

Concours B/L 2019

Économie

Épreuve commune sur dossier : oral

Jury : Philippe Askenazy et Gilles Saint-Paul

**Sujet :**

**La BCE doit-elle renoncer à sa politique d'assouplissement quantitatif ?**

**Dossier documentaire**

**Document 1** : Une tribune de Martin Sandhu dans le *Financial Times* p.2

**Document 2** : Données économiques, p.4

**Document 3** : Article posté par le blogueur Daniel Lacalle, p.6

## Document 1 : Une tribune de Martin Sandhu dans le *Financial Times*

Voici une mesure de la période extraordinaire de politique monétaire dans laquelle nous vivons: les annonces de la Banque centrale européenne ce jeudi signifient que Mario Draghi aura désormais la certitude de terminer ses huit années à la présidence de la banque sans jamais avoir relevé ses taux d'intérêt.

Il a commencé son mandat en inversant les augmentations de son prédécesseur, Jean-Claude Trichet. Il finira en novembre avec les taux qui restent à leurs plus bas records, ce que la BCE promet de maintenir jusqu'à la fin de 2019 au plus tôt.

Ce n'est pas le seul changement de style à Francfort. La BCE a également reconfirmé qu'elle maintiendrait la quantité de titres financiers qu'elle avait acquis dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que les taux d'intérêt commencent à augmenter - ce qui, compte tenu de l'annonce des taux d'intérêt, reporte encore le début du "resserrement quantitatif".

Il a également promis une nouvelle série de prêts à long terme bon marché aux banques désireuses d'augmenter leurs prêts, appelées TLTRO. Cela avait été prévu, notamment parce qu'une série de prêts était sur le point d'arriver à échéance et que la banque centrale voudrait éviter une contraction abrupte de la liquidité.

Tout cela est raisonnable. L'économie de la zone euro a fortement ralenti au cours des six derniers mois et est vulnérable à la morosité persistante. Il est significatif que M. Draghi ait déclaré que les risques étaient passés à la baisse et que les décisions politiques avaient été prises à l'unanimité. Mais dans une perspective à plus long terme, il est frappant de constater à quel point les banquiers centraux ont eu du mal à parvenir à la "normalisation" à laquelle ils aspiraient de toute évidence.

Au cours des huit dernières années, plusieurs resserrements ont été annulés par les deux plus grandes banques centrales du monde. En 2011, la hausse des taux d'intérêt de Trichet a contribué à envoyer la zone euro dans une deuxième récession auto-infligée. En 2015, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux directeur d'un quart de point et a ensuite dû retarder ses projets d'augmentation. Depuis la fin de 2018, la Fed a de nouveau dû modérer son plan de resserrement, offrant la flexibilité nécessaire à la hausse des taux et à la réduction de son bilan. Et cela n'inclut pas les développements similaires dans les plus petites banques centrales.

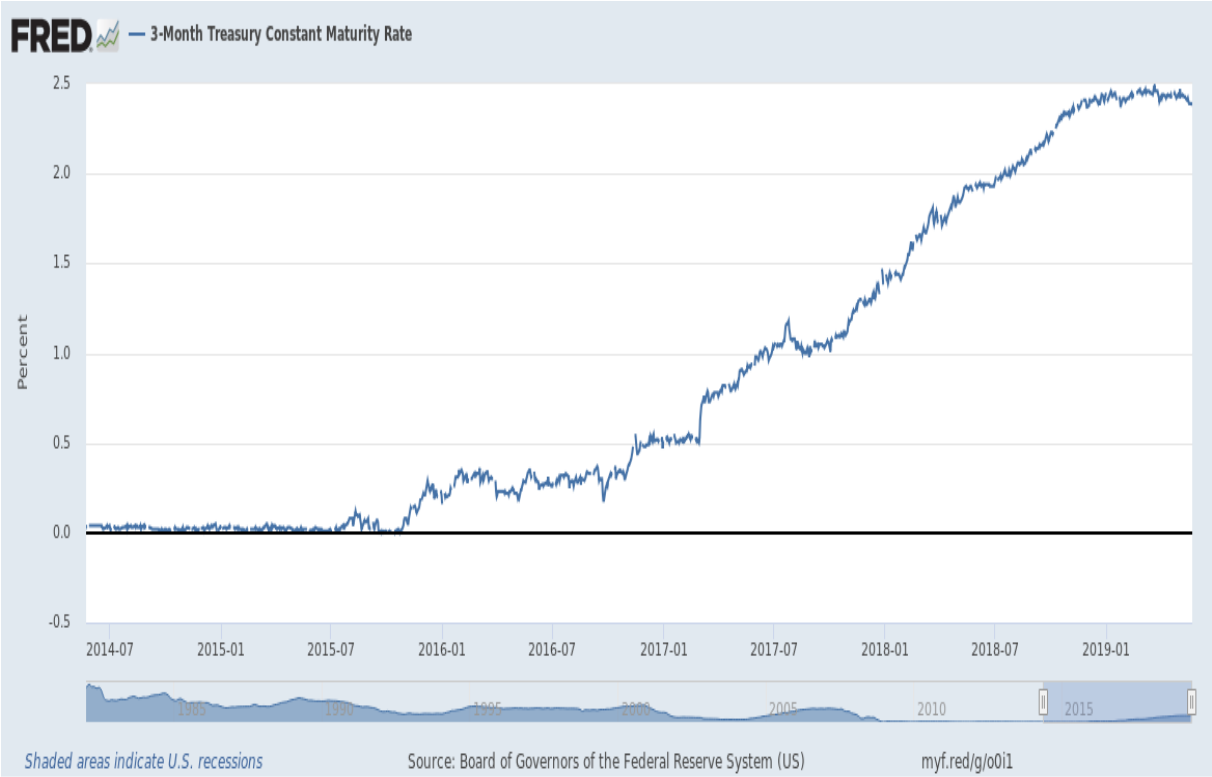
Toutes ces décisions, comme celle de la BCE aujourd'hui, ont été raisonnables. Dans le jargon, elles ont été «dépendantes des données»: les banques centrales ont réagi au pire, que ce soit sur les marchés, sur l'économie réelle ou sur les deux. Mais pris ensemble, ils indiquent quelque chose de plus grand et de plus inquiétant.

