



PLATINIUM

Flash Stratégie mai 2016

Tensions sur la BCE : une conséquence inattendue des taux d'intérêt négatifs

« La BCE a un pouvoir énorme non contrôlé »
Wolfgang Schäuble

Paris, le 19 mai 2016

Au début de la mise en place de l'Euro, l'autorité de l'Allemagne s'imposait comme étant celle du pays le plus performant des années 70/80, notamment en termes de politique monétaire. A la suite de la restructuration de 2007 mise en place par le chancelier Schroeder, l'Allemagne s'est de nouveau imposée comme exemple pour régler au niveau de la zone européenne les effets de la crise financière de 2008.

Depuis 2015 et la mise en place d'une politique de Quantitative Easing (QE) européenne, les pays latins semblent avoir mis fin à cette domination allemande. Ces derniers temps l'Allemagne a semblé montrer son exaspération lorsque le Ministre des Finances allemand et la Chancelière ont interpellé le président de la BCE en le convoquant afin de venir expliquer sa politique monétaire devant le parlement allemand.

M. W. Schäuble en a-t-il le droit ? Quelle justification fondamentale donner à son intervention ? Les divergences entre M. Draghi et M. Schäuble menacent-elles l'Euro ? Quel impact pour l'épargnant ? Autant de questions auxquelles il faut répondre pour s'assurer de la poursuite du bon fonctionnement de la zone euro et en corolaire le maintien de la monnaie unique.



Est-ce que M. Schäuble a franchi les limites du droit défini lors du traité de Maastricht ?

L'indépendance de la Banque Centrale Européenne (BCE) est un dogme.

L'article 282/3 du traité de Maastricht implique que la politique monétaire de la BCE ne peut pas être remise en cause par les différents Etats membres. En son temps Jean-Claude Trichet a su résister aux pressions exercées par les Etats membres qui exigeaient une baisse des taux afin de contribuer à la relance économique en Europe.

M. W. Schäuble semble avoir récemment outrepassé ses pouvoirs en critiquant ouvertement la politique de la Banque Centrale Européenne et en formulant une sorte de convocation devant le Parlement allemand. Le Parlement européen est le seul organisme politique habilité à recevoir les comptes rendus des décisions de la BCE.

M. Jens Weidmann gouverneur de la Bundesbank a lui-même fustigé le ministre des finances allemand pour avoir porté atteinte à l'indépendance de la Banque Centrale Européenne. Il s'agit en effet d'une des bases essentielles du fonctionnement de l'Euro, comme l'indépendance de la Bundesbank (Buba) a été, avant la création de l'Euro, le garant de la bonne gestion du Deutsche Mark.

Pour autant, malgré les critiques instantanées, quasiment unanimes, de la prise de position de W. Schäuble, **il n'est pas isolé.**

Paradoxalement, J. Weidmann, lui-même, a rappelé ses positions sur les politiques monétaires trop accommodantes prolongées trop longtemps.

Selon M J. Weidmann « *plus une politique monétaire accommodante se prolonge, plus ses effets s'amenuisent* » ou encore « *plus une politique monétaire accommodante est accélérée, plus les effets secondaires augmentent* ».

Plus tard, la chancelière A. Merkel, elle-même, a pris position contre la politique de taux négatifs de la BCE lors d'une intervention devant la Fédération des Caisses d'Epargne. Ainsi, si les limites ont été franchies dans la forme, au fond, les soutiens sont de poids.

D'où le piège tendu à M. Draghi de venir défendre sa politique devant le parlement allemand cet automne. Un piège qui sera sans doute évité mais qui n'empêche pas M. Schäuble d'avoir mis en évidence les contradictions entre la politique monétaire expansionniste de M. Draghi pour combattre les effets négatifs de la crise de 2008 et la politique de rigueur, fondatrice de l'Euro.



Une politique monétaire de l'Euro désormais à l'opposé de celle qui était à la base de la gestion du Deutsche Mark puis de l'Euro.

L'ancien secrétaire au Trésor américain de la présidence Clinton, Robert Rubin, par ailleurs ex coprésident de Goldman Sachs, avait donné son avis sur l'Euro en expliquant que, contrairement au dollar, qui permettait des déplacements de populations vers les zones offrant le plus d'emplois grâce à la mobilité des demandeurs d'emploi et à l'unité de la langue, l'Euro ne pouvait s'appuyer sur de tels ajustements, notamment la langue. En s'exprimant ainsi, il s'inspirait des travaux de Mundell sur la Zone Monétaire Optimale.

