

Le "QE" de la BCE est-il efficace ?

23/09/2016

18 mois après son lancement, un bilan s'impose pour la politique de rachats d'actifs de la BCE. Est-elle aussi efficace que le prétend Mario Draghi ? Tour d'horizon de ses effets, de ses manques et de ses risques.

Voici un peu plus de dix-huit mois que la BCE a effectivement lancé sa politique non conventionnelle de rachats de titres, souvent résumée sous l'acronyme anglais « QE » (« Quantitative Easing »). Ce terme d'un an et demi est souvent évoqué par les spécialistes des banques centrales comme le « délai naturel » permettant de juger l'impact d'une politique monétaire. C'est donc le moment d'un bilan. Un bilan qui s'impose d'autant plus que l'idée d'un échec de cette politique semble de plus en plus s'imposer dans l'esprit des économistes et des opérateurs de marché. A l'inverse, Mario Draghi et les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE affirment, eux, que « *la politique menée marche* ». La réponse à cette question de l'efficacité est donc essentielle, car elle détermine en partie la poursuite, voire l'approfondissement, de cette politique.

Effets difficile à isoler

Qu'en est-il exactement ? La réponse est évidemment délicate à formuler. Des éléments extérieurs au « QE » peuvent en effet jouer dans les décisions des agents économiques et venir ralentir ou accélérer des phénomènes initiés par la BCE. « *La BCE ne maîtrise pas le prix du pétrole qui pèse sur l'inflation* », rappelle ainsi Frederik Ducrozet, économiste chez Pictet, qui souligne, par ailleurs, que « *certaines mesures, comme les taux négatifs peuvent avoir des effets contre-productifs, et leur effet combiné peut différer de la somme des effets de chaque mesure prise individuellement* ».

Ce que vise le QE

Néanmoins, pour bien juger de cette politique monétaire, il faut d'abord en rappeler le fonctionnement. La BCE s'est lancée dans une politique de rachats de titres, associée à l'introduction de taux de dépôts négatifs, pour faire baisser les taux d'intérêts dans l'économie et pour unifier ces taux dans la zone euro. Le « QE » et les taux négatifs sont des moyens de faire baisser le taux de financement de l'économie, lorsque l'outil du taux principal de refinancement - outil traditionnel de la politique monétaire - est épuisé.

C'est ce qui s'est passé fin 2013 lorsque la baisse des prix a rendu évident le risque déflationniste et que la BCE a ramené à 0,25 % son taux de refinancement. A ce

niveau, ce taux n'a plus vraiment d'impact sur le financement de l'économie. Son abaissement jusqu'en mars dernier à 0 % n'a pas été un véritable enjeu. Il faut donc passer à d'autres politiques, incluant taux négatifs (lancés en juin 2014) et rachats de titres (dès mars 2015) pour espérer abaisser les taux sur les marchés et, partant, les taux demandés aux agents économiques. Pouvant s'endetter à moindre coût, ces derniers sont tentés de dépenser et d'investir, ce qui contribue à exercer une pression de la demande sur les prix et donc à dynamiser l'inflation.

Baisse des taux d'intérêts

Le premier critère de jugement de la politique de la BCE est donc les taux de l'économie réelle de la zone euro. De ce point de vue, le pari de Mario Draghi semble gagné. Si l'on compare le coût de financement des entreprises en zone euro, on remarque un affaïssement net des taux demandés. Le premier signe du QE de la BCE a eu lieu en juin 2014, lorsque Mario Draghi a introduit les taux négatifs de dépôts et laissé entendre qu'il pourrait aller plus loin. En mars 2014, le taux moyen demandé aux entreprises était de 3,01 %. Un an plus tard, alors que la BCE commence sa politique de rachat de titres, il est de 2,37 %. En mars 2016, lorsque la BCE accélère ses rachats de 20 milliards d'euros par an et annonce des rachats de titres privés, il est de 2,05 %. En juillet 2016, il est tombé à 1,90 %. Pour les ménages, l'évolution est la même. En mars 2014, le taux demandé était de 3 %, il était de 2,29 % en mars 2015, de 2,11 % en mars 2016 et de 1,92 % en juillet dernier.

