

Le journal du jour



LIVRET D'ÉPARGNE MONABANQ.
PROFITEZ-EN VITE!



Les Echos

Editoriaux Favilla Analyses de la rédaction Chroniques Blogs En vue Le Crible Points de v

BLOGS MARKET-MAKERS

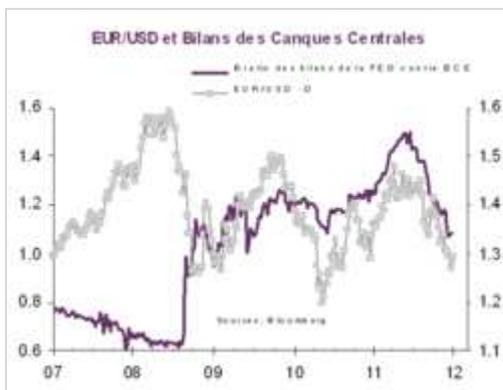
Tweeter 6

Share 3

0

19/01/2012 | 19:27 | Evariste Lefevre | Lu 782 fois

La BCE, l'inflation et le contribuable



L'un des graphiques préférés des opérateurs en ce moment compare le taux de change euro/dollar à l'évolution relative des bilans de la Réserve fédérale (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE). Comme on peut le voir, la faiblesse récente de l'euro (même s'il s'est plutôt bien repris ces derniers jours) s'expliquerait par le soit-disant *quantitative easing* ou la politique d'injection de liquidité de la BCE.

Il faut toutefois souligner que les politiques ne sont vraiment mêmes :

La Fed a acheté massivement des bons du Trésor (elle a initialement aussi accumulé des obligations foncières – *Mortgage backed securities*) pour exercer une pression baissière sur les taux d'intérêt et tenter ainsi de soutenir l'activité économique. L'encours de emprunts d'Etat au bilan de la Fed s'élève aujourd'hui à 1.653 milliards de dollars soit 56% du total.

La BCE a combiné deux approches :

La première a consisté à « rétablir le canal de transmission de la politique monétaire » en achetant les dettes des pays périphériques en difficulté à l'aide de son programme d'achat de titres (SMP). Il s'agit d'un prétexte pour éviter la contagion de la crise souveraine. Les achats cumulés au titre du SMP s'élèvent

aujourd'hui à 217 milliards d'euro soit environ 8% de son bilan.

Le journal du jour

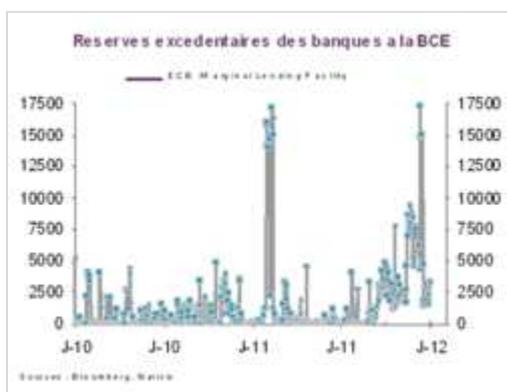


La seconde a consisté à fournir de la liquidité aux banques : une limite de montant, pour une durée de trois ans, à un taux de 0%. Cette liquidité est fournie en échange de titres ou d'obligations adossées à des crédits moyennant une décote qui reflète le risque de crédit. L'opération de refinancement à long terme (LTRO) de décembre a mis un terme au risque de liquidité qui pesait sur les banques européennes : les 489 milliards d'euros ainsi récoltés couvrent le tiers de leurs besoins de refinancement de 2012. Le LTRO du 29 février assurera le solde.

Tout ceci s'est accompagné d'une hausse drastique du bilan de la BCE (de 2.000 milliards d'euros en 2004 à 2.676 aujourd'hui) suscitant des cris d'orfraies tant en interne (en particulier le président de la BCE, Jean-Claude Trichet) qu'en externe. Deux risques sont communément avancés : l'inflation et l'éventuelle recapitalisation de la BCE en cas de perte sur ces actifs (il est vrai que si tant la BCE que la Fed sont exposées au risque de moins-values si les rendements obligataires remontent, se greffe aussi pour la BCE un risque de crédit en cas de défaut souverain et/ou sur les actifs privés détenus, malgré la décote).

Inflation

Il existe au moins trois raisons pour lesquelles le lien entre la taille des bilans des banques centrales et l'inflation n'est pas automatique.



1/ Le multiplicateur de crédit. Lorsque la banque centrale augmente la taille de son bilan, elle augmente soit le nombre de billets en circulation soit les réserves excédentaires des banques. Seules ces dernières ont augmenté récemment, et de manière très spectaculaire. Le crédit est en revanche en berne. Or, ce sont les crédits qui font les dépôts, qui eux-mêmes stimulent la consommation ou l'investissement. Tant que ce canal est bloqué et que les banques réduisent leurs bilans pour pouvoir faire face aux exigences de fonds propres de Bâle II de l'Agence bancaire européenne, l'inflation n'est pas un risque.

2/ Depuis que deux économistes ont parlé de « déplaisante arithmétique » (Sargent et Wallace en 1981), il est communément accepté qu'un déficit public, une fois devenu insoutenable, finit par être financé par la banque centrale et génère de l'inflation. On pourrait considérer que la BCE finance le déficit public via les SMP (ou indirectement par les banques, qui emprunteraient à la BCE pour acheter des dettes souveraines). Il est difficile de connaître les montants engagés dans ces fameuses stratégies de portage mais ils sont probablement limités : toute moins-value pèserait sur les fonds propres ; les actionnaires sont probablement réticents à voir les banques accroître leurs expositions souveraines...). Pour qu'une telle opération soit inflationniste il faudrait par ailleurs qu'elle finance des dépenses publiques en hausse ; or la tendance est à la contraction budgétaire dans toute la zone euro...