La construction de l'Euro a donc cherché à **compenser les handicaps de la langue et de la mobilité**, en imposant **l'uniformité des comportements** calqués sur ceux de **l'Allemagne**. De ce point de vue, **le montage de l'Euro** a été un **succès**. Après un début difficile entre la date de sa création et la réces-

sion américaine de 2001 puis la récession européenne de 2002, l'Euro s'est en effet redressé pour s'installer **durablement au-dessus du dollar**. Ni la crise financière de 2008, ni la faillite de fait de certains pays comme la Grèce, n'ont empêché l'Euro de se comporter comme un quasi Deutsche Mark (DM) en maintenant une parité autour de 1.3 dollars pour un euro.

En effet toute la politique allemande suivant les années d'après-guerre a été basée sur la volonté de maintenir un **Deutsche Mark (DM) fort**, disciplinant le **processus de production**. C'est ainsi que le change DM/Dollar a été multiplié par 3 entre les années 60 et la naissance de l'Euro en 1999 n'empêchant pas **la balance commerciale allemande** de cumuler des excédents tout au long de la période.

Graphes : Evolution du cours EURUSD depuis la création de l'Euro (01/01/1999)



L'intervention du ministre des finances allemand se situe dans un contexte qui a beaucoup évolué depuis la mise en place de l'Euro.

Aujourd'hui M. Draghi se trouve chargé de relancer la croissance en Europe, car le soutien de l'économie est une des composantes de sa politique qui vise à retrouver un taux d'inflation de 2% et donc éviter la déflation.

C'est l'entrée de la BCE dans la politique monétaire non conventionnelle (QE) au moment où prenait forme le resserrement annoncé de la politique

monétaire de la FED, qui a conduit au **renversement de tendance entre Euro et Dollar** avec une chute de quelque 15 % de la monnaie européenne par rapport au dollar.

Le QE marque un changement radical de comportement de la BCE qui s'émancipe de l'influence allemande en mettant en place une politique envers laquelle les autorités allemandes ont fait part de leur hostilité.

L'élargissement du QE annoncé début 2016 a fait déborder le vase des « frustrations allemandes ». Le nou-

vel assouplissement monétaire n'a pas altéré le comportement de l'Euro mais le creusement des **taux négatifs**, qui ont accompagné l'extension du QE de 2016, a justifié le déclenchement des hostilités entre le Ministre des Finances allemand et la BCE.

Ici la raison de l'intervention du ministre des finances n'est pas le non-respect de certains principes fondateurs de la zone euro mais le **cumul de résultats**

négatifs déclenchés par la politique d'expansion monétaire **tardive** de M. Draghi. Ce dernier intervient trop tard, au moment où les **taux des marchés étaient déjà très bas** (et qu'une nouvelle baisse des taux directeurs pouvaient les envoyer en **territoire négatif**) et au moment où les **taux directeurs** ont eux-mêmes été **abaissés**.

La Banque Centrale Européenne conserve son indépendance, mais elle ne peut éviter les critiques concernant sa gestion.

A la suite des incidents entre M. Schäuble et M. Draghi, personne n'avoue mettre en cause l'indépendance de la BCE. Selon la chancelière Mme Merkel, il s'agit uniquement de demander des explications sur les taux négatifs et leurs conséquences.

Dans la pratique, aucune action n'est envisageable ni contre M. Draghi, en place jusqu'en novembre 2019, ni contre son groupe de gouverneurs. Mais derrière ces manœuvres a priori sans issue, se pose la question fondamentale de l'efficacité des mesures prises par la BCE contre la déflation de l'économie européenne, objectif avoué de la BCE.

Il serait souhaitable que la BCE qui semble suivre l'exemple japonais réussisse à convaincre ses mandants qu'elle maîtrise les conséquences de sa politique mieux que les japonais. **L'exemple du Japon est particulièrement inquiétant.** Le pays s'est **entêté à inonder l'économie de liquidités sans obtenir le moindre succès** contre la déflation. La déflation japonaise de 2013 est toujours présente en mars 2016, 3 ans après le lancement du dernier QE.

L'exemple de politique de QE des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne ne semble guère convaincant mais au

moins les autorités monétaires de ces pays ont affiché leur volonté de sortir de la politique des QE.

En **Zone Euro**, le point d'orgue de la discorde est essentiellement lié aux **taux négatifs** que ceux-ci soient de la responsabilité de M. Draghi (le plus probable) ou qu'il les ait subis.

Il est clair en effet que les taux négatifs résultent d'une offre excessive de monnaie, décidée par M. Draghi. Cette offre est excessive et mal distribuée, de sorte qu'elle pousse les détenteurs de monnaie (principalement les banques) à acheter les actifs les plus sûrs, notamment les emprunts d'Etat, à des rendements proches de 0 voire à payer pour stocker dans les banques ces mêmes actifs (taux dits négatifs) au lieu de mettre en place de nouveaux prêts. Ce type de comportement pousse aussi les investisseurs à **surévaluer les actifs risqués** : la prime de risque ne rémunère plus le risque ce qui peut mener à une volatilité excessive ou un krach.