Dans les deux cas, le QE peut donc revendiquer une baisse notable des taux d'intérêts demandés qui atteignent désormais un niveau historiquement bas. On notera que l'ampleur de la baisse est générale et concerne aussi bien les taux de petite taille que de grande taille, les taux de court terme que de long terme, les taux à la consommation et les taux immobiliers. Certes, les taux ont commencé à baisser bien avant cette politique : dès janvier 2012 pour les prêts aux entreprises et dès août 2011 pour les prêts aux ménages. Cela correspond à une baisse de la demande de crédit qui a conduit à une baisse des taux. Le QE a conduit à une poursuite de cette baisse, alors que la demande se raffermissait progressivement (mais modestement).

Reprise de la croissance de la distribution de crédit

La distribution de crédit a repris un rythme de croissance en mars 2015 pour les ménages et septembre 2015 pour les entreprises. Mais, dans les deux cas, on reste à des niveaux de croissance assez faible. Les prêts aux entreprises ont progressé

sur un an de 1,9 % en juillet 2016, ce qui est du jamais vu depuis août 2011, mais ce qui correspond aussi au rythme de croissance le plus bas après la crise de 2008-2009. Pour les ménages, la croissance est de 1,8 %, ce qui, là encore est du jamais vu depuis avril 2011 mais qui correspond au niveau de septembre 2009. Dans les deux cas, le niveau atteint est donc historiquement faible. Avec de tels niveaux, les taux ne peuvent être très élevés, mais on peut considérer qu'ils auraient dû se stabiliser, ce qui aurait réduit la croissance de la distribution de crédits. L'effet du QE s'identifie donc bien ici : il permet la baisse du prix de l'argent, alors même que les crédits sont plus nombreux. La hausse de la demande ne conduit donc pas à une hausse du prix du crédit. Cet effet de déviation pourrait s'expliquer par le QE.

Frederik Ducrozet estime cependant que la reprise du crédit avec des taux faibles s'expliquent bien davantage par les taux négatifs et par les opérations de refinancement long terme de la BCE (TLTRO et TLTRO II) que par la politique de rachat. Cette opinion est renforcée par l'accélération conjointe de la baisse des taux et de la distribution de crédits en zone euro entre mars et juillet 2016, lorsque le taux de dépôt est abaissé à -0,4 % et que le TLTRO - opération de refinancement qui « subventionne » les prêts aux PME. Pour les taux aux entreprises, on remarque une baisse du taux demandé de 15 points de base (0,15 point de pourcentage) qui représente la moitié de la baisse enregistrée entre mars 2015 et mars 2016 (32 points de base). Le tout avec une accélération de la croissance des crédits de 1,1 % à 1,9 %.

Plus de prise de risques ?

Un autre critère concerne le risque. Un des éléments clés de la réussite du QE est que les investisseurs doivent vendre leurs actifs sûrs à la BCE pour investir dans des actifs plus risqués. Ce transfert est destiné à permettre une reprise de l'investissement en zone euro, et notamment d'un investissement qui dépasse le seul renouvellement de l'existant ou des projets et entreprises relativement sûres. Ce rééquilibrage est difficile à quantifier, mais Frederik Ducrozet estime que le pari est aussi « réussi » dans ce domaine. « *On peut constater un effet confiance sur le prix des actifs risqués, et cela n'était pas acquis d'avance* », explique-t-il. On peut constater que la distribution de prêts de plus de 5 ans aux entreprises a progressé de 1,7 % en juillet 2016 sur un an, alors qu'elle avait connu une contraction entre août 2012 et juillet 2015.