Pourquoi les banques centrales ont-elles tant de mal à retirer leurs mesures de relance monétaire? Parce que l'économie s'est révélée maintes et maintes fois plus faible que prévu. Chaque fois, les banquiers centraux ont dû corriger leurs erreurs. Mais bien que cela soit le bienvenu, cela n'excuse pas de faire les erreurs en premier lieu - encore moins lorsque cela se produit encore et encore.

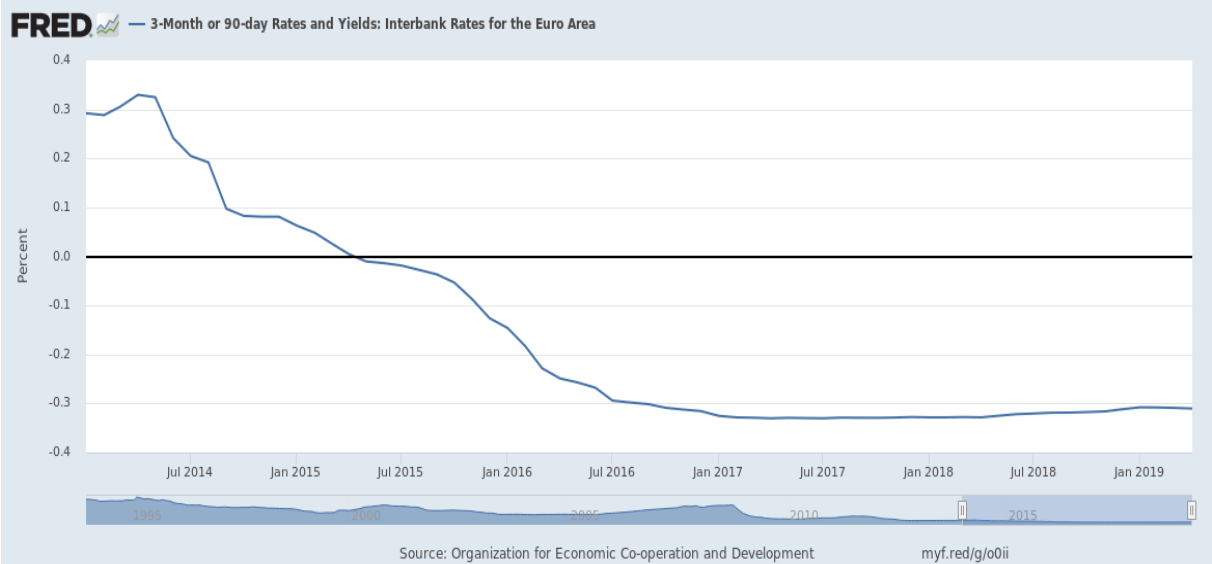
On espère que la refonte monétaire des deux côtés de l'Atlantique contribuera à réduire le ralentissement en Europe et à en prévenir un aux États-Unis. Toutefois, si la croissance se stabilise à un rythme adéquat, il faut également espérer que les banquiers centraux ont commis suffisamment d'erreurs pour apprendre qu'ils doivent y réfléchir à deux fois avant de déclencher hâtivement de nouvelles hausses de taux.

