

Flash Economie

28 juillet 2016 N°806

Le dogmatisme a coûté beaucoup de croissance à la zone euro depuis la crise de 2008-2009

Depuis la crise de 2008-2009, beaucoup de décisions de politique économique ont été prises, ou au contraire n'ont pas été prises, par dogmatisme, sans analyse sérieuse, scientifique, des conséquences de ces décisions. Nous avons particulièrement à l'esprit d'abord la politique budgétaire menée à partir de 2010, avec l'exigence de réduction rapide des déficits publics malgré la situation de fort sous-emploi dans de nombreux pays ; ensuite le report jusqu'à 2015 de la mise en place du Quantitative Easing par la BCE, alors que la crise de liquidité débute en 2008, et que la Réserve Fédérale et la Banque d'Angleterre passent au Quantitative Easing fin 2008 ou début 2009 ; enfin, les nouvelles réglementations des banques qui, partant d'objectifs en théorie raisonnables, aboutissent à une importante fragilisation du système bancaire de la zone euro.

Patrick Artus

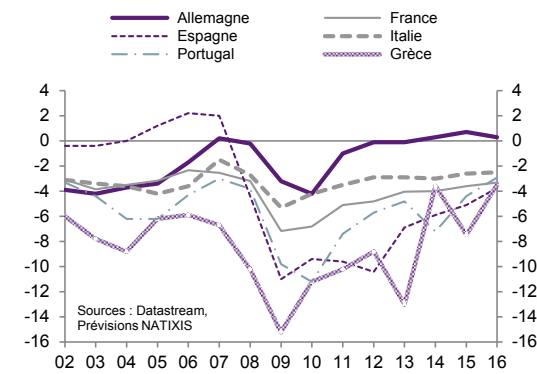
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

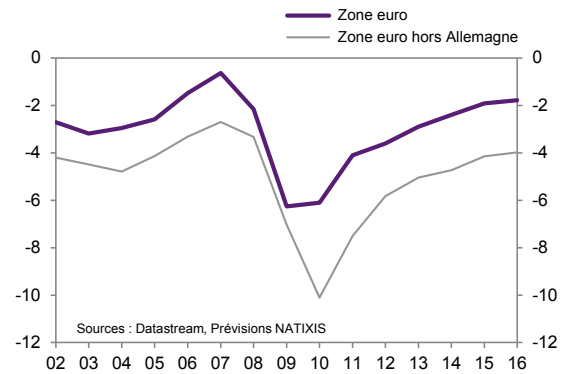
Une politique budgétaire trop tôt restrictive

Commençons par la politique budgétaire mise en place depuis la crise de 2008-2009. Dès 2010, les pays de la zone euro ont été requis de réduire leurs déficits publics et de revenir rapidement aux normes prévues par le Pacte de Stabilité et de Croissance (graphiques 1a/b). Mais les travaux récents de recherche nous ont appris que le multiplicateur budgétaire (l'effet d'une variation du déficit public sur la croissance du pays) est beaucoup plus élevé dans les récessions que dans les périodes d'expansion ; dans les périodes de sous-emploi, le multiplicateur budgétaire serait compris entre 1,5 et 2,5, c'est-à-dire qu'une réduction de 1 point de PIB du déficit public réduirait le niveau du PIB en volume de 1,5 à 2,5 points. La volonté dogmatique de réduire rapidement les déficits publics a donc prolongé la crise de 2008-2009 et déclenché la crise des dettes souveraines des pays périphériques de 2011-2012 (graphiques 2a/b, graphique 3). Il aurait été de loin préférable d'attendre une amélioration visible (2014 par exemple, graphiques 4a/b) des économies pour commencer à corriger les déficits budgétaires dans la zone euro.