Cette progression reste cependant inférieure à celle de l'ensemble des prêts aux entreprises. Le succès du QE est, ici, encore limité. Pour preuve : sur le plan macro-économique, on constate que la progression de l'investissement a été au deuxième

trimestre 2016 de 0,4 % sur un an, soit un rythme équivalent à celui du premier trimestre et un rythme inférieur à ceux des deux trimestres précédents (0,6 % et 0,7 % respectivement). Autrement dit, l'effet positif du QE sur les taux et la distribution de crédits aux entreprises n'a pas conduit à dynamiser l'investissement qui, au contraire, se situe plutôt dans une phase de ralentissement en zone euro.

Plus de croissance ?

La traduction macro-économique du QE est, du reste, le grand problème de la BCE. Pourtant, l'effet ne serait pas neutre. Même si l'investissement ralentit actuellement, il a beaucoup progressé en 2015 et est sorti d'une phase de contraction. La distribution des prêts à la consommation des ménages sont en nette progression depuis le lancement officiel du QE. En contraction annuelle de 0,2 % en mars 2015, ils ont progressé de 3,3 % en juillet 2016. Ceci a sans doute soutenu le premier moteur de la croissance de la zone euro, la consommation des ménages. En tout, Frederik Ducrozet estime que le QE depuis mars 2015 a apporté l'équivalent de 100 milliards d'euros à la croissance européenne, soit un point de PIB en dix-huit mois, une estimation qu'il partage avec Mario Draghi lui-même. Compte tenu de la faiblesse de la croissance de la zone euro (2 % en 2015), l'effet n'est pas négligeable. Mais il ne saurait être non plus suffisant compte tenu de la fragilité du modèle de croissance de l'union monétaire. Du reste, malgré le QE, la croissance a ralenti au deuxième trimestre 2016 et devrait aussi ralentir sur l'ensemble de l'année 2016.

La déflation évitée

L'élément clé reste celui de l'inflation qui, rappelons-le, est le seul objectif avoué et officiel de la BCE. Or, « *sur le plan des anticipations d'inflation, cette politique ne marche pas* », admet Frederik Ducrozet avant de préciser qu'il faut y regarder de plus près. Certes, les anticipations ne rejoignent pas les 2 % comme le voudrait Mario Draghi. Certes, le taux d'inflation reste très bas, aux environs de 0 % (0,2 % en août 2016). Certes, le taux d'inflation sous-jacent, indépendant des variations du prix de l'énergie, demeurent trop faible, sous les 1 %. Mais, selon la BCE, le QE aurait permis d'ajouter en deux ans 150 points de base à l'inflation (1,5 %). Sans QE, affirme-t-on à Francfort, l'inflation en zone euro eût été de -0,8 % en 2015, et non de 0,1 %. Or, dans un contexte de baisse des prix persistante, le risque d'une spirale déflationniste aurait été très élevé. Ce risque d'un ajustement des salaires et d'un délai des décisions de dépenses aurait pu jeter la zone euro dans une crise majeure. Ceci semble avoir été évité, pour le moment, grâce au QE.

Le QE ne peut combler le manque d'investissements

Mais si le « QE » est un pare-feu, une question se pose immédiatement. Est-il capable de dynamiser encore l'économie ? La réponse semble négative. Certes, la distribution de crédit s'est accélérée, mais les croissances de l'investissement et la consommation ont ralenti au deuxième trimestre et, semble-t-il, au troisième.

L'impact macroéconomique du QE semble s'émousser alors que l'économie de la zone euro est soumise à deux éléments négatifs : un moteur externe toujours aussi faible et une consommation qui ne bénéficie plus autant de l'effet d'aubaine de la chute des prix de l'énergie.

Si le QE a permis à la distribution de crédit de retrouver la croissance, on a déjà remarqué que le niveau de cette distribution est faible. Pour prendre conscience de cette faiblesse, on peut remarquer que le stock de crédit aux entreprises en zone euro reste en juillet 2016, à 4.300 milliards d'euros, inférieur de 440 milliards d'euros à son niveau d'août 2010 et de 620 milliards d'euros à son niveau record de février 2009. Depuis mars 2015, ce stock n'a progressé que de 30 milliards d'euros. Cette situation traduit le déficit d'investissement de la zone euro depuis 2010.

L'effet est moins négatif pour les particuliers où le stock de crédit a atteint un niveau record de 5.690 milliards d'euros, soit 130 milliards d'euros de plus qu'en mars 2015, mais l'ancien niveau record de novembre 2012 (5.600 milliards d'euros) n'est dépassé que de moins de 100 milliards d'euros. En bref, l'effet de l'injection des 1.300 milliards d'euros de la BCE reste trop faible sur le crédit pour réellement redresser l'économie européenne.

Il y a bien une « déperdition » immense qui peut s'expliquer par un manque de demande finale et par un problème de transmission. Sans perspective d'inflation, les entreprises seront toujours prudentes sur l'avenir et donc dans leurs investissements. Autrement dit : baisser massivement les taux ne suffit pas à créer une demande suffisante. « Renforcer » le QE n'est donc pas la garantie d'un meilleur effet s'il n'est pas suivi d'une politique centrée directement sur la dynamisation de la demande.

Les effets secondaires nocifs

Pire même, les effets « secondaires » du QE peuvent jouer contre son efficacité.

L'effet psychologique d'abord : si le consensus concernant le QE et les taux négatifs est qu'ils sont nocifs, ils vont finir par le devenir, chacun essayant de se mettre à l'abri de la prochaine crise. « *En Allemagne, l'effet psychologique négatif de certaines mesures a sans doute déjà dépassé leurs effets positifs* », explique Frederik

Ducrozet pour qui les taux négatifs pourraient inciter paradoxalement les épargnants

allemands à épargner plus pour compenser le « coût » de ces taux négatifs. Cet effet psychologique est essentiel. « *Si le marché ne croit plus au QE, il pourrait y avoir un ajustement brutal des taux et cela pourrait nuire à certains établissements déjà fragiles* », explique Frederik Ducrozet. On pense notamment à la Deutsche Bank, très exposée sur les produits de taux et qui est un colosse au pied d'argile. Ceci rejoint le risque de « bulle » souvent cité et qui est assez fort sur le marché de la dette souveraine de la zone euro. Mais un tel ajustement pourrait ne pas être nécessaire. « *La BCE assèche le marché des collatéraux sans risques, ce qui pourrait inciter les banques et les acteurs du shadow banking à réduire leur offre de crédit à terme* », souligne l'économiste de chez Pictet.

Dernier point : le creusement des inégalités. Plusieurs études ont souligné ce risque. Le QE crée de la richesse avant tout pour les individus et les entreprises les plus exposées aux marchés. En zone euro, c'est une minorité. Or, après plusieurs années de politique d'austérité qui ont encore creusé ces inégalités, le QE représente un risque à terme pour la croissance, mais aussi pour la stabilité politique d'un continent qui doit faire face à une certaine rébellion d'une partie de ces classes les plus fragiles et des classes moyennes. Le Brexit, l'instabilité en Espagne, la montée d'AfD en Allemagne traduisent ces situations.

Conclusion : le dilemme de la BCE

Au final, le QE ne semble pas avoir été inutile. Il a partiellement « marché », mais son coût semble relativement élevé au regard de son apport. Surtout, rien ne garantit que la poursuite et l'élargissement de cette politique ne conduira à davantage d'efficacité. Bien au contraire. C'est une donnée essentielle pour l'avenir et qui explique en grande partie le dilemme actuel de la BCE : son arsenal risque de « tourner à vide », voire de se retourner contre son objectif, mais elle n'a que cela pour lutter contre l'inflation faible. La nécessité d'un complément puissant, notamment budgétaire, devient évidente. Il ne semble pourtant pas réellement possible aujourd'hui au niveau européen.