

Une intervention massive de la BCE est nécessaire, mais pas suffisante

Quelques leçons de l'expérience britannique

par Sony Kapoor*

Un nombre croissant de commentateurs considèrent qu'une intervention accrue de la BCE pourrait être une solution miracle. Mais ce ne sera pas le cas. Certes, un appui supplémentaire de la BCE pour aider à endiguer la panique dans la crise de l'euro est aujourd'hui indispensable. Mais il est essentiel d'examiner jusqu'à quel point son intervention suffirait à renverser la situation. L'exemple britannique offre quelques points de comparaison dont il faut tirer les leçons.

Réfléchissons un peu. Imaginez que la BCE choisisse d'intervenir massivement, ou accepte de garantir les obligations italiennes ou, disons, espagnoles. Qu'est-ce qui se passera alors ? Idéalement, les coûts d'emprunt pourraient descendre à un niveau plus proche des 3% -4% d'avant la panique. Mais ne nous emballons pas : ce n'est que le meilleur scénario, et il semble aujourd'hui hautement improbable, car le Conseil des gouverneurs de la BCE est divisé et faute de consensus il ne sera sans doute pas disposé à utiliser toute sa puissance de feu. Il est beaucoup plus probable que la BCE accepte de s'engager mais fixe un objectif implicite de 5% ou plus et refuse de prendre un quelconque engagement ouvert. Elle ne sera donc pas en mesure de définir un plancher qui pourrait rassurer le marché sur un horizon suffisamment long.

Mais oublions ces précautions, et imaginons que la BCE intervienne à la manière dont la Banque d'Angleterre a soutenu l'économie britannique, c'est-à-dire par une politique d'assouplissement quantitatif. Où cela nous mène-t-il ? Il est instructif, ici, d'examiner la situation du Royaume-Uni. Le gouvernement britannique est désormais en mesure d'emprunter sur 10 ans à environ 2% seulement, alors même que les taux d'inflation demeurent obstinément beaucoup plus élevés et que les taux d'intérêt réels sont donc négatifs et devraient l'être encore longtemps. Il bénéficie également d'un taux de change flexible qui lui a été très utile dans cette crise. Mais l'économie britannique se porte-t-elle aussi bien ? La croissance est-elle revenue ? La réponse est non.

S'il est vrai que le Royaume Uni n'est pas au bord d'un désastre complet, sa situation n'est guère enviable. Pourtant, le meilleur scénario pour l'Espagne et l'Italie est de parvenir à la situation économique du Royaume-Uni à moyen terme. Ce n'est pas une très bonne nouvelle.

C'en est même une très mauvaise si l'on considère qu'en réalité, l'Italie et l'Espagne continueront à rencontrer des problèmes supplémentaires, au-delà de ceux qui affectent le Royaume-Uni. Même dans le scénario d'intervention massive de la BCE, les coûts d'emprunt espagnol et l'italien ne seront pas ramenés au niveau des taux dont bénéficie l'État britannique. Pas plus qu'ils ne pourront bénéficier d'ajustements économiques grâce à des taux de change flexibles. Enfin, et c'est tout aussi important, d'autres interventions de la BCE sont susceptibles d'être conditionnées à une austérité beaucoup plus stricte dans le court terme, qui devrait sûrement mettre en récession les pays ainsi renfloués.

Pour mettre les choses en perspective, en pourcentage du PIB, l'intervention de la BCE sur les marchés obligataires souverains représente à peine un dixième de ce que la Banque d'Angleterre a fait pour le Royaume-Uni. Tout ce que la BCE pourra faire d'autre, c'est d'endiguer la panique immédiate et d'acheter, pendant un, deux ou trois ans, la dette des emprunteurs souverains en difficulté.

Au-delà, l'UE a désespérément besoin de croissance et donc d'une stratégie de croissance, dans laquelle l'intervention de la BCE devra s'inscrire. Pour être capable de la définir l'UE doit s'affronter aux grandes lacunes structurelles et institutionnelles de la construction de la zone euro.

* Ancien banquier d'investissement et conseiller auprès du Parlement européen, Sony Kapoor est directeur général du think tank international Re-Define (<http://www.re-define.org/>), basé à Londres, qui a publié une première version de ce texte, en anglais. Il a été parmi les tout premiers, début 2010, à plaider pour une intervention de la BCE sur les marchés obligataires.