ils savent qu'ils s'exposent à des pertes, et ils les accepteront pour peu que ces pertes soient mesurables. Autrement dit, il leur faut un prix plancher, et c'est tout l'intérêt d'une garantie, même partielle. Si la BCE offre cette garantie à 50%, le cours de la dette grecque s'établira immédiatement à la moitié de la valeur nominale. La dette italienne s'échangera à, disons, 70% de sa valeur, et ainsi de suite pour les pays en difficulté. Le marché déterminera ce qu'il est

plausible d'espérer. Il ne restera plus aux gouvernements concernés qu'à sauter le pas tant attendu et renégocier leurs dettes publiques avec leurs créanciers. Le montant de la décote sera facile à déterminer, il suffira de se baser sur les cours de marché. Ces négociations prendront du temps, quelques mois sans doute, mais on sera passé d'une situation de crise apparemment sans fin à l'étape suivante, celle de la résolution de la crise.

L'opération ne devrait rien coûter, ou presque à la BCE. Si elle achète des dettes à 50% de leur valeur et que la remise finalement négociée est de moins que 50%, elle fera même un profit. Dans le cas extrême de la Grèce, qui pourrait répudier la moitié de sa dette, l'opération sera blanche. Bien sûr, le montant de la garantie de 50% n'est qu'une illustration. La BCE devra réfléchir soigneusement pour fixer ce montant, et sans doute le négocier à l'avance avec les pays concernés. Mais le caractère partiel de la garantie sera l'élément qui permettra d'amorcer le processus de remise de dettes, le grand tabou de la crise depuis ses débuts.

### *Mais si la BCE refuse ?*

C'est précisément ce qu'elle s'obstine à faire, pour des raisons que j'ai du mal à comprendre mais qui sont assurément politiques ou symboliques, plus qu'économiques. Dans ce cas, on peut suivre l'idée avancée par Daniel Gros et Thomas Mayer, qui ont proposé ce que j'appellerais une « feuille de vigne ». En gros, que la BCE n'intervienne que via la Facilité européenne de stabilité financière, en transformant celle-ci en banque et en lui accordant une garantie illimitée. C'est un peu complexe à construire, car la FESF est un organisme un peu bizarre, sans staff, mais on pourrait parfaitement imaginer d'en faire une boîte à lettres.

Pour le moment, la BCE continue à acheter de la dette sur les marchés secondaires et au lieu de sécuriser les marchés, elle contribue à les déséquilibrer. Les marchés attendent, puis bougent, en une sorte de jeu de chat et de la souris avec la banque centrale pour voir si elle continuera ou pas. Si la situation est aussi anxiogène aujourd'hui, c'est bien parce qu'on utilise des demi-mesures et que les marchés sont en attente d'un cadre plus stable. Il est urgent, croyez-moi, de s'en rendre compte.