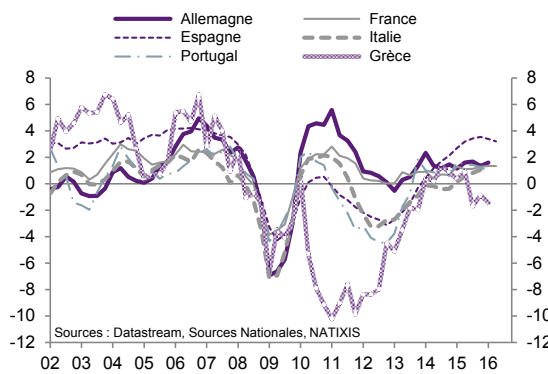
Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB valeur)



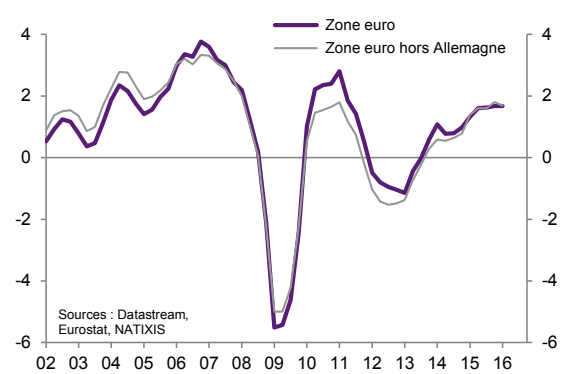
Graphique 1b
Déficit public (en % du PIB valeur)



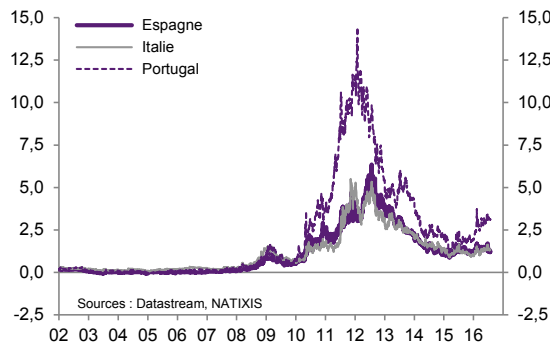
Graphique 2a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



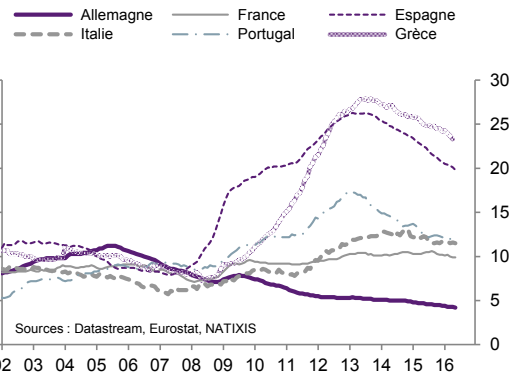
Graphique 2b
Croissance du PIB (volume, GA en %)



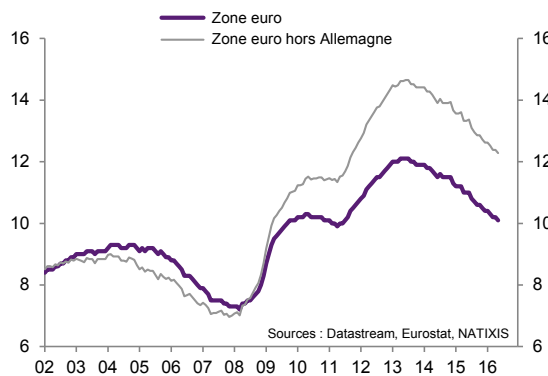
Graphique 3
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat du pays avec l'Allemagne (en %)



Graphique 4a
Taux de chômage (en %)