Martin Sandbu, Financial Times, 7 mars 2019

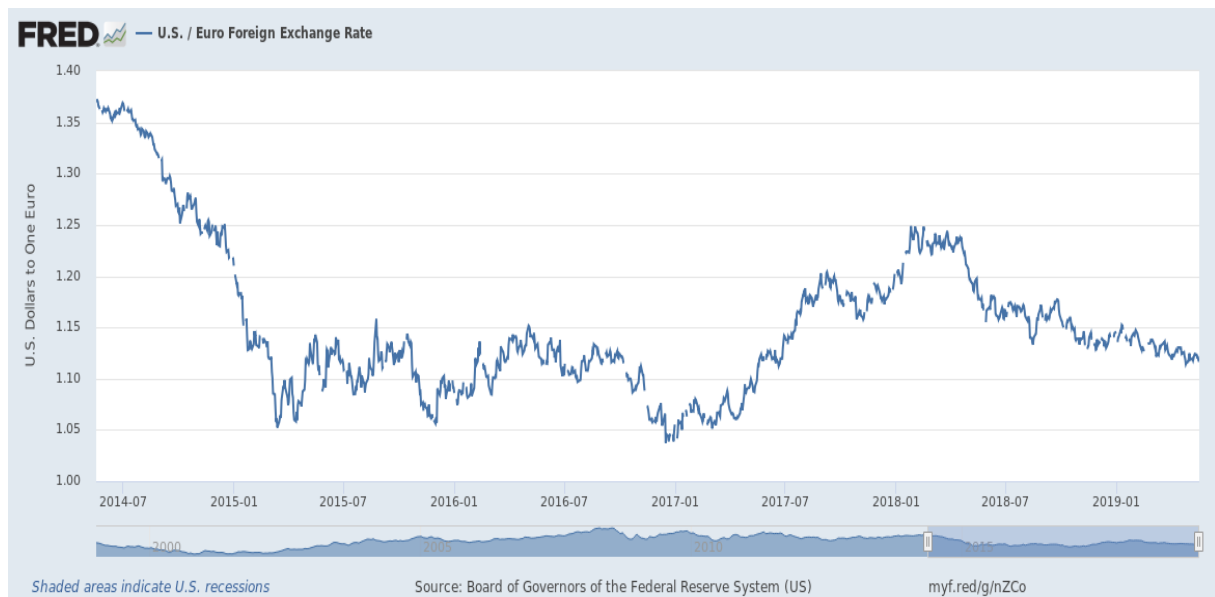
## Document 2 : Données économiques



Taux d'intérêt sur les bons du trésor à trois mois, Etats-Unis.



Taux interbancaire à trois mois, zone Euro



### Taux de change Euro/Dollar (Dollars par Euro)

Année	USA	Zone Euro
2014	0,8	0,4
2015	0,7	0,2
2016	2,1	0,2
2017	2,1	1,5
2018	1,9	1,8

Taux d'inflation (%) aux Etats-Unis et dans la zone Euro. Sources : Eurostat, inflation.eu

### **Document 3 : Article posté par le blogueur Daniel Lacalle**

#### **La politique de QE de la BCE est un échec. Voici ce qu'elle a réellement obtenu.**

La raison principale de l'échec du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne tient au fait qu'il était parti d'un mauvais diagnostic du problème de la zone euro, à savoir que le problème européen était un problème de demande et de liquidité, et non dû à des années d'excès.

Les banques et les gouvernements ont exercé d'énormes pressions sur la BCE pour mettre en œuvre un programme similaire à l'assouplissement quantitatif des États-Unis, oubliant que la zone euro était sous le coup d'une chaîne de stimulation gouvernementale depuis 2009 et que le problème de la zone euro n'était pas la liquidité, mais un modèle interventionniste.

Le jour où la BCE a lancé son programme d'assouplissement quantitatif, l'excédent de liquidité s'est établi à 125 milliards d'euros (141 milliards de dollars américains). Depuis lors, il a atteint 1 800 milliards d'euros.

(...)

Plus de 900 milliards d'euros de prêts non productifs restent dans le système bancaire, ce qui représente une bombe à retardement de près de mille milliards d'euros dans ses bilans. Cela représente 5,1% du total des prêts, contre 1,5% aux États-Unis et au Japon.

Les dépenses déficitaires augmentent. La dette publique par rapport au PIB a atteint 86,8%.

Selon la BRI, le nombre de sociétés zombies - celles qui ne peuvent pas payer les intérêts débiteurs avec des bénéfices d'exploitation - a augmenté de plus de 9% par rapport à toutes les grandes entreprises cotées en bourse.

Les États souverains ont économisé environ mille milliards d'euros de charges d'intérêts, mais ont dépensé toutes ces économies. Aujourd'hui, presque aucun pays de la zone euro ne peut absorber une hausse modeste des taux d'intérêt, et l'Italie, l'Espagne, la France, le Portugal, la Slovénie et d'autres pays exigent plus de dépenses et davantage de déficits.

Il n'y a pas de réelle demande du marché secondaire pour les obligations souveraines de la zone euro à ces rendements. Au plus fort de son programme d'assouplissement quantitatif, la Réserve fédérale n'a jamais été l'unique acheteur des Treasuries. Il y a toujours eu un marché secondaire relatif. Dans la zone euro, la BCE a enregistré sept fois plus d'émissions nettes de titres souverains. Aucun investisseur n'est susceptible d'acheter des obligations souveraines de la zone euro à ces rendements lorsque la BCE se retirera.

Les estimations de la croissance et de l'inflation dans la zone euro ont été révisées à la baisse en décembre. La production industrielle a fortement chuté.

Jean-Claude Trichet, prédécesseur de Mario Draghi à la BCE, avait abaissé les taux d'intérêt de 5% à 1% et injecté des milliards dans l'économie en achetant des obligations souveraines en 2011.(...)

Le plus grand «succès» de la BCE a été le sauvetage massif des gouvernements aux dépens des épargnants.

Nous devons également convenir que Mario Draghi a rappelé aux gouvernements qu'ils devaient mettre en œuvre des réformes structurelles, utiliser la période de taux bas pour se désendetter et répéter sans cesse que la politique monétaire ne fonctionnerait pas sans réformes. Personne n'a écouté. C'était la fête, et l'argent bon marché attire les mauvaises décisions.

Un stimulant gouvernemental sans fin

Avec des dépenses publiques représentant en moyenne plus de 46% du PIB, un déficit annuel de plus de 1,7% en moyenne et une dette de 86%, parler d'austérité, c'est comme manger une boîte de gâteaux et l'appeler «régime».

La charge fiscale au cours de cette période a été augmentée dans l'ensemble de l'Union européenne (à quelques exceptions près, comme l'Irlande), avec un coin fiscal moyen de 45% pour les travailleurs et de 40% pour les entreprises.

Au plus fort de la crise, les États-Unis ont dépensé 43% du PIB (l'UE, 50%) et l'ont ramené à 34% depuis (...).

L'UE a été un moteur de relance keynésien avant, pendant et après la crise.

1) Une relance massive en 2008 dans un «plan de croissance et d'emploi». Un stimulant de 1,5% du PIB pour créer «des millions d'emplois dans les infrastructures, les travaux de génie civil, les interconnexions et les secteurs stratégiques». Quelque 4,5 millions d'emplois ont été détruits et le déficit a presque doublé.

Entre 2001 et 2008, la masse monétaire de la zone euro a doublé.

2) Deux programmes massifs de rachat d'obligations souveraines avec Trichet à la présidence de la BCE, taux d'intérêt en baisse de 4,25% à 1% depuis 2008. Pauvre Trichet. Trichet a acheté plus de 115 milliards d'euros d'obligations souveraines.

3) Une méga stimulation supplémentaire de la part de la BCE, en plus des programmes de liquidité appelés opérations de refinancement à plus long terme ou TLTRO avec Draghi, qui a porté les obligations souveraines à leur plus bas niveau historique et acheté près de 20% de la dette totale de certains grands états.

Le problème de l'Union européenne n'a jamais été un manque de stimulants, mais un excès d'entre eux.

Après cette multiplication de dépenses publiques et d'investissements improductifs, la surcapacité reste à 20% ; la zone euro quittera la plus grande expérience monétaire de son histoire avec le même coin fiscal élevé et les mêmes obstacles pour le secteur productif.

La fin du QE de la BCE laisse la zone euro dans une position plus faible qu'elle ne l'était en 2011. L'espace budgétaire est épuisé et la BCE, avec son bilan à 41% du PIB de la zone euro et des taux d'intérêt extrêmement bas, a également épuisé ses outils monétaires.

La fin du QE ne montre pas seulement l'échec de la politique de la BCE. Il met en évidence l'échec des politiques économiques des gouvernements.

Les gouvernements devraient mettre en œuvre des réformes axées sur la croissance qui réduisent les impôts et attirent les capitaux. Beaucoup ne le feront pas. La plupart décideront probablement, encore une fois, de dépenser plus. Échec, répétez.

Daniel Lacalle (Via EJInsight.com)