Le journal du jour

3/ L'autre risque est celui de la sortie des politiques non conventionnelles. Le risque serait que la Banque centrale soit dépassée par les événements en cas de reprise. Qu'elle n'arrive pas à éponger l'excès de liquidité et que la reprise s'accompagne d'une forte inflation. En premier lieu, si la banque centrale devait réduire son bilan au préalable, le risque serait grand qu'elle tue la croissance car la vente massive d'obligations souveraines entraînerait une violente hausse des taux d'intérêt. En second lieu, il faut bien comprendre que le niveau des taux directeurs d'une banque centrale est indépendant de la taille de son bilan. S'il faut relever les taux, ils seront relevés. Quant à l'excès de liquidité, il peut être épongé non pas par une réduction violente de l'actif mais par une extension du passif à savoir l'émission de dette à court terme – le temps que les titres souverains détenus au titre de la politique non conventionnelle arrivent à échéance.

Si le risque d'inflation ne doit pas être surestimé à court comme à moyen terme, qu'en est-il de celui de recapitalisation ?

Recapitalisation

Les politiques non conventionnelles sont souvent qualifiées de quasi-fiscales car elles pourraient, pour plupart, être mises en œuvre par les gouvernements. Ce terme peut aussi laisser entendre que leur écart pourrait avoir un coût fiscal, celui de la recapitalisation. La hausse du capital de la BCE en décembre 2011 était à cet égard motivée par « la hausse de la volatilité sur le marché des changes, des taux d'intérêt et le prix de l'or ainsi que celle du risque de crédit ».

Toutefois, la BCE n'est pas une banque comme les autres. La BCE n'est pas une banque commerciale n'a pas de contrainte de capital, elle ne s'expose pas au risque de liquidité car la monnaie qu'elle émet est au cours légal (le seul moyen de paiement accepté). Elle peut afficher un capital négatif dans ses comptes sans pour autant mettre en péril sa capacité d'action et l'usage de ses outils traditionnels de pilotage de politique monétaire.

La BCE a peut-être décidé de s'appliquer les critères de bonne gestion du secteur privé. Dans les faits, elle peut absorber des pertes sans contrarier son objectif d'inflation ni devoir recourir à l'argent du contribuable. A l'heure où le secteur privé devrait supporter une décote de plus de 60% sur la dette grecque et où l'économie de la zone euro entre en récession, on ne peut faire fi du risque de crédit. Mais au-delà des précautions déjà prises – la BCE ne participe pas au PSI et a imposé des décotes massives sur les titres risqués pris en pension dans le cadre des LTROs – rien ne lui interdit d'afficher temporairement un capital négatif.

A plus long terme bien sûr, sa crédibilité reposera sur une base capitaliste solide. Mais les banques centrales ont les moyens de faire du profit. C'est le Seigneuriage. Ce n'est pas moi qui le dit **c'est un banquier central**.

Conclusion

L'inflation n'est pas un risque. Les pertes potentielles de la banque centrale ne sont pas un problème car

capital négatif est possible.

Le journal du jour

A court terme la récession est là mais les avancées, bien que timides, sur le PSI grec et l'harmonisation fiscale européenne, couplées à la disparition du risque de refinancement des banques, laissent supposer un avenir plus rose pour la zone euro, surtout si on considère que l'inflation et la recapitalisation de la BCE sont des risques mineurs.

EVARISTE LEFEUVRE

Réagir à cet article

Tweeter 6

Share 3

0

◀ Billet précédent | Accueil

PLAN DU SITE

ECONOMIE ET POLITIQUE

Economie France
Politique
Régions
Monde
Presse étrangère
Infos générales
Quiz actualité
Diaporama
Dossiers

ENTREPRISES ET SECTEURS

Sociétés citées
Air Défense
Auto Transport
Energie/Environnement
Tech-Médias
Services Distribution
Finance Marchés
Grande consommation
Industrie lourde

BOURSE

Espace perso
Paris
Analyse de la séance
Analyses et conseils
Palmarès financiers
Places étrangères
Matières premières
Chiffres clés
Sicav - FCP
Recherche valeur

MANAGEMENT

Le carnet
Recruter
Former
Motiver
Diriger
Coaching
Stratégies
La question du dirigeant PWC

LES ECHOS ENTREPRENEUR

L'actualité
Portraits
Tendances
Modèles gratuits
Annuaire des experts
Librairie

BILANS GRATUITS

ENTREPRENDRE EN FRANCHISE

FI
PI
Ir
Ri
Ir
B
L
P
C
C



Investir
Enjeux-Les Echos
Capital Finance
Salon des Entrepreneurs
Les Echos de la Franchise
L'Institut Les Echos

Connaissance des Arts
La Fugue
Conférences
Série limitée
Les Echos Débats
LeCrible.fr

Radio Cla
Les Echos
Les Echos
Bilansgrat
Eurostaf
Publicité

Conformément à la loi Informatique et Liberté n°78 -17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés, nous informons les utilisateurs de notre site de leurs droits, notamment de leur droit d'accès et de rectification sur ces données nominatives. Nous nous engageons à garantir la confidentialité de ces informations et notamment empêcher qu'elles ne soient déformées, endommagées