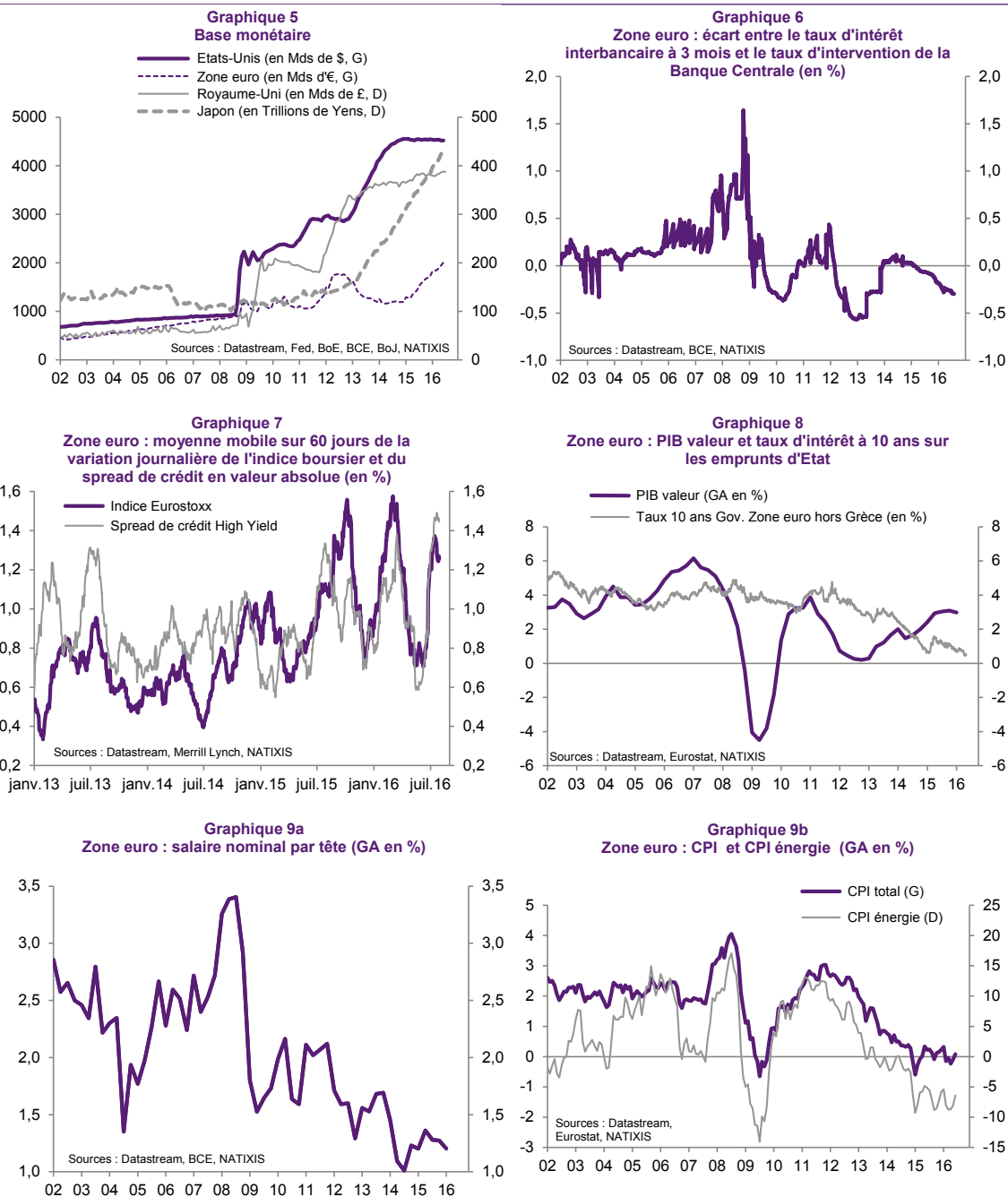


Graphique 4b
Taux de chômage (en %)



Mise en place très tardive du Quantitative Easing

Passons maintenant à **la politique monétaire mise en place dans la zone euro à partir de la crise de 2008**. Alors que **le Quantitative Easing** (achats d'obligations par la Banque Centrale financés par la création monétaire) a été mis en place à la fin de 2008 aux Etats-Unis, au début de 2009 au Royaume-Uni et au début de 2013 au Japon, **il n'est introduit qu'en avril 2015 par la BCE (graphique 5)** ; on a même vu en 2013 et 2014 une forte contraction monétaire dans la zone euro. **Le Quantitative Easing est une politique d'exception qui doit être mise en place en cas de crise de liquidité ; c'était le cas dans la zone euro en 2008-2009 pour les banques (graphique 6), en 2011-2012 pour les Etats (graphique 3 plus haut), mais en 2015 il n'y a plus de crise de liquidité et le Quantitative Easing génère au contraire un excès de liquidité (graphique 7) qui fait apparaître une forte variabilité de prix des actifs financiers, des bulles obligataires (graphique 8). Pourquoi la BCE a-t-elle attendu avril 2015 pour déclencher le Quantitative Easing ?** Parce que, **coincée par son mandat, elle a dû attendre que le freinage des salaires et la baisse du prix du pétrole fassent apparaître une inflation très faible (graphiques 9a/b) pour pouvoir passer à cette politique ; le caractère dogmatique du mandat basé sur l'objectif d'inflation à 2% lui interdisait de réagir à une crise de liquidité, même très dangereuse, tant que l'inflation n'était pas beaucoup plus basse que 2%.**

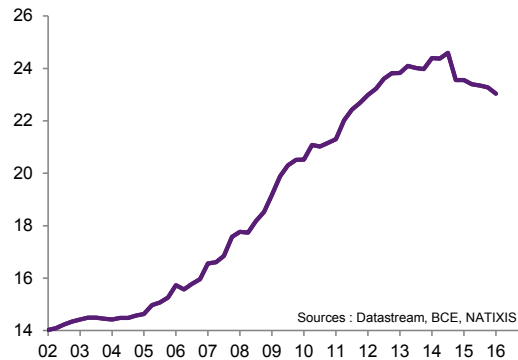


Nouvelles réglementations des banques

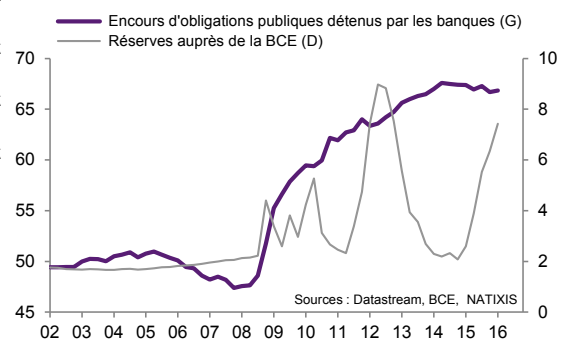
Intéressons-nous enfin **aux nouvelles réglementations des banques**. Les objectifs de ces réglementations sont claires : **accroître les fonds propres des banques (graphique 10, tableau 1) pour réduire le risque de crise de solvabilité ; accroître leurs réserves d'actifs liquides (graphique 11) et leurs ressources à moyen terme pour réduire le risque de crise de liquidité ; passer du bail-out (sauvetage des banques par les Etats) au bail-in (mise à contribution des actionnaires et des porteurs de dettes des banques en cas de perte) pour réduire l'incitation des banques à prendre du risque, ce qu'elles font en théorie si elles sont assurées par les Etats. Mais cette approche de la régulation est très théorique et pas suffisamment réfléchie quant à ses conséquences pratiques.**

On voit aujourd'hui que les banques de la zone euro, en raison de ces nouvelles réglementations, sont confrontées à **un coût de leur capital et de leur dette plus élevé** (puisque leur prêter devient risqué, **graphiques 12/13**), à **une très forte baisse de leur rentabilité** (**graphiques 14a/b**), et, lorsqu'elles doivent faire face à des défauts sur les crédits qu'elles ont faits (**graphique 15**), à **l'incapacité d'utiliser le bail-in** (annulation d'une partie de la dette ou des dépôts non assurés des banques) **sans générer une crise économique due aux pertes que le bail-in ferait subir aux entreprises, aux ménages, aux investisseurs**. Ceci explique le débat présent sur la meilleure manière de remettre en état de marche les banques italiennes, sans générer de pertes insupportables pour les épargnants italiens ou les PME italiennes.

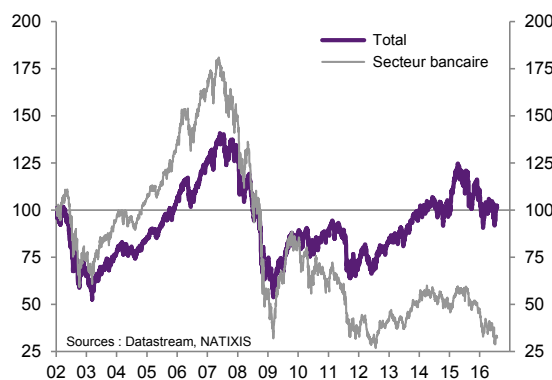
Graphique 10
Zone euro : fonds propres des banques
(en % du PIB valeur)



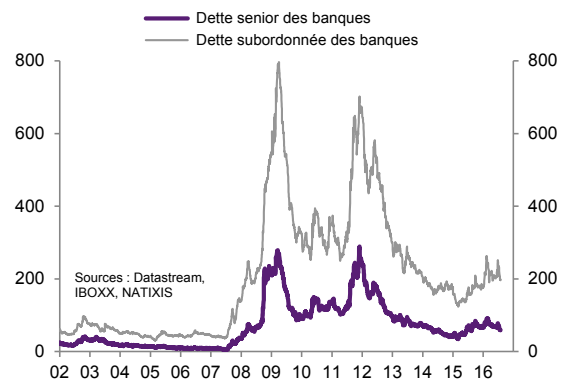
Graphique 11
Zone euro : encours d'obligations publiques détenus par les banques et réserves auprès de la BCE (en % du PIB valeur)



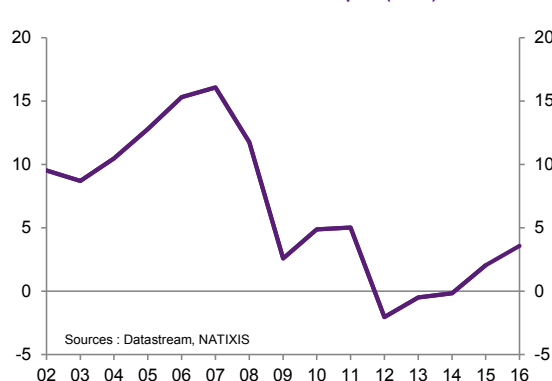
Graphique 12
Indice boursier : Eurostoxx (100 en 2002:1)



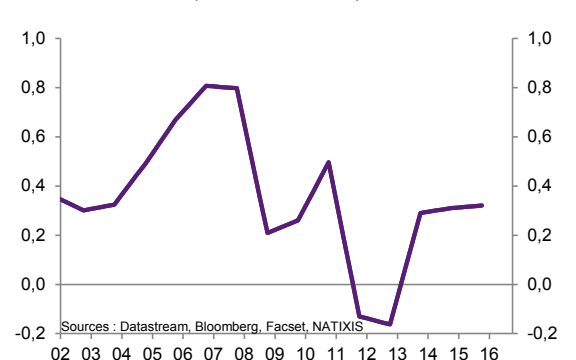
Graphique 13
Zone euro : spreads % swaps (en pb)



Graphique 14a
Zone euro : ROE des banques (en %)



Graphique 14b
Zone euro : profits des banques
(en % du PIB valeur)



Graphique 15
Zone euro : prêts non performants
(en % du total des prêts)

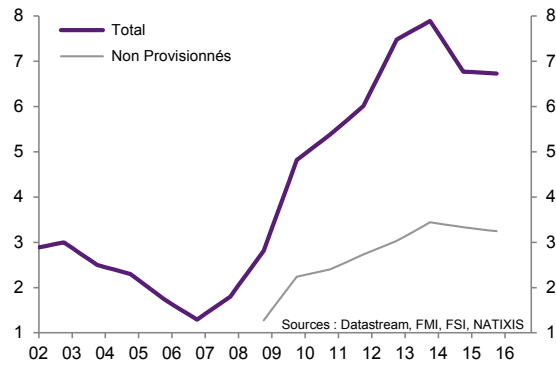


Tableau 1 : Ratio de fonds propres des banques sous Bâle III (Common Equity Tier 1, en %)

Année	Zone euro
2008	7,2
2009	8,2
2010	8,7
2011	9,6
2012	10,9
2013	12,1
2014	12,3
2015	13,0

Sources : BCE – Financial Stability Review, FMI, Natixis

Synthèse : davantage d'analyse, moins de dogmatisme

Au total, **les choix de politique économique de la zone euro depuis 2008 ont été dominés par le dogmatisme** en ce qui concerne la réduction des déficits publics (trop précoce), la mise en place du Quantitative Easing (beaucoup trop tardive), la réglementation des banques (dont les effets sur le coût de financement des banques donc le coût de financement de l'économie ont été ignorés, ainsi que l'impossibilité pratique d'utiliser le bail-in).

Dans tous les cas, un supplément d'analyse, au-delà de la réflexion purement théorique ou idéologique, aurait été très fructueux.