La BCE cherche à intégrer les taux négatifs dans sa panoplie sans parvenir à convaincre qu'elle est capable d'obtenir de résultats significatifs sur son objectif affiché (remontée du taux d'inflation) ou sur ses objectifs non affichés (taux de change ou taux de croissance).



L'étape suivante : le découragement de l'épargne.

Rappelons que toutes les politiques monétaires mises en place ces dernières années, l'ont été sur la base du modèle japonais dont l'échec est aujourd'hui évident.

Le modèle japonais repousse sans arrêt les limites des instruments non conventionnels de gestion monétaire : tout d'abord le QE, puis l'extension du QE, puis la mise en place des taux 0 et enfin la mise en place des taux négatifs. Ces derniers **pénalisent déjà les banques et les compagnies d'assurance-vie** et, à terme, ils devraient pénaliser directement les épargnants situés en bout de chaîne.

La **BCE est en ligne de mire** des attaques car elle est la dernière à appliquer un processus de gestion monétaire qui a déjà échoué à plusieurs reprises. Comme tous les pays qui ont échoué, notamment le Japon, elle élargit la base de ses interventions et **encourage les taux négatifs**. Pourquoi ne pas **aller jusqu'au bout en émettant des emprunts à taux négatifs comme l'ont fait les japonais ?**

M. Schaüble est monté au créneau pour défendre les intérêts des épargnants allemands en accusant la BCE de les spolier en les privant de rendement. Au-delà,

tous les épargnants se trouvent dans le même cas, même s'ils sont moins pénalisés par les taux que les épargnants allemands. Là se situe la frontière entre les intérêts des mandants de la banque centrale et l'indépendance de cette dernière. **Il semble clair aujourd'hui que la Banque Centrale Européenne** qui s'est focalisée sur le retour vers un taux d'inflation de 2 % **a négligé les intérêts des épargnants.**

Selon une étude de la Deutsche Bank, **les avoirs des épargnants sont menacés de prélèvements sur comptes courants ou d'une taxation de ces avoirs**, les banques refusant de porter seules l'impact des taux négatifs. Certes, comme au Danemark, les emprunts hypothécaires pourraient bénéficier de réduction de montant de certaines échéances mais globalement les impacts négatifs l'emportent.

Reste à franchir le pas, ce qui ne paraît pas impossible : les épargnants japonais sont prêts à être ponctionnés sur leur encours d'épargne à cause des taux négatif.



Conclusion : L'indépendance n'autorise pas les erreurs de gestion.

Clairement la BCE avait le droit d'utiliser son statut d'indépendance pour pratiquer sa politique monétaire. Malheureusement pour elle, cette politique est contraire aux principes fondateurs de l'Euro. De surcroît elle semble vouée à l'échec dans son objectif de reflation (à l'image de l'échec japonais) tout en mettant à mal l'épargne dont l'économie européenne pourrait avoir besoin pour conforter la conjoncture actuelle encore très faible.

M. Draghi pourrait bien un jour payer les pots cassés d'une politique qu'il avait bien maîtrisée entre 2012 et 2015, mais très mal adaptée en 2015/2016. La BCE elle-même pourrait se voir encadrée dans ses fonctions et ses objectifs.

Les banques centrales peuvent bien mettre en avant leur principal succès : la maîtrise de l'inflation au cours des années 80. Elles n'ont pas su prévenir la crise bancaire de 2008 ni trouver des solutions pour rétablir les fondamentaux de l'économie. L'attitude de M. Schäuble ne traduit pas un simple état d'âme, elle traduit un malaise devant le fonctionnement de la BCE.

Pour justifier son indépendance, la BCE doit rester dans ses attributions et peut-être, à l'avenir, opérer sous contrôle comme semble le suggérer M. Schäuble qui vient de déclarer « *la Banque Centrale Européenne a un pouvoir énorme non contrôlé* ».

La confrontation Draghi-Schäuble ouvre sans doute une période de crise pour la BCE, sauf si Jens Weidmann réussit à trouver le terrain d'entente (les réformes de structures ?) compatible avec la politique expansionniste de la BCE et la rigueur du ministre des finances allemand.

Que retenir ?

M W.Schäuble n'est pas seul à affronter la BCE.

Les principes fondateurs de l'Euro s'opposent au comportement actuel de la BCE.

L'exemple du Japon ne semble pas perçu comme un échec dramatique.

La pénalisation de l'épargne des particuliers sera la dure sanction résultant d'une gestion aléatoire de la politique monétaire.

Au-delà de l'incident, la remise en cause possible du statut de la BCE



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement