

# Les dossiers **d'Économie et Politique :**

## Sauver l'économie grecque Pour une autre BCE au service des peuples

**Pour affronter réellement la question de la dette grecque : construire une alternative véritable pour commencer à refonder l'Union européenne. Après la victoire de Syriza, les nouvelles décisions de la BCE face au risque de déflation dans l'Union européenne ne font pas le poids. La seule façon de se débarrasser de la dette, c'est de relancer durablement la création de richesses en rompant avec les politiques d'austérité destructrices, en sécurisant l'emploi et la formation à l'occasion de l'injection de 1 140 milliards d'euros annoncée par M. Draghi. Pour cela, il faut développer les services publics, investir efficacement pour redresser l'industrie et les productions en Europe en réduisant le poids des intérêts perçus par les créanciers (le coût du capital). Car, au-delà de traiter la dette héritée du passé, il faut surtout financer l'avenir : services publics et investissements efficaces des entreprises.**



## Dette grecque : une alternative pour commencer à refonder l'Europe (1)

Frédéric Boccara, Yves Dimicoli, Denis Durand, Frédéric Rauch

En refusant l'austérité et de discuter avec la troïka, le nouveau gouvernement grec ouvre la bataille pour une alternative de progrès en Europe.

Yanis Varoufakis, nouveau ministre des Finances, a proposé de décider un moratoire sur le remboursement de la dette lié à une clause de croissance de l'économie grecque : rembourser quand la croissance dépasse 3%. Nous soutenons cette proposition.

En outre, nous proposons que le rachat de titres publics grecs par la BCE ne soit pas conditionné à l'austérité et soit l'occasion de les remplacer par des titres détenus jusqu'à leur échéance par la même BCE. L'État grec ne paierait pas d'intérêts dessus. Cela devrait être généralisé aux dettes de l'ensemble des États de la zone euro.

La seule façon, pour quiconque, de se débarrasser de la dette, c'est de relancer durablement la création de richesses en sécurisant l'emploi et la formation à l'occasion de l'injection de 1 140 milliards d'euros annoncée par M. Draghi. Pour cela, il faut développer les services publics, investir efficacement pour redresser l'industrie et les productions en Europe en réduisant le poids des intérêts perçus par les créanciers (le coût du capital).

Car, au-delà de traiter la dette héritée du passé, il faut surtout financer l'avenir : services publics et investissements efficaces des entreprises.

Pour les services publics, le PCF, le Front de gauche, le PGE et Syriza exigent la création d'un Fonds de développement économique, social, solidaire et environnemental européen financé à 0 % par l'argent de la BCE (le Traité de Lisbonne l'y autorise). Il prendrait les titres des États. Ses interventions seraient démocratiquement décidées et contrôlées. La France devrait proposer tout de suite à quelques pays une « coopération renforcée » en ce sens.

Pour les entreprises, la BCE doit agir autrement sur les banques : leur fournir de l'argent à bas taux, mais seulement pour refinancer les crédits aux investissements qui créent des emplois et développent leur qualité, les richesses réelles (la valeur ajoutée territoriale et non le profit de quelques-uns) et l'environnement. Et refuser de refinancer les crédits pour spéculer et délocaliser.

Grâce à la restructuration de la dette, à une action conjuguée sur la demande et sur l'offre, par une autre orientation des financements, l'économie grecque se redresserait, ses chômeurs commenceraient à retrouver du travail et à produire des richesses. C'est le sens à suivre pour toute la zone euro qui aurait là l'occasion de se libérer des politiques d'austérité. Non seulement la Grèce ne ferait pas défaut, mais les Européens y gagneraient... sauf les financiers qui ont honteusement profité de l'endettement grec.

Le choc sur le reste des détenteurs peut être amorti par le système européen, dans un premier temps, et, si l'argent est correctement utilisé, le redémarrage simultané des économies européennes revigore l'ensemble, en repartant sur des bases saines faisant fondre les dettes.

On parle des Européens ? Mais la puissante Confédération syndicale allemande (DGB) soutient les demandes du nouveau gouvernement grec.

Le PCF a proposé une alliance des pays du Sud, et au-delà (Irlande), pour surmonter les réticences des classes dirigeantes allemandes. Des voix nouvelles s'expriment dans le même sens (Gaël Giraud, Thomas Piketty...).

Même la BCE jette aux orties ses doctrines traditionnelles, mais sans changer la façon dont l'argent qu'elle crée est utilisé, « ciblé » ! Or c'est le cœur du problème.

La bataille qui s'ouvre désormais est celle d'une mobilisation dans toute l'Europe pour que les euros de la BCE soient utilisés pour les peuples et commencer ainsi à refonder démocratiquement l'Europe.

(1) Publié dans *l'Humanité* du 5 février 2015.

# Les nouvelles décisions de la BCE face au risque de déflation, après la victoire de Syriza

Denis Durand

*There Is No Alternative*: le postulat opposé par les tenants des politiques néolibérales va-t-il se fissurer? La menace de déflation sème le désarroi chez les dirigeants de l'économie occidentale, jusqu'au sein du Conseil de la BCE. La bataille engagée par le gouvernement grec pose en pratique la question des moyens politiques à déployer dans un affrontement avec le capital financiarisé et les institutions – gouvernements, Commission européenne, BCE, FMI... – qui mènent des politiques inspirées par ses exigences. Cette bataille peut contribuer de façon décisive à changer profondément l'Europe et à faire émerger des solutions aux causes profondes de la crise économique, financière, sociale, politique, morale dont les difficultés de la zone euro sont une manifestation. Beaucoup peut dépendre de la capacité de forces telles que le Parti communiste français à rassembler dans les luttes autour d'objectifs précis pour une autre utilisation de l'argent et pour une refondation de la construction européenne.

## La conjoncture économique: la menace de déflation est grave

### Faiblesses de la reprise après la « grande récession »

Des statistiques récentes, comme par exemple l'« *accélération modérée* » (selon les termes de la Commission européenne) de la croissance dans la zone euro au quatrième trimestre 2014 ou le timide redressement de la production industrielle au mois de décembre en France, alimentent des commentaires plus optimistes sur la conjoncture. Les dernières prévisions de la Commission européenne tablent sur une accélération progressive de l'activité en Europe en 2015 et 2016, sous l'effet de quatre facteurs: la baisse du prix du pétrole, les nouvelles mesures de *quantitative easing* décidées par la BCE, la baisse de l'euro et les 300 milliards d'investissements annoncés dans le plan Juncker. Selon le FMI, qui a révisé à la baisse ses prévisions en janvier, la baisse du prix du pétrole devrait avoir un effet expansif sur l'activité dans les pays développés mais elle est en train de ruiner la Russie et plusieurs autres pays émergents, et son effet expansif devrait être plus que contrebalancé par le ralentissement des investissements un peu partout dans le monde, la stagnation persistante dans la zone euro et au Japon, la volatilité des marchés financiers et les incertitudes géopolitiques qui se manifestent de plus en plus fort en Ukraine, au Proche-Orient et dans toute l'Afrique.

Prévisions de croissance du PIB					
	FMI			Commission européenne	
	2014	2015	2016	2015	2016
Monde	3,3	3,5	3,7	3,6	4
États-Unis	2,4	3,6	3,3	3,5	3,2
Zone euro	0,8	1,2	1,4	1,3	1,9
France	0,4	0,9	1,3	1	1,8
Allemagne	1,5	1,3	1,5	1,5	2
Grèce	1			2,2	3,6

Comme Yves Dimicoli l'avait diagnostiqué (1) précédemment, l'économie mondiale n'est donc pas en train de revenir au régime de croissance qui prévalait avant la « grande récession » de 2008-2010, et une rechute de la conjoncture se prépare à l'horizon 2016-2019. D'un côté, la demande globale mondiale devient très insuffisante; de l'autre, les masses considérables de monnaie créées par les banques centrales depuis 2008-2009 servent surtout à amplifier la croissance financière des capitaux. La zone euro reste empêtrée dans le chômage de masse et les politiques d'austérité, tandis que la croissance des pays émergents, longtemps facteur de dynamisme pour la demande adressée aux pays industrialisés, a fortement ralenti. Seuls les États-Unis connaissent une nette reprise (2,4% en 2015 selon les prévisions, révisées

à la hausse de 0,1 point, du FMI) mais le ralentissement du rythme annuel de croissance, de 5 % au troisième trimestre à 2,6 % au quatrième, révèle les vulnérabilités de cette performance. La reprise ne peut pas durer aux États-Unis si la demande mondiale n'est pas suffisante. En réalité, ce qui menace c'est une poussée supplémentaire de suraccumulation de capital matériel et financier, porteuse de prochaines crises aiguës.

Dans le débat public européen, l'angoisse qui en résulte prend la forme de la peur de la déflation, c'est-à-dire, non pas seulement la baisse des prix mais un régime de fonctionnement de l'économie où entreprises et ménages anticipent une contraction indéfinie de l'activité, et contribuent par-là même à la faire advenir.

### Les racines de la déflation

L'angoisse des milieux dirigeants devant la menace de déflation est justifiée car cette menace est une manifestation de la crise systémique où les bouleversements de notre civilisation entraînent le capitalisme. Les gains de productivité liés aux nouvelles technologies dépriment la demande car ils sont mobilisés au service des gestions capitalistes visant la rentabilité. Ainsi, les économies réalisées sur l'emploi dans l'industrie et les services et sur l'utilisation de moyens matériels de production ne sont pas compensées par une augmentation des dépenses visant au développement des capacités humaines. Une dépression profonde n'est évitée qu'au prix d'injections massives de liquidités par les banques centrales mais, à nouveau, leur utilisation sous l'empire des critères de rentabilité engendre des bulles spéculatives et non de la création de valeur ajoutée.

Pour sortir de ces cercles vicieux, il faudrait à la fois créer une demande supplémentaire, d'abord par le développement de nouveaux services publics, vraie réponse aux défis rencontrés par la civilisation au xx<sup>e</sup> siècle, et orienter les investissements vers la sécurisation de l'emploi et de la formation.

Mais ce n'est pas ce qui se produit tant que le critère du taux de profit continue de guider les choix d'investissement et de financement. Il en résulte un approfondissement des difficultés économiques, et des effets politiques qui se précipitent dans la période actuelle.

### La perte de contrôle des classes dirigeantes face à la colère contre l'austérité

Les signes convergent pour montrer que la situation ne peut plus durer. La victoire de Syriza, la montée de Podemos en Espagne et du Sinn Féin en Irlande donnent une traduction politique concrète à l'aspiration des peuples à sortir de l'austérité.

Il est piquant, par exemple, de voir un concert d'experts condamner aujourd'hui les excès de l'austérité en Grèce après avoir répété depuis cinq ans qu'*« il n'y a pas d'alternative »*. Mais entendrait-on ces propos si le peuple grec n'avait pas porté au gouvernement des forces politiques précisément décidées à en finir avec la *« troïka »* (les représentants de la Commission européenne, de la BCE et du FMI qui dictent depuis 2010 ses politiques à la Grèce) ?

Ailleurs, les perspectives de changement sont bloquées par le poids de l'extrême droite. Les perspectives

politiques sont particulièrement sombres en France, où l'élection partielle dans le Doubs a montré que de nouvelles barrières à la montée du Front national ont cédé, aussi bien dans les stratégies de la droite que dans son électorat. Cependant, une des caractéristiques de la situation est qu'elle évolue très vite. Ainsi le 11 janvier, au-delà des tentatives de récupérations, des millions de Français ont montré qu'ils étaient capables de se mobiliser pour préserver l'acquis de trois siècles de construction de nos libertés publiques.

Dans un autre ordre d'idées, l'absence de majorité de gauche, à l'Assemblée, pour approuver la loi Macron, et le coût politique qui en a résulté pour le pouvoir contraint de recourir à l'article 49-3 de la Constitution, est aussi un signal des rassemblements possibles pour s'opposer aux politiques d'austérité. Toutes proportions gardées, cet épisode concourt, avec de nombreux autres, à l'impression que les gouvernements occidentaux sont en train de perdre la maîtrise de la situation non seulement sur le terrain économique mais aussi sur le terrain politique, comme dans les crises internationales qui se multiplient, de l'Ukraine au Proche-Orient et à l'Afrique.

Le moment présent comporte donc à la fois d'extrêmes dangers et la possibilité de rassembler pour les conjurer... à condition que le Parti communiste tienne toute sa place dans la bataille.

### Des inflexions dans les politiques européennes

La crise est tellement profonde et ses effets en Europe tellement délétères, que les autorités les plus attachées à l'austérité tiennent aujourd'hui à manifester un intérêt plus grand que par le passé envers le bien-être collectif et la justice.

C'est l'impression que la nouvelle Commission européenne désormais présidée par Jean-Claude Juncker s'attache à produire à la faveur de son renouvellement. En matière économique, cela se traduit par deux initiatives :

– Le *« plan Juncker »* qui vise à dégager 16 milliards d'euros de garanties publics et 5 milliards d'interventions de la Banque européenne d'investissements, et à s'en servir comme *« levier »* pour *« libérer au moins 315 milliards d'euros d'investissements publics et privés pour l'économie réelle au cours des trois prochaines années (2015-2017) »*.

– Le *« plan Juncker »* est aussi l'occasion d'afficher un certain assouplissement du Pacte de stabilité puisque les fonds qui lui seront consacrés par les États seront bien comptés dans le calcul des déficits et de la dette publics, mais ils ne seront pas pris en compte dans les *« ajustements budgétaires »* imposés par le Pacte. On retrouve là, dans une version très timide et très biaisée, l'idée qu'il est légitime de financer par l'emprunt des dépenses d'investissement répondant à certains critères. La difficulté commence lorsqu'il s'agit de sélectionner ces investissements. Quels critères observer ? Qui doit décider ? Ces questions se sont posées dans le passé et des réponses leur ont été apportées. Par exemple, le Plan à la française a réussi, il y a soixante ans, à mobiliser les forces du pays pour reconstituer son industrie lourde et ses principales infrastructures. Mais aujourd'hui, les critères d'efficacité économique, sociale et environnementale sont

bien plus complexes ; ils ne peuvent pas être définis par une autorité décentralisée. Cette fois-ci, il conviendrait de tabler sur l'initiative des citoyens, avec de nouveaux pouvoirs d'intervention et non plus seulement sur la puissance de l'État. Avec une nouvelle « *ardente obligation* » : créer les conditions d'une civilisation des capacités humaines et des services publics. C'est ce qui inspire notre proposition d'un Fonds de développement économique, social et écologique européen, sur laquelle nous reviendrons.

Nous reviendrons également sur le cours expansionniste que la Banque centrale européenne, de son côté, veut donner à sa politique monétaire pour contrer la menace de déflation.

Tous ces éléments montrent que les politiques d'austérité au service des marchés financiers, si elles font de plus en plus de dégâts, n'en sont pas moins vulnérables.

L'enjeu politique du moment n'est donc pas de s'en remettre à l'illusion d'une « *contagion* » du modèle grec ou du modèle espagnol, mais de mesurer à la fois les dangers de la situation et le potentiel de rassemblement qui peut apparaître autour d'objectifs répondant aux aspirations populaires, c'est-à-dire suffisamment radicaux pour s'attaquer aux causes du chômage de masse et de la décomposition sociale qui accompagne la domination des marchés financiers sur les gestions d'entreprises et sur les politiques publiques.

### Nos propositions dans la bataille d'idées face à la crise

La bataille engagée par le nouveau gouvernement grec permet de mieux voir où se situent les enjeux économiques et politiques. Il y a – particulièrement en Grèce – besoin d'alléger le coût de la dette mais la clé de tout est de restaurer les capacités de création de richesses mises à mal par les politiques d'austérité. L'alternative aux politiques d'austérité conduit donc à agir à la fois sur l'offre et sur la demande.

– Sur l'offre : développer les services publics, facteurs d'efficacité globale de l'économie, et sécuriser l'emploi, la formation, la recherche pour renforcer la capacité de création de richesses dans les territoires, sur la base de critères guidant les choix de gestion vers les investissements économisant le capital matériel (donc les ressources naturelles) et le capital financier pour pouvoir dépenser davantage en salaires, en recherche, en formation.

– Sur la demande : augmenter et sécuriser les bas salaires, les minima sociaux et les pensions, développer de nouveaux services publics répondant aux besoins massifs qui émergent en matière de santé, d'éducation, de sécurité, de protection de l'environnement et auxquels le capitalisme financiarisé ne répond pas faute de rentabilité suffisante.

S'engager dans une telle alternative contraint à affronter les marchés financiers institutionnellement construits pour faire prévaloir la rentabilité financière indépendamment de toute instance démocratique. Ce diagnostic inspire nos propositions :

– pour conquérir de nouveaux pouvoirs des travailleurs et des citoyens, pas seulement au gouvernement mais « *du local au mondial* » ;

– pour utiliser ces nouveaux pouvoirs en vue de mobiliser les moyens, en particulier financiers, nécessaires à la poursuite des objectifs sociaux et écologiques qui répondent aux causes profondes de la crise.

La façon la plus efficace de s'attaquer concrètement au pouvoir des marchés financiers, c'est de les priver de ce qui leur donne leur force : le crédit bancaire. Depuis trente-cinq ans, la création de monnaie par les banques a alimenté de moins en moins la création d'emplois et donc de richesses réelles ; elle a alimenté de plus en plus l'augmentation du cours des titres financiers. C'est ce mécanisme qui a en quelque sorte fait de l'économie réelle l'otage de la finance. Renverser cette tendance, c'est possible parce que les banques, toutes privées qu'elles sont, n'en sont pas moins, à la différence des marchés financiers, des institutions immergées dans leur tissu économique, social et politique et, par-là, sensibles aux rapports de forces qui peuvent s'établir dans les luttes et se traduire par des dispositifs institutionnels.

C'est la logique sous-jacente de nos propositions pour :

– rendre accessible aux citoyens des informations précises sur le comportement des banques dans les territoires, à l'exemple du *Community Reinvestment Act* américain ;

– renforcer les pouvoirs des salariés dans la gestion des entreprises, jusqu'à un droit de tirage sur les crédits bancaires pour le financement de projets industriels soutenus par les populations ;

– abolir les innombrables aides publiques dispensées au patronat, et les remplacer par des incitations à la mobilisation des crédits bancaires en faveur d'investissements démocratiquement sélectionnés, qui pourraient être gérés par des fonds régionaux et par un fonds national pour l'emploi et la formation ;

– organiser un pôle financier public mettant en réseau banques, assurances et autres institutions financières publiques entre elles et avec les réseaux mutualistes pour mettre en œuvre de nouveaux critères de financement des entreprises et des collectivités publiques ;

– instituer un fond de développement économique et social européen ;

– mettre fin à l'hégémonie du dollar sur l'économie mondiale, en réorganisant le système monétaire international autour d'une monnaie commune mondiale développée à partir des droits de tirage spéciaux du FMI.

Les événements qui se succèdent depuis dix ans ont mis en évidence à quel point ces propositions répondent à des réalités incontestables. Un exemple particulièrement digne d'intérêt nous est fourni par la prise de position de deux économistes travaillant pour la Banque des règlements internationaux (2) qui, à l'issue d'une analyse comparative internationale, concluent : « *Dans ce papier, nous étudions les effets sur l'économie réelle de la croissance du secteur financier et nous parvenons à deux importantes conclusions. Premièrement, la croissance d'un système financier national est un handicap pour la croissance de la productivité, c'est-à-dire que davantage d'expansion du secteur financier réduit la croissance réelle. En d'autres termes, les booms financiers ne sont pas, en général, favorables à la croissance, probablement parce que le secteur financier est en compétition avec le reste de l'économie pour accéder aux ressources. Deuxièmement, en utilisant des données sectorielles, nous examinons comment cet effet se manifeste*

*« dans les différents secteurs et nous trouvons que les booms de crédit nuisent à ceux qu'on considère normalement comme les locomotives de la croissance – ceux qui sont les plus intensifs en R&D. Ces faits, ainsi que l'expérience récente de la crise, nous conduisent à la conclusion qu'il y a un pressant besoin de réévaluer la relation entre la finance et la croissance réelle dans les systèmes économiques. »*

C'est à la lumière de ces observations que nous proposons d'examiner la bataille qui s'est engagée en Grèce et dans toute l'Europe à propos des dettes publiques et du rejet de l'austérité.

## Se libérer de la dette grecque, et européenne

Syriza a progressé dans la vie politique grecque jusqu'à gagner les élections à partir de deux propositions : en finir avec l'austérité imposée par la troïka et rester dans l'euro. Le débat public s'est longtemps focalisé sur un autre aspect du problème, celui de la dette publique grecque.

Il y a évidemment un lien entre les deux puisque c'est le refus des marchés financiers de continuer de prêter à l'État grec qui a mis en péril l'existence même de l'euro et conduit aux plans d'austérité, contrepartie exigée par les États européens et par le FMI en 2010 et en 2012 lorsqu'ils ont mis en place les plans de sauvetage de l'euro.

Or les mandataires de la « troïka » ont les moyens de mettre fin au financement de l'État grec si A. Tsipras refuse de poursuivre les plans d'austérité en cours. Mais il a précisément été élu pour cela ! D'où la tension extrême des négociations en cours, qui n'ont fait que commencer avec l'accord obtenu à l'Eurogroupe du 21 février.

Mais pour le gouvernement grec, l'enjeu est avant tout de disposer du temps nécessaire pour définir un plan de développement du pays, tant il est vrai qu'une hypothétique annulation de la dette n'apporterait pas par elle-même de solution à ce problème.

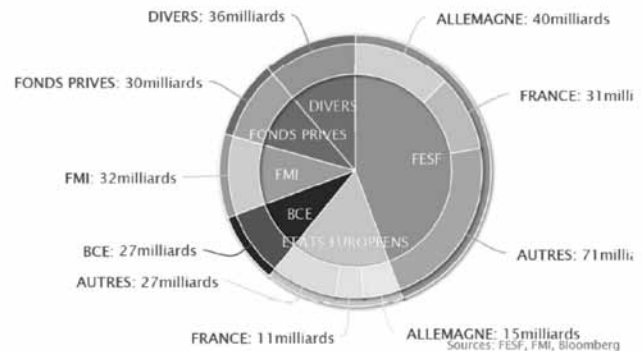
Sortir de la crise exigera de rendre la Grèce capable de créer assez de richesses pour répondre aux besoins de la population et financer les services publics. D'une certaine façon, c'est ce que Yanis Varoufakis, le nouveau ministre des Finances grec, a traduit en langage financier quand il a dit que le problème de la dette grecque n'était pas un problème de liquidité (qui aurait pu justifier, aux yeux des créanciers, une solution par la réduction des dépenses afin de faire face aux échéances immédiates de remboursement) mais un problème de solvabilité (l'incapacité de l'économie grecque à créer les richesses nécessaires au respect de ses engagements). Cela signifie redonner du travail aux 25 % de chômeurs dans des domaines créateurs de valeur ajoutée, constituer des services publics dignes de ce nom (y compris le service public du recouvrement de l'impôt). Dans ce cas, non seulement la Grèce ne ferait pas défaut mais tous les Européens (sauf une infime minorité de financiers) y gagneraient.

Ce qu'il importe de souligner, c'est qu'un tel programme n'implique pas que l'État grec cesse d'emprunter. Au contraire, des financements nouveaux sont nécessaires pour financer les investissements futurs.

En ce qui concerne la dette passée (320 milliards à fin septembre 2014, soit 175 % du PIB), il faut des fonds européens pour prendre la place de ceux qui proviennent

des marchés financiers. C'est d'ailleurs ce qui a déjà en partie été fait puisque le secteur privé ne détient plus que 20 % de la dette grecque, le reste étant détenu par le FMI, la BCE et les États européens, soit directement, soit par l'intermédiaire du Fonds européen de stabilité financière créé dans l'urgence en 2010. Mais ces « aides » avaient pour contrepartie les plans d'austérité imposés par la troïka, dont le peuple grec veut se débarrasser.

### Les détenteurs de la dette grecque à fin septembre 2014



Source : Alexandre Pouchard, « Grèce : trois questions sur la renégociation de la dette », *Les décodeurs*, <lemonde.fr>, 4 février 2015.

Les solutions du problème de la dette grecque comportent donc deux volets : une conversion des différents éléments constitutifs de la dette existante et la mise en place de nouveaux mécanismes de financement pour le développement futur de l'économie grecque.

### Restructurer la dette passée

Nous soutenons les propositions formulées par Yanis Varoufakis, le ministre des Finances grec, qui permettraient de sortir la dette de l'étau des marchés financiers en faisant appel au pouvoir de création monétaire de la BCE.

- Celle-ci devrait convertir en obligations perpétuelles sans intérêts les obligations qu'elle détient actuellement (27 milliards d'euros).

- Elle devrait racheter les titres détenus par les États européens (53 milliards), voire par le FESF (141 milliards) et les convertir en obligations qu'elle détiendrait jusqu'à leur échéance et dont le remboursement serait soumis à une condition : que la croissance de l'économie grecque dépasse 3 %. Ces achats peuvent prendre place dans le programme d'achats d'actifs (1 140 milliards d'euros) décidé le 22 janvier par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

Ce qui changerait par rapport à la situation actuelle, c'est que le coût de la dette serait allégé par rapport au coût actuel, et surtout que l'intervention de la BCE ne serait pas soumise à des conditions d'austérité. Au contraire, nous préconisons que le financement monétaire de la BCE soit réservé aux dépenses concourant au développement des services publics.

Ce procédé devrait être généralisé à l'ensemble des dettes des États de la zone.

## Financer l'avenir

Au-delà de l'allègement du poids de la dette déjà accumulée, la seule façon, pour la Grèce comme pour tout autre pays, de se libérer de la dette publique, c'est de relancer durablement la création de richesses en sécurisant l'emploi et la formation, et pour cela :

- développer les services publics ;
- mener une politique massive d'investissements efficaces, publics et privés, pour redresser l'industrie et les productions en Europe en réduisant les prélèvements financiers opérés sur cette richesse à travers les taux d'intérêt perçus par les créanciers du pays (en un mot, réduire le coût du capital).

La création monétaire des banques et de la BCE doit être mobilisée pour financer ces investissements à des conditions très favorables, à la condition expresse qu'ils répondent à d'autres critères économiques que le profit égoïste de quelques-uns (création de valeur ajoutée dans les territoires), sociaux (emploi, formation, salaires) et environnementaux (économies d'énergie et de ressources naturelles).

Pour y contribuer, le PCF, le Front de gauche, le PGE et Syriza demandent la constitution d'un Fonds de développement économique, social, solidaire et environnemental européen qui serait financé, au taux de 0 %, par la Banque centrale européenne (l'article 123-2 du traité de Lisbonne l'y autorise). Ces interventions du Fonds seraient démocratiquement décidées et contrôlées. Elles pourraient s'appuyer sur la Banque européenne d'investissements. La France devrait proposer tout de

suite à quelques pays une « coopération renforcée » en ce sens. L'argent des Européens, c'est-à-dire l'euro, doit servir au développement des services publics, pas à la spéculation ou aux délocalisations.

Simultanément, la BCE doit agir tout autrement sur les banques : fournir de l'argent à taux zéro, mais seulement pour refinancer les crédits pour les investissements des entreprises qui créent des emplois et à de bonnes conditions. À l'inverse, la BCE doit refuser de refinancer les crédits qui servent à spéculer et délocaliser.

## Sélectivité

Une différence déterminante entre ces propositions et les politiques suivies jusqu'à présent réside dans l'exigence de critères de sélection des investissements à financer. Ces critères doivent être économiques (création de valeur ajoutée dans les territoires, développement de la qualification des travailleurs et de la recherche), sociaux (sécurisation de l'emploi, affectation de la valeur ajoutée à la revalorisation des salaires, à la protection sociale et aux services publics) et environnementaux (moins de dépenses en capital matériel pour économiser les ressources naturelles). Leur mise en œuvre n'est concevable que si les citoyens, et en particulier les travailleurs, disposent de pouvoirs nouveaux pour décider de l'affectation de l'argent et pour contrôler son utilisation.

C'est le problème crucial que pose le cours actuel de la politique monétaire décidé par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

# La bataille engagée en Grèce et en Europe à propos des dettes publiques et du rejet de l'austérité

## Ce qui a changé dans la politique monétaire

Le 22 janvier, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé le lancement d'un programme d'achats de titres de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016 au moins. Cette décision, qui met en pratique une annonce faite en septembre 2012, est considérée comme marquant un tournant dans la politique monétaire européenne. En affichant l'objectif d'augmenter de 1 000 milliards la taille de son bilan, la BCE s'engage pour la première fois dans une stratégie de « quantitative easing » que la Réserve fédérale américaine, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon pratiquent, elles, avec entrain depuis des années.

Ce n'est pas la première fois que la Banque centrale européenne se lance dans des opérations qu'elle rejetait avec horreur avant la crise des *subprimes* (voir dans ce numéro « Politique monétaire, ce qui a changé et ce qui n'a pas changé »). Déjà, au plus fort de la crise grecque, elle avait acheté plus de 200 milliards de titres émis par les États en crise dans le cadre d'un *Securities Market Programme* (programme d'interventions sur les marchés de titres). Depuis cette époque, elle a considérablement assoupli ses procédures d'alimentation des banques en liquidités. Elle a mené d'énormes opérations de refinancement à

long terme (*Long Term Refinancing Operations*), la plus connue étant celle de décembre 2011 et février 2012, par laquelle elle a prêté aux banques européennes, en deux fois, 1 000 milliards d'euros à trois ans d'échéance et au taux de 1 %.

Il est frappant d'observer que les gouverneurs de la BCE ont toujours pris soin d'habiller leurs revirements successifs d'un discours immuable : tout ce qu'ils font, disent-ils, n'a pour objet que de préserver la « stabilité des prix », le mandat qui leur est confié par les traités. En réalité, leurs objectifs sont beaucoup plus complexes. Ils n'ont cessé de réagir à des circonstances sans précédent, tout à fait différentes de celles qui prévalaient à l'époque où l'euro a été conçu. Sur un point, il est vrai, leur ligne directrice n'a pas changé : leur préoccupation première est aujourd'hui comme toujours de répondre aux attentes des marchés financiers. Ils donnent un bon exemple contemporain du comportement du personnage du *Guépard* : il faut que tout change pour que rien ne change.

En particulier, la BCE se refuse toujours à utiliser son pouvoir sur les banques pour les inciter à orienter leurs crédits vers les investissements les plus favorables au développement de l'emploi, de la qualification des travailleurs et des services publics. C'est ce qui fait que sa

politique se révèle hors d'état de restaurer la prospérité et la stabilité en Europe. Confrontée à cette réalité, elle a fait évoluer ses critères de refinancement : elle les a assouplis en 2008, lorsqu'elle a accepté en garantie des titres cotés BBB<sup>+</sup>, et non plus AA<sup>-</sup>. Et après avoir constaté que les 1 000 milliards des LTRO de 2012 n'avaient pas du tout stimulé les investissements des PME dans la zone euro, elle a lancé, à l'automne dernier, un nouveau programme de refinancements à long terme « ciblés » (*Targeted Long Term Refinancing Operations*). Elle reconnaissait par-là la nécessité d'une certaine forme de sélectivité de la politique monétaire ; mais le peu de succès de cette opération dénote, en même temps, à quel point elle a, en réalité, perdu le contrôle du financement de l'économie européenne.

Du coup, la politique de *quantitative easing* apparaît comme une manœuvre désespérée pour tenter de ranimer l'activité en injectant de grandes quantités d'argent sur les marchés, dans l'espoir que cela suffira à conjurer le risque de déflation. L'éclatement prévisible de prochaines crises financières et bancaires mettra en évidence la fragilité du filet de sécurité que l'approvisionnement en liquidités par les banques centrales constitue pour les marchés. Il mettra également la Banque centrale européenne en tant que telle sur la sellette puisque c'est elle qui assume directement, désormais, la surveillance des principales banques de la zone euro.

Il n'y a donc pas lieu d'attendre que les futures catastrophes se produisent pour mobiliser les forces progressistes en faveur d'une autre politique monétaire. La victoire de Syriza en Grèce est un révélateur d'un nouveau potentiel de contestation de la domination des marchés financiers dans la zone euro. Elle place la BCE dans un grand embarras.

Depuis l'arrivée au gouvernement de Syriza, la BCE a dans un premier temps choisi d'afficher son appartenance au camp des « durs ». C'est elle qui a pris dès le 4 février au soir l'initiative de fermer un des moyens de financement du système bancaire grec en cessant d'accepter les créances sur ce pays en garantie de ses prêts aux banques.

Dès le lendemain, elle a néanmoins pris soin d'annoncer qu'elle autorisait la Banque de Grèce à prêter 60 milliards d'euros (au taux d'intérêt élevé de 1,55 %) aux banques du pays dans le cadre d'un dispositif d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance*), mis en place à la création de la BCE : l'alimentation des banques grecques en monnaie centrale par la Banque de Grèce, aux conditions et dans les limites décidées par la BCE. Une semaine plus tard, elle a porté ce plafond à 65 milliards, puis à 68 milliards.

En réalité, face au risque d'éclatement de l'euro – sa raison d'être – et devant le besoin évident d'une autre utilisation de l'argent en Europe, le Conseil des gouverneurs est profondément divisé et incertain de la voie à suivre. Cela rend réaliste l'objectif, non pas de « désobéir à la BCE » mais de l'obliger à obéir à la volonté populaire, telle qu'elle s'est exprimée, par exemple, aux dernières élections grecques...

### Engager concrètement le combat

« Nous avons remporté une bataille mais nous n'avons pas gagné la guerre et les difficultés sont devant nous. »  
Le propos d'Alexis Tsipras au lendemain de l'accord

conclu à l'Eurogroupe le 20 février reflète la violence de la bataille en cours. En prenant ses fonctions, le nouveau gouvernement trouvait un piège tendu sous ses pas par l'équipe précédente : l'expiration, fin février, du programme de financement européen assorti des conditions fixées par la « troïka ». Toutes les conditions étaient réunies pour un effondrement financier de la Grèce, à commencer par ses banques que les déposants étaient en train de vider de leurs dépôts. Le gouvernement a donc engagé immédiatement des négociations pour remplacer les financements prévus par un autre programme de financement de six mois, suspendant les conditions d'austérité fixées par la « troïka », le temps de négocier un plan complet de moyen et long terme combinant conversion de la dette existante pour en alléger le coût et réformes structurelles destinées à restaurer l'efficacité productive de l'économie grecque, assortie des financements appropriés.

Alexis Tsipras avait deux cartes en mains : la conscience, aujourd'hui partagée jusqu'au FMI et au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, des méfaits des plans d'austérité infligés à la Grèce, et le soutien du peuple grec, qui s'est encore renforcé au moment des négociations. Son gouvernement s'est attaché à en tirer le meilleur parti. À ce stade, ces atouts ont permis aux dirigeants grecs d'atteindre leur objectif principal : les financements européens sont reconduits, les réformes ne seront plus imposées par la troïka mais laissées à l'initiative du gouvernement grec, et la Grèce ne s'engage plus à maintenir un excédent budgétaire « primaire » (avant paiement des intérêts) de 4,5 % en 2015 (3). Les baisses de salaires, les suppressions d'emplois publics, le démantèlement des systèmes de retraites et la hausse de la TVA voulus par la « troïka » ne figurent pas dans les engagements du gouvernement grec.

Néanmoins, face à la BCE, au FMI et à l'ensemble des gouvernements européens (François Hollande, fidèle à son habitude, ne s'étant guère montré solidaire de la gauche grecque), et placés sous la menace immédiate d'un effondrement du système bancaire, les dirigeants grecs ont dû faire de grandes concessions. Le délai qu'ils ont obtenu n'est que de quatre mois (il ne sécurise donc pas les grosses échéances de remboursement de la dette grecque qui tombent en juillet) et le versement de l'aide est soumis à la réalisation d'un programme de réformes présenté par le gouvernement grec et accepté le 23 février par les gouvernements de la zone euro. La référence au programme antérieur d'austérité est maintenue et, s'il n'est plus question de « troïka », la Commission européenne, la BCE et le FMI vont continuer de surveiller de près la politique grecque.

Toute autre issue aurait conduit la Grèce à sortir de la zone euro, avec des conséquences catastrophiques pour le pouvoir d'achat de la population : tout le contraire de ce pour quoi Syriza a fait campagne.

La bataille ne fait donc que commencer.

C'est une bataille européenne.

D'abord parce que la Grèce a besoin de la solidarité européenne. Seule la Banque centrale européenne a un pouvoir monétaire suffisant pour convertir la dette actuelle de la Grèce et pour financer les investissements dont elle a besoin ; la Grèce isolée serait le jouet de toutes les pressions des marchés financiers. Le seul intérêt éco-





nomique d'une sortie de l'euro, c'est qu'elle se traduirait par une dévaluation permettant de réduire les salaires grecs exprimés en euros ou en dollars, laissant espérer, à moyen terme, des gains de parts de marchés dans le commerce international. Mais les salaires ont déjà violemment baissé en Grèce depuis 2012, et la situation de l'économie grecque reste tout aussi désastreuse. Dans l'immédiat, une sortie de l'euro aurait surtout pour effet de déprécier encore la valeur du travail grec, de faire monter les prix des produits importés et, au total, de faire baisser encore plus le pouvoir d'achat, sans que l'appareil productif soit en état de répondre à une hypothétique stimulation de la demande. Pourquoi alors subir les coûts de la sortie de l'euro (évasion des capitaux, hausse des taux d'intérêt, défaut sur la dette en euros, perte d'attractivité pour les investissements) ? Ensuite parce qu'à l'inverse une réussite de Syriza décuplerait les forces qui, en Europe, luttent pour une alternative aux politiques d'austérité. Comme l'écrivait Anne Sabourin dans *l'Humanité* du 16 février, le fait que sur chaque sujet un discours différent existe désormais au plus haut niveau en Europe est un changement majeur. Les solutions pour lesquelles Syriza se bat à Athènes sont aussi celles dont nous avons besoin chez nous. Notre combat ne consiste donc pas seulement à exprimer notre solidarité avec Syriza ; c'est le combat commun pour sortir de l'austérité et refonder l'Europe.

Ce combat peut être gagné parce qu'il répond aux réalités de la crise. Les citoyens européens savent désormais que la BCE a le pouvoir de créer des euros par milliers

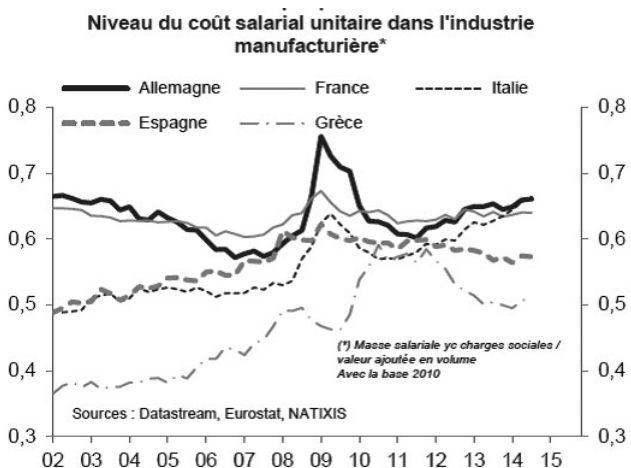
de milliards, et qu'elle s'apprête à le faire. Ils sont disponibles pour exiger d'avoir leur mot à dire sur l'usage qui va être fait de tout cet argent.

En face, les forces qui ne supportent pas l'affirmation, au sud de l'Europe, d'une politique alternative à celle que dictent les marchés financiers sont divisées. Une majorité de gouvernements européens – y compris, semble-t-il, Angela Merkel – donne la priorité au maintien de la Grèce dans la zone euro mais le gouvernement allemand, en pointe dans l'hostilité à Syriza, est lui-même sous la pression des milieux anti-européens allemands et du parti *Allianz für Deutschland* qui grignote le capital électoral de la CDU. À l'inverse, les puissants syndicats allemands ont tout de suite exprimé leur soutien aux demandes grecques. Barack Obama lui-même (avec, derrière lui, le FMI et la banque Lazard qui conseille le gouvernement grec) s'est expressément prononcé pour dire qu'on ne pouvait pas davantage pressurer un pays soumis à l'austérité. On peut penser qu'il veut surtout éviter de laisser au gouvernement grec un rapprochement avec la Russie comme seule issue, comme, jadis, l'invasion de la Baie des Cochons avait fait basculer Fidel Castro dans le camp soviétique.

Un enjeu énorme est donc de savoir de quel côté vont basculer les opinions publiques. Ce n'est pas un enjeu pour le seul peuple grec, mais pour toute l'Europe.

La bataille pour la constitution du Fonds de développement économique, social et écologique européen, évoqué plus haut, peut rassembler les forces disponibles de façon efficace, autour d'un objectif concret et accessible. Par exemple, les services publics grecs ont un urgent besoin des interventions d'un tel fonds. Mais c'est aussi le cas de nos départements, dont les prérogatives incluent encore, par exemple, l'entretien et la modernisation des routes et des collèges : un enjeu très actuel à la veille des élections départementales. On peut par exemple mobiliser en France dès aujourd'hui pour exiger que François Hollande défende cette proposition au Conseil européen.

Souhaitons que, devant les sièges de la Banque centrale européenne et devant ceux de toutes les banques centrales d'Europe, retentissent la colère des citoyens européens et leur exigence d'une autre utilisation de l'argent. ■



(1) Yves Dimicoli, « Vers une aggravation de la crise systémique », *Économie et Politique*, n° 722-723, septembre-octobre 2014.

(2) Stephen G. Cecchetti et Enisse Kharroubi, « Why does financial sector growth crowd out real economic growth? », BIS Working Papers n° 490, février 2015.

(3) Exiger un « excédent primaire » exorbitant, c'est obliger le gouvernement grec à réduire encore les dépenses publiques, alors que les services publics sont exsangues, et c'est replonger l'économie dans la récession. Le gouvernement grec a bien raison de contester cette exigence car, dans l'évolution de la dette, le niveau des taux d'intérêt et le rythme de la croissance économique jouent un rôle beaucoup plus important que le solde budgétaire. Avec un taux d'intérêt réel de 8 %, comme c'est le cas actuellement sur les marchés pour la Grèce, et avec un excédent primaire de 4 %, il faut un taux de croissance de 8 % pour ramener la dette publique à 120 % du PIB en 2030 ! Avec un taux réel à 1 % on obtient le même résultat en 2028 avec un excédent primaire de 1,5 % seulement et une croissance de 3 % par an, qui ne paraît pas hors de portée.

# Ce qui a changé dans la politique monétaire... pour que rien ne change ?

Denis Durand

La crise financière de 2008, et plus encore la crise de l'euro et les menaces déflationnistes qui lui ont succédé, ont conduit la Banque centrale européenne à apporter de nombreuses modifications successives à son dispositif de politique monétaire. Toutes ont pour effet de rendre plus facile l'accès à la liquidité. Aucune n'a constitué une violation formelle des traités européens (sauf peut-être le programme d'achats de titres publics, *Outright Monetary Transactions*, qui fait l'objet d'un examen sous ce regard par la Cour de justice européenne), et le Conseil des gouverneurs s'est ingénié à justifier toutes ses décisions par une référence constante à la « *stabilité des prix* ». Pourtant, le résultat final peut apparaître contraire en bien des points à la doctrine sur laquelle l'institution de Francfort avait fondé son action au moment de sa création.

Ces modifications de la doctrine de la BCE n'ont pas porté, pour l'essentiel, sur la définition des objectifs de la politique monétaire même si l'on peut penser qu'en réalité l'ordre des priorités que la BCE s'est fixées a, de fait, profondément évolué. Elles ont été plus spectaculaires en ce qui concerne les moyens d'action de l'Eurosystème (l'ensemble formé par la BCE et par les banques centrales nationales des pays de la zone euro), qu'il s'agisse des procédures d'alimentation du marché interbancaire en liquidités, de l'action de l'Eurosystème sur le marché des titres publics ou de ses critères de refinancement des crédits au secteur privé.

## 1. Les objectifs de la politique monétaire : derrière la référence rituelle à la « *stabilité des prix* », une recomposition en profondeur des missions assignées à la Banque centrale

### « *Moins de 2 %, près de 2 %* »

Les traités européens assignent à la BCE une seule mission : maintenir la « *stabilité des prix* ». Les autres objectifs qu'elle est autorisée à viser – croissance, emploi – doivent l'être « *sans préjudice* » de l'objectif principal. Mais que doit-on entendre par « *stabilité des prix* » ? Les gouverneurs de la BCE se sont réservé le privilège de répondre précisément à cette question. Au fil des années ils ont insisté de plus en plus sur leur définition officielle : « *Une hausse, appréciée sur le moyen terme, de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro inférieure à 2 % par an, proche de 2 %.* »

Une manifestation de la stabilité de la doctrine affichée par la BCE est le maintien, depuis l'origine, de sa façon de présenter ses diagnostics macro-économiques en deux

« *piliers* », l'un « *économique* » et l'autre « *monétaire* », hérité de la Deutsche Bundesbank et de la focalisation de la politique monétaire sur les agrégats de monnaie.

### *L'écart entre le dogme et la pratique*

Dans les faits, il s'est avéré, à mesure que les perspectives de croissance et d'emploi se dégradèrent dans la zone euro, que cette définition pouvait laisser place à un certain pragmatisme dans sa mise en œuvre. De fait, créée, en principe, pour écarter la dérive des prix et des salaires qui avait tant mis en péril la valeur des patrimoines financiers dans les années soixante-dix, la BCE s'est trouvée contrainte de faire face à une conjoncture toute différente : faiblesse de l'activité, persistance du chômage de masse, inflation des prix des actifs financiers, krachs financiers et immobiliers, « *grande récession* » et menaces de défauts sur les dettes publiques...

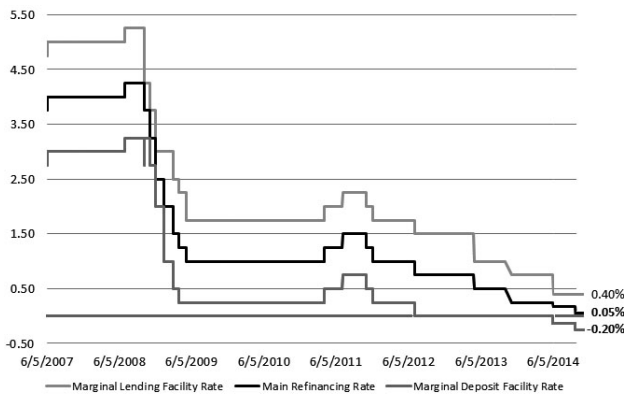
Pragmatisme ne signifie pas nécessairement clairvoyance, ni capacité à maîtriser les situations absolument inédites auxquelles la politique monétaire a eu à faire face. En août 2007, la BCE se plaçait sur une trajectoire de hausse des taux d'intérêt, et ce fut un des facteurs qui ont déclenché la crise des *subprimes*.

Elle a manifesté un manque de discernement caractérisé en 2011, en prétendant durcir sa politique monétaire en pleine crise des dettes publiques européennes mais ensuite elle n'a cessé de baisser ses taux, jusqu'à les ramener à quasi-zéro (0,05 %) début octobre 2014.

### *Transparence : jusqu'où ?*

Le contraste entre les objectifs affichés de la politique monétaire et la pratique peut expliquer que la BCE soit considérée comme une des banques centrales les plus fermées en ce qui concerne la communication

Taux directeurs de la BCE



avec le public. Des évolutions ont néanmoins eu lieu. La plus marquante a été l'annonce de ses intentions en matière de taux d'intérêt (*forward guidance*) à horizon de quelques mois, à partir de juillet 2013.

En revanche, contrairement aux banques centrales anglo-saxonnes, la BCE ne publiait, jusqu'à présent, aucun compte rendu des débats internes à son Conseil des gouverneurs. C'est maintenant chose faite avec, depuis le 19 février 2015, la publication, avec un mois de décalage, du compte rendu des débats du Conseil des gouverneurs – mais sans citer les noms des intervenants.

Sans attendre ces nouvelles informations, la violence des contradictions auxquelles se heurte la BCE, et les tensions qu'elles créent au sein même de son Conseil des gouverneurs, ont néanmoins transpiré à plusieurs reprises, par exemple lorsque Axel Weber, président de la Deutsche Bundesbank, a renoncé à briguer le poste de président de la BCE par opposition aux rachats de titres publics, en février 2011, ou quand son compatriote Jürgen Stark, chef économiste de l'institution au sein de son directoire, a démissionné en septembre de la même année. Ces divisions ont conduit au spectacle étonnant d'un affrontement entre la BCE et la Bundesbank devant le tribunal constitutionnel de Karlsruhe, puis devant la Cour de justice européenne à propos des rachats de titres publics.

### Une innovation majeure : la « stabilité financière » devient une mission des banques centrales

Il y a cependant un domaine majeur où les missions de la BCE ont fortement changé : la contribution des banques centrales à la « stabilité financière ». Par nature, les marchés financiers sont exposés aux krachs, et les banques à un risque de faillite. Ces événements sont devenus de plus en plus fréquents depuis la libéralisation financière. Après chaque crise, de nouvelles réglementations et de nouveaux dispositifs de contrôle ont été mis en place. Jusqu'à la crise des *subprimes* et à la faillite de Lehman Brothers, la doctrine libérale professait que ces dispositifs devaient être séparés de la politique monétaire proprement dite par une « muraille de Chine », et donc se situer de préférence à l'extérieur des banques centrales. L'argument était le suivant : supposons qu'une banque centrale soit amenée à jouer son rôle de « prêteur en dernier ressort » pour sauver une banque incapable de rembourser ses créanciers. Dans ce cas, elle créerait de la monnaie pour un motif qui n'a rien à voir avec l'objectif de stabilité des prix, et qui peut

même entrer en contradiction avec lui. Dans les années quatre-vingt-dix, la Grande-Bretagne avait poussé ce principe jusqu'à ses conséquences logiques, en coupant la Banque d'Angleterre en deux : les services chargés jusque-là en son sein de la supervision bancaire avaient été transférés à une institution nouvellement créée : la *Financial Services Authority*.

La crise des *subprimes* et les défaillances de nombreuses banques et compagnies d'assurance, particulièrement au Royaume-Uni et aux États-Unis, ont révélé combien cette organisation était désastreuse. La tendance s'est alors entièrement inversée, en Grande-Bretagne et ailleurs, et les banques centrales ont été chargées d'une part croissante des tâches de surveillance des banques, des compagnies d'assurance et des marchés de capitaux.

En Europe, l'arrivée en force des banques centrales s'accompagne d'une centralisation du pouvoir. Alors que jusqu'à présent la surveillance des banques était confiée à des autorités nationales, un « mécanisme de supervision unique » confère à la BCE, depuis novembre 2014, la pleine responsabilité de surveiller les principales banques de la zone euro. De même, un « mécanisme de résolution unique » est en cours de mise en place pour gérer les situations où les autorités décident de laisser une banque faire faillite. Avec l'harmonisation des systèmes d'assurance des dépôts bancaires, prévue pour dans quelques années, ces deux dispositifs sont censés venir compléter l'Union économique et monétaire européenne (l'euro) par une « union bancaire » jugée indispensable à la lumière de la crise (1).

Tout cela a pour la BCE une contrepartie potentiellement redoutable : à la prochaine crise bancaire, elle sera en première ligne pour assumer la responsabilité des dégâts qui ne manqueront pas d'en résulter.

À cette exception importante près, ce n'est toutefois pas dans la définition des objectifs de la politique monétaire que la crise a apporté des nouveautés mais plutôt dans l'usage des instruments dont dispose l'Eurosystème pour mettre en œuvre sa politique.

## 2. Les instruments de la politique monétaire : la BCE a joué sur une gamme de plus en plus large

Les créateurs de la Banque centrale européenne ont pris soin de mettre à sa disposition l'arsenal complet de tous les instruments qu'une banque centrale peut envisager d'avoir à employer (la seule exception est le financement direct des États et collectivités publiques, interdit par le traité de Maastricht). Ces très nombreux instruments peuvent être classés en trois ensembles selon le domaine auquel ils s'appliquent : la régulation du marché de la liquidité bancaire, les achats de titres publics ou privés, le refinancement des crédits aux entreprises.

### Les procédures d'alimentation du système bancaire en liquidités : tout faire pour débloquer le marché interbancaire

#### Bref rappel du dispositif de régulation de la liquidité bancaire

Comme on le sait, l'argent qui circule sur nos comptes en banque provient des opérations de crédit des banques : ce sont elles qui créent de la monnaie lorsqu'elles prêtent

à un client. Elles ne peuvent toutefois pas le faire sans limite. Elles ont besoin, par exemple, de se procurer des billets auprès de la banque centrale pour pouvoir les mettre à la disposition de leur clientèle. Pour cela, elles disposent de fonds sur un compte auprès de leur banque centrale nationale : c'est ce qu'on appelle la « monnaie centrale ». Les banques ne cessent de s'échanger et de se prêter ces fonds entre elles mais, pris dans son ensemble, le système bancaire ne peut être alimenté en monnaie centrale que si la banque centrale le décide. Par exemple, elle crée de la monnaie centrale chaque fois qu'elle prête de l'argent à une banque ; elle en détruit chaque fois qu'elle leur en emprunte. Comme les banques ne peuvent se passer de monnaie centrale pour fonctionner, ce monopole exercé par la banque centrale lui confie un énorme pouvoir : un pouvoir de vie et de mort sur les banques. En temps normal, et en régime libéral (*open market*), elle se sert avant tout de ce pouvoir pour fixer le niveau des taux d'intérêt à court terme.

Concrètement, la BCE s'attache à contrôler étroitement le taux du marché interbancaire au jour le jour, celui auquel les banques se prêtent et s'empruntent sans cesse de la monnaie centrale pour une durée de 24 heures. Dans la zone euro, ce taux s'appelle l'EONIA (*Euro OverNight Index Average*, « indicateur moyen de l'euro au jour le jour »).

Pour contrôler l'EONIA, l'Eurosystème a besoin de trois procédures au moins :

- une procédure d'alimentation des banques visant à mettre à leur disposition une quantité de monnaie centrale correspondant à peu près à leurs besoins ; restreindre cette alimentation tend à faire monter l'EONIA, l'augmenter tend à le faire baisser. Cette procédure est celle dite des « opérations principales de refinancement » hebdomadaires, ou REFI ;
- un guichet où les banques qui ont besoin de liquidités peuvent emprunter à tout moment la quantité de monnaie centrale qu'elles veulent (sous réserve qu'elles puissent apporter des garanties suffisantes à la BCE). L'EONIA ne peut pas monter au-dessus du taux pratiqué par la BCE pour ces prêts puisqu'aucune banque n'a intérêt à emprunter pour plus cher à un confrère. Ce guichet est appelé « facilité de crédit marginale » ;
- un guichet où les banques peuvent déposer les liquidités qu'elles ont en excédent ; l'EONIA ne peut pas descendre en-dessous du taux versé par la BCE sur ces dépôts puisqu'aucune banque n'a intérêt à prêter à un confrère pour moins cher. Ce guichet est appelé « facilité de dépôt ».

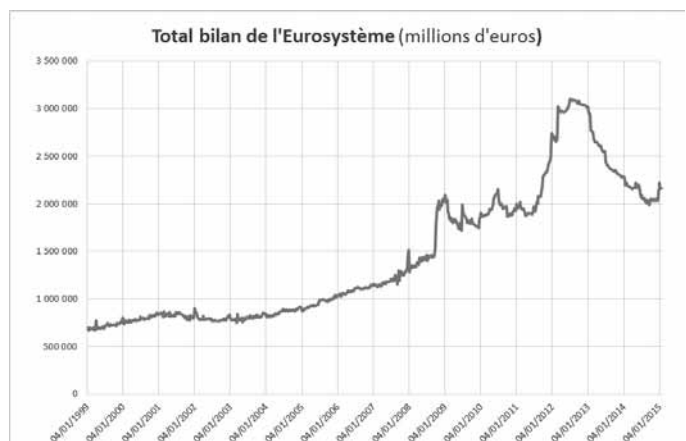
En temps normal, l'EONIA évolue donc entre un plancher, fixé par le taux de la facilité de dépôt (ce taux est actuellement négatif, à -0,20 %, ce qui signifie que les banques préfèrent payer des intérêts à la BCE plutôt que de prêter cet argent à leur clientèle...), et un plafond fixé par le taux de la facilité de crédit marginale (actuellement 0,40 %). Le taux des opérations principales de refinancement est le plus représentatif de la politique monétaire de la BCE. Il est fixé au niveau extraordinairement bas de 0,05 % depuis septembre 2014. Quant à l'EONIA, la quantité de liquidités déversée sur le marché par la BCE est telle qu'il est collé à son plancher (-0,05 % en janvier). À ces instruments de régulation du marché interbancaire s'en ajoutent beaucoup d'autres. Par exemple, la

BCE peut intervenir à tout moment pour prêter ou emprunter de l'argent si elle craint de perdre le contrôle de l'EONIA (c'est ce qu'elle appelle des « opérations de réglage fin »). Elle peut, à l'inverse, procéder à des apports de liquidité durables au moyen d'opérations de refinancement à long terme (LTRO, *Long Term Refinancing Operations*) dont l'échéance peut aller de quelques mois à plusieurs années. Elle peut vendre ou acheter des titres publics (sauf à leur émission par les Trésors nationaux) ou privés. Elle peut même prêter aux banques sans exiger ses garanties habituelles si elle juge que les circonstances l'exigent, ou déléguer cette faculté aux banques centrales nationales (c'est l'*Emergency Liquidity Assistance* utilisée en 2012 pour les banques chypriotes et aujourd'hui pour les banques grecques).

Ajoutons enfin que la BCE ne contrôle pas seulement l'offre de monnaie centrale ; elle en contrôle aussi la demande, au moyen de la réglementation des réserves obligatoires, qui contraint les banques à détenir un montant minimal sur leurs comptes auprès des banques centrales. À la création de l'euro, la BCE avait instauré un système de réserves obligatoires à hauteur de 2 % des dépôts d'une échéance inférieure à 2 ans qu'elles collectent, et de 0 % sur les dépôts et titres émis avec une échéance supérieure à 2 ans. Le premier taux a été ramené à 1 % le 18 janvier 2012 – à une époque où cela n'avait plus guère d'effet sur la demande de monnaie centrale car les banques souhaitaient maintenir sur leurs comptes auprès des banques centrales des quantités d'argent bien supérieures à ce qu'exigeait la réglementation.

Cet exposé rapide peut donner l'impression d'une grande complexité mais décrire ce qu'a fait la BCE depuis le début de la crise est simple : elle n'a cessé d'élargir et d'assouplir l'usage de toutes les procédures légalement à sa disposition.

Après l'éclatement de la crise des *subprimes* en 2007, des banques ont commencé à faire faillite et les autres sont devenues de plus en plus réticentes à prêter de la monnaie centrale à leurs confrères. Et, au moment de la faillite de la banque de Wall Street Lehman Brothers en septembre 2008, elles ont totalement cessé de se prêter entre elles. En d'autres termes, le marché interbancaire a cessé de fonctionner. Il a été remplacé par le mécanisme suivant : l'Eurosystème prêtait les liquidités nécessaires aux banques qui en avaient besoin, et celles-ci les laissaient sur leur compte auprès de leur banque centrale. Cela s'est traduit par un gigantesque accroissement de la taille du bilan de l'Eurosystème, de



quelque 1 200 milliards d'euros à la veille de la crise à plus de 3 000 milliards en 2012.

Au fil des épisodes de la crise, la BCE a progressivement levé toutes les barrières qui pouvaient freiner l'accès des banques à ses prêts. Dès octobre 2008, elle a cessé de mettre en concurrence les banques pour l'accès à sa procédure principale de refinancement hebdomadaire. Elle est passée à un système d'appel d'offres dans lequel elle annonce à l'avance le taux auquel elle va prêter et où elle accepte toutes les demandes des banques, sans autre limite que le montant des garanties qu'elles sont en état de lui présenter (« *fixed rate full allotment tender procedure* »).

Comme ce n'était pas suffisant pour calmer les angoisses des marchés, elle a ensuite fait un usage intensif des opérations de refinancement à long terme (LTRO). Des opérations d'une durée d'un an ont été annoncées en mai 2009 (442 milliards alloués en juin 2009). Mais ce sont surtout les 1 000 milliards d'euros prêtés sur trois ans, au taux de 1 %, en deux opérations menées respectivement en décembre 2011 et en février 2012, qui ont frappé les esprits.

N'ayant pas eu, malgré leur volume énorme, les effets escomptés sur le financement des entreprises, ces opérations ont été suivies, à partir de septembre 2014, d'opérations de refinancement à long terme *ciblées*, sur lesquelles nous reviendrons plus loin.

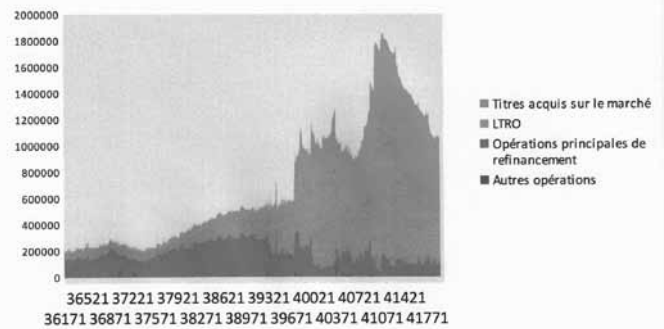
Au total, le montant de leurs prêts aux banques européennes était de 400 milliards d'euros à fin 2005 ; il a dépassé 1,2 milliard au plus fort de la crise de l'euro (il est encore supérieur à 600 milliards aujourd'hui).

Il faut signaler que ces opérations portent sur l'alimentation des banques en euros, que la BCE peut créer à volonté et, techniquement, sans limite. Mais à différentes reprises, les banques européennes ont eu besoin de dollars dont seule la banque centrale américaine a le pouvoir d'autoriser la mise en circulation. Dès octobre 2008, soit au lendemain de la faillite de Lehman qui a paralysé le marché monétaire en Europe, la BCE et la Réserve fédérale ont conclu, à cet effet, des accords de *swaps* par lesquels, en quelque sorte, la seconde autorise la première à transformer des euros en dollars. Ces accords se sont révélés cruciaux lors d'un épisode mal connu, la pénurie de dollars dans les banques françaises à l'été 2012, au plus fort de ce qu'on a appelé la « *crise grecque* ».

Dans ces circonstances, non seulement la BCE a pu alléger la réglementation des réserves obligatoires mais elle a été amenée à instaurer des taux d'intérêt négatifs sur les fonds déposés par les banques auprès de l'Eurosystème. Le poids de cette mesure est sans doute plus symbolique que réel. Il faut retenir que depuis l'automne dernier la BCE, comme la Réserve fédérale et la Banque du Japon, a de fait réduit à zéro, et de façon durable, le taux du marché monétaire. Cette circonstance absolument exceptionnelle suffit à signaler combien la situation économique du monde contemporain est anormale.

Elle l'est d'autant plus que, pour fournir au marché les liquidités qui y circulent maintenant, les opérations de prêts aux banques n'ont pas suffi. Il a fallu que la BCE recoure à une technique à laquelle elle répugnait par-dessus tout : l'achat de titres publics sur le marché secondaire.

Création de liquidités par l'Eurosystème (millions d'euros)



## Les interventions sur le marché des titres d'État : la fin d'un tabou ?

### À l'origine du SMP

Les achats de titres sur le marché secondaire (c'est-à-dire le marché d'« *occasion* » où les titres circulent après avoir été achetés par leur premier souscripteur) sont une des modalités les plus traditionnelles des opérations des banques centrales. Acheter des titres est, pour la banque centrale, la façon la plus simple de créer de la monnaie. La BCE à sa création – et les banques centrales nationales – avaient cependant évité de recourir à ce procédé à des fins de politique monétaire, préférant utiliser les titres comme garanties de ses opérations de prêts aux banques sur le marché monétaire. Elles ont abandonné ce principe au moment de la « *crise grecque* », en mai 2010, en mettant en place un *securities market programme* consistant à acheter des titres publics de la zone euro. Ces opérations étaient présentées comme exclusivement destinées à remédier à des « *dysfonctionnements du marché des titres* » et non pas – *horresco referens!* [j'en frémis en l'écrivant] – à financer les États. Elles étaient assorties de deux conditions : le respect par les États des règles en matière de déficits excessifs, et la destruction des liquidités créées par des emprunts d'un montant équivalent de l'Eurosystème sur le marché interbancaire.

### Crise grecque : l'abandon de toute sélectivité

Au plus fort de la crise, et en contradiction avec toute sa doctrine, la BCE s'est trouvée contrainte d'acheter des titres de tous pays, même de pays considérés comme non solvables comme la Grèce. C'est l'une des dispositions de l'accord de février 2012 par lequel la dette grecque a été restructurée moyennant l'acceptation, par les créanciers privés, d'une réduction des trois quarts de la valeur de leurs portefeuilles de titres de l'Etat grec (la BCE s'est exemptée de cette décote pour les titres qu'elle détient). C'est cette acceptation des titres grecs comme garantie, profondément dérogoire à sa doctrine habituelle, que la BCE a suspendue le 4 février 2015 pour faire pression sur les négociations entre le gouvernement Tsipras et l'Eurogroupe.

### L'effet miracle des OMT

Pourtant, en 2012, ce n'est pas cette décision, particulièrement audacieuse du point de vue monétaire, qui a rassuré les marchés sur l'intention de la BCE de tout faire pour les préserver. C'est l'engagement exprimé par Mario Draghi, en août 2012, de faire « *tout ce qu'il*

*faudrait*» («*whatever it takes*») pour sauver l'euro qui a eu cet effet.

Pour l'obtenir, la BCE n'a pas eu besoin, à ce moment, de procéder à des achats de titres. Il a suffi, en septembre 2012, qu'elle annonce le remplacement du programme SMP par un programme d'achats ferme de titres, *outright monetary transactions*. La nouveauté était dans l'annonce que ces transactions pourraient être opérées sans limitation de montant.

Mais il a fallu un élément nouveau – la menace avérée d'une entrée de la zone euro en déflation – pour que la BCE passe à la pratique. Ne pouvant plus faire baisser sensiblement les taux d'intérêt – qui sont aujourd'hui à zéro – et refusant d'intervenir trop directement sur les critères qui guident le choix par les banques des bénéficiaires de leurs crédits (comme nous le préconisons), il ne lui restait plus qu'un moyen d'agir : injecter massivement de la monnaie centrale sur le marché en achetant des titres en grandes quantités.

Elle a commencé logiquement, le 5 juin 2014, par mettre fin à la «*stérilisation*» de ses achats d'actifs, c'est-à-dire que lorsqu'elle crée de la monnaie en achetant des titres d'État, elle ne détruit plus immédiatement cette monnaie en empruntant une somme équivalente aux banques.

Mais c'est en janvier 2015 qu'elle a fait l'annonce la plus lourde de conséquences : le lancement d'un «*programme d'achats d'actifs étendu*».

C'est cela qu'on appelle la *quantitative easing*, pratiqué massivement aux États-Unis, au Japon et en Grande-Bretagne et qui consiste non pas à influencer le taux du marché monétaire – il est déjà à 0,05 % !, mais à inonder les marchés, et l'économie, de liquidités en espérant que cet argent déclencherait quelque part des décisions d'achat de la part des agents privés, voire des décisions d'investissement.

Un autre effet de ces opérations, mis en avant avec moins d'insistance par la BCE mais potentiellement plus puissant encore, devrait être d'exercer une pression à la baisse du cours de l'euro vis-à-vis des autres monnaies, et principalement du dollar. On en attend une hausse des prix des produits importés, facteur de relèvement du niveau général des prix, et une amélioration de la compétitivité des produits de la zone euro dans la compétition internationale.

Techniquement, il s'agit de porter le bilan de la BCE au niveau atteint au plus fort de la crise, en 2012, *via* des achats mensuels de titres principalement publics mais aussi privés, d'un montant mensuel de 60 milliards d'euros à partir de mars 2015 jusqu'en septembre 2016 au moins, soit 1 140 milliards d'euros.

Une caractéristique importante de cette opération est que le principe des achats de titres publics a été ouvertement contesté par la Deutsche Bundesbank au motif qu'ils contreviendraient à l'interdiction de tout financement des collectivités publiques, imposée à la BCE par l'article 123 des traités européens (repris de l'article 104 du traité de Maastricht). Saisi du litige, le tribunal constitutionnel de Karlsruhe a décidé de renvoyer la question à la Cour de justice des communautés européennes. Celle-ci devrait rendre sa décision dans les prochaines semaines, et déclarer le programme conforme aux traités.

Cependant, pour atténuer l'hostilité de la Bundesbank, le Conseil des gouverneurs a décidé qu'au cas où l'Eurosystème enregistrerait des dépréciations ou des défauts de paiement sur ces titres les pertes ne seraient pas entièrement mutualisées. Au lieu d'être imputées à la BCE (et partagées ensuite entre les banques centrales nationales, ses actionnaires au prorata de leur participation au capital de la BCE), elles seraient, pour 80 % de leur montant, directement supportées par les banques centrales nationales. Les 20 % restant à la charge de la BCE correspondent, d'une part aux achats de titres de collectivités publiques européennes comme la Banque européenne d'investissement (12 % du total), d'autre part au pourcentage (8 %) du revenu monétaire de l'Eurosystème qui revient à la BCE.

Un aspect du «*programme étendu d'achat de titres*» est qu'il ne porte pas seulement sur des titres publics mais aussi sur des titres privés : obligations émises par des banques (*covered bonds*) et crédits titrisés (*asset backed securities*). Ce n'est pas la première fois que la BCE recourt à des opérations de ce type. Elle avait acheté 60 milliards de *covered bonds* dans le cadre d'un programme lancé en 2009, qui fut suivi d'un deuxième programme en 2011.

Problème : ces titres sont peu répandus en Europe et la crise de 2008-2010 a contribué à restreindre encore ce marché. Les gouverneurs ont donc décidé de relancer la titrisation... Un peu gênés tout de même par le souvenir de la crise des *subprimes* – conséquence directe de la titrisation des crédits immobiliers aux ménages américains, ils ont assuré l'opinion publique interloquée qu'il s'agirait cette fois-ci d'une «*titrisation saine et bien contrôlée*»... Ce n'est pourtant pas l'impression que donnent les modalités de mise en œuvre du programme d'achats de titres. Non seulement la sélection des titres éligibles à ces opérations est strictement soumise aux critères habituels des agences de notation, mais la BCE a décidé de confier les opérations à une banque de marchés privés – contrairement à la règle qui veut, depuis la création de l'Eurosystème, que la mise en œuvre de la politique monétaire soit confiée aux banques centrales nationales !

On peut considérer que la BCE a opéré là le plus mauvais choix possible, alors qu'elle donnait, dans le même temps, des signaux montrant qu'elle faisait un pas dans une tout autre direction, bien plus pertinente : influencer le comportement des banques en rendant sélectif l'accès aux prêts qu'elle leur accorde sur le marché monétaire.

### *Soutien au financement du secteur privé : de l'élargissement du collatéral aux achats de crédits titrisés*

La BCE exige des banques qui veulent lui emprunter de la monnaie centrale qu'elles apportent des garanties (*collateral* en jargon financier). Dans une conception néolibérale de la politique monétaire, les meilleures de ces garanties sont celles qui sont considérées comme les plus sûres, c'est-à-dire les titres d'États possédés par les banques. Dans ce régime de fonctionnement, cela équivaut, pour la banque centrale, à dire : «*Je suis satisfaite des garanties que vous m'apportez, faites maintenant ce que vous voulez avec cet argent.*»

Si la banque centrale accepte des créances privées (représentatives, principalement, de crédits aux entreprises) en garantie, la situation est plus complexe... et plus intéressante. En effet, ce mode de régulation de la création de monnaie centrale matérialise de façon visible le dispositif dans lequel la banque centrale «*refinance*» les crédits accordés par les banques aux entreprises. Il crée un lien entre la politique monétaire et l'économie «*réelle*». La banque centrale peut alors utiliser son pouvoir pour décider quels crédits mériteront d'être refinancés – ce qui constitue un soutien important, sans lequel l'entreprise emprunteuse pourrait se voir refuser son crédit ou être obligée de supporter un taux d'intérêt plus élevé. Actuellement, les critères qui guident cette décision sont ceux de la rentabilité privée, tels qu'ils sont mis en œuvre par les agences de notation (Moody's, Santard & Poor's, Fitch). Mais il serait tout à fait possible, à la place, d'utiliser des critères d'efficacité économique et sociale. Ce serait un puissant outil de politique économique dans la crise car, de marginal avant la crise, le refinancement des crédits aux entreprises est devenu une composante majeure de l'action de la BCE.

En 2004, les «*actifs non négociables*» ne représentaient que 4 % des actifs apportés par les banques en garantie de leurs emprunts auprès de l'Eurosystème, contre 38 % pour les titres publics. Au premier trimestre 2014, la proportion des titres publics dans le collatéral est tombée à 19,8 % tandis que la part des «*actifs non négociables*» atteignait 25 %, dont 18,6 % pour les crédits.

### Un assouplissement des exigences de garanties

Dès avant la crise, la BCE avait étendu à l'ensemble des banques européennes la possibilité d'utiliser des crédits aux entreprises comme garanties de leurs emprunts à l'Eurosystème, sur le modèle français (voir Denis Durand, *Un autre crédit est possible*, le Temps des Cerises, 2005). Avec la paralysie du marché monétaire, obligeant les banques à emprunter massivement à l'Eurosystème, le besoin d'un large gisement de *collatéral* s'est considérablement renforcé. Simultanément, la «*grande récession*» dégradait considérablement la situation financière des entreprises, et fermait à beaucoup d'entre elles l'accès au crédit bancaire. Cet ensemble de raisons a conduit, dès octobre 2008, la BCE à assouplir – de la note A' à la note BBB' – les critères de sélection des créances privées pouvant servir de garantie à ses opérations.

### Un pas vers une certaine autonomie des banques centrales nationales dans la définition des critères de refinancement ?

Le 8 novembre 2011, le Conseil des gouverneurs a autorisé les banques centrales nationales membres de l'Eurosystème à accepter en garantie des crédits répondant à des critères spécifiques. Un usage plus poussé de cette faculté pourrait ouvrir la voie à une certaine forme d'autonomie nationale dans la mise en œuvre de la politique monétaire. On en est encore très loin puisque cette mesure était adoptée «*à titre temporaire*», et que les critères de sélection des crédits définis par les banques centrales nationales sont soumis à l'acceptation de la BCE.

### Des LTRO aux TLTRO

En décembre 2011 et février 2012, avec l'opération LTRO, la BCE avait prêté 1 000 milliards, à longue échéance, aux banques en leur laissant toute latitude pour en faire ce que bon leur semblerait. L'opération a sans nul doute contribué au rétablissement spectaculaire de la rentabilité dans la profession bancaire mais les dirigeants de la BCE ont dû bientôt reconnaître que l'effet sur le financement des investissements des PME et sur la croissance de la zone euro en général était quasi nul.

Le 5 juin 2014, alors que la déflation était officiellement devenue un sujet de préoccupation, ils ont donc fait un pas de plus vers une forme de sélectivité du crédit en annonçant un nouveau programme de refinancements à long terme, qui serait cette fois-ci ciblé sur le financement des investissements des entreprises (*Targeted Long Term Refinancing Operations*).

La première opération a été lancée en septembre et la deuxième en décembre. Les banques ont droit à une facilité d'emprunt initiale égale à 7 % de l'encours total, au 30 avril 2014, de leurs prêts au secteur privé non financier de la zone euro, hors prêts au logement. Elles ont la possibilité de tirer sur leur facilité initiale au cours des deux premières opérations de septembre et décembre 2014. Globalement, 82,6 milliards d'euros ont été alloués à 255 soumissionnaires représentant 738 établissements de crédit au cours de la première TLTRO, le 18 décembre. Sur la base des données de bilan soumises par les banques jusqu'au 28 août, ce montant représente 40 % de la facilité initiale de 206,7 milliards d'euros. La deuxième tranche a eu un peu plus de succès, portant le total des opérations aux

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 T4	2013 T4	2014 T1
Titres d'État	252,4	233,5	205,5	176,9	158,2	224,9	261,5	255	374,3	331,3	320,5
Titres émis par des collectivités territoriales	57,7	64,8	61,3	53,4	62,2	70,5	71	82,1	100,6	95,7	96,5
Obligations bancaires non garanties	169,3	226,5	294,1	370,6	439,6	562,1	430,2	269,2	328,8	282,2	260,6
Obligations bancaires garanties	213,3	190,1	172,5	162,8	173,9	272,8	264,5	287,8	498,8	402,4	377,7
Obligations émises par des sociétés	26,9	44,2	60	76,5	95,8	115,2	101,7	95,7	85,3	119,9	106,7
Titres garantis	45	83,5	109,3	182,1	443,6	473,6	490	358	352,7	324,8	306,6
Autres actifs négociables	18,9	22	19,9	16,2	15,8	21	32,7	57,8	81,2	117,5	117,5
Actifs non négociables	33,5	35,4	36,3	109,3	190,1	294,8	358,5	418,7	656,5	535,9	527,3
Crédits										403,8	392,4
Dépôts au comptant ou à terme										132,1	134,9
<b>Total</b>	<b>817</b>	<b>900</b>	<b>958,9</b>	<b>1147,8</b>	<b>1579,2</b>	<b>2034,9</b>	<b>2010,1</b>	<b>1824,3</b>	<b>2478,2</b>	<b>2209,7</b>	<b>2113,4</b>

environs de 215 milliards d'euros, bien en dessous de la limite annoncée.

Il faudra aller beaucoup plus loin dans une nouvelle sélectivité du crédit – pas seulement en faveur des investissements privés mais résolument en faveur de l'emploi, de la formation et de la création de richesses dans les territoires – pour que des résultats tangibles puissent se manifester. Il faudra aussi que la pression des luttes sociales monte en faveur de projets concrets, dans les entreprises et les collectivités publiques, exigeant leur financement par le crédit bancaire.

Si l'on résume quinze ans d'existence de la Banque centrale européenne, dont huit ans de crise aiguë, on doit constater que la nature profonde de la construction européenne n'a pas changé. Il s'agit toujours de convaincre en permanence les marchés financiers – ces institutions construites pour que seule la rentabilité des capitaux détermine tous les choix économiques – que la politique monétaire donnera toujours la priorité à la préservation de leurs profits.

Mais les circonstances ont été si extraordinaires ces dernières années que tout ce qui devait graver dans le marbre cet engagement – l'absence de tout soutien aux finances publiques, l'absence de toute ingérence de la politique monétaire dans les critères de distribution du crédit – a été abandonné, fissuré ou contourné. L'engagement de la BCE au service des marchés financiers est contesté en permanence par les peuples – avec plus ou moins d'intensité – mais aussi par les réalités. Qui l'emportera? Nul ne peut le dire mais beaucoup dépendra de la qualité des mobilisations sociales et politiques, comme celle qu'il convient de développer dans l'affrontement actuel entre le gouvernement grec et les forces conservatrices européennes. ■

(1) « Union bancaire européenne: de quoi s'agit-il? », Note économique de la CGT, n° 141, mai 2014.

## À COMBIEN SE MONTE LA DETTE PUBLIQUE GRECQUE ?

Entre 315,5 milliards d'euros fin septembre 2014 (Eurostat) et 324 milliards d'euros (FESF). Soit entre 175 % et 177 % du PIB. Record de l'UE, elle est insoutenable, c'est-à-dire que les intérêts versés chaque année aux créanciers « mangent » une grosse partie des ressources financières ; la Grèce ne peut plus se développer.

## QUI DÉTIENT LA DETTE PUBLIQUE GRECQUE ?

Depuis l'automne 2010, la composition de la dette publique grecque a beaucoup changé : initialement elle était détenue par des institutions financières privées (banques, assurances, fonds divers). Après deux « plans d'aide » et une restructuration (2012), les banques qui, des années durant, se sont empiffrées (et ont spéculé) de titres de dette publique grecque grassement rémunérés et sans risque, ont refilé la patate chaude aux acteurs publics. Dans cet exercice **ce sont les banques françaises qui ont eu le comportement le plus cupide et prédateur.**

Exposition des banques à la dette grecque (publique et totale)

En milliards d'euros	Dette grecque totale (publique + privée)			Dette publique grecque		
	T3 2009	T1 2012	T2 2014	T4 2010	T1 2012	T2 2014
<b>Total banques</b>	<b>430,5</b>	<b>105,6</b>	<b>73,8</b>	<b>62,9</b>	<b>9,0</b>	<b>3,5</b>
<b>Banques européennes</b>	<b>389,2</b>	<b>99,1</b>	<b>47,8</b>	<b>60,2</b>	<b>8,3</b>	<b>2,2</b>
Dont France	112,4	54,7	3,0	20,3	2,5	0,1
Dont Allemagne	61,8	8,3	18,9	20,0	1,0	0,2
Dont Royaume-Uni	17,9	11,1	18,1	4,6	0,3	0,8
<b>Banques non européennes</b>	<b>NA</b>	<b>6,5</b>	<b>26,1</b>	<b>2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>
Dont États-Unis	27,8	5,1	24,6	2,0	0,6	1,3

Sources: BRI, BCE, calculs de l'auteur.

Autrement dit, alors que les banques allemandes se sont désengagées à hauteur de 42,9 milliards d'euros et que les banques anglaises ont accru leur engagement de 0,2 milliard d'euros, les banques françaises, elles, se sont désengagées de 109,4 milliards d'euros.

Aujourd'hui 75 % de la dette publique est constituée de prêts. Le FMI, la BCE, les banques centrales nationales et les États de la zone euro détiennent 80 % de la dette publique grecque.

- **Le FESF (Fonds européen de stabilité financière)** est le premier créancier : il détient 40 % de la dette grecque après avoir prêté à la Grèce 141,8 milliards d'euros, levés sur les marchés financiers. Ces apports sont garantis par chaque État de la zone euro proportionnellement à son poids dans la zone ;
- **Des prêts bilatéraux** des États de la zone euro à hauteur de 52,9 milliards d'euros, versés lors de la première aide ;
- **La BCE** détient environ 25 milliards d'euros de dette publique grecque ;
- **Le FMI** détient environ 25 milliards d'euros de dette publique grecque ;
- **Les banques et assurances** détiennent le reste sous forme d'obligations.



# Dettes grecque : de quoi parle-t-on ?

Alain Paker

**L'une des raisons des succès électoraux remportés par Syriza tient au refus de continuer de payer la facture de la dette grecque, dette ayant déjà fait l'objet, ces dernières années, d'un certain nombre de décisions. Il convient donc de s'intéresser à la composition de cette dette, de sa consistance pour regarder ce qui pourrait évoluer.**

**E**n septembre 2014, la dette publique de la Grèce atteint 321,7 milliards d'euros, ainsi composés :

D'une part, 79,8 milliards de titres de dette « ordinaires », répartis entre titres de court terme (billets de trésorerie) pour 13,4 milliards d'euros et titres de long terme (Bons du Trésor) pour 66,4 milliards d'euros. La BCE et les autres banques centrales détiennent aujourd'hui 25 milliards d'euros de titres de long terme, le secteur privé contrôlant un encours de 41,4 milliards d'euros, soumis aux plus grandes tensions spéculatives. Si la BCE et les banques centrales européennes voulaient intervenir, ce serait, d'ailleurs, dans un premier temps, en rachetant cette partie « volatile » de la dette hellénique qui est grevée des taux d'intérêt les plus élevés. La Grèce est, notamment, contrainte de se refinancer à des taux supérieurs à 9 % sur les titres de long terme...

La seconde partie de la dette publique grecque (241,8 milliards d'euros, soit environ 75 %) est constituée de prêts accordés par les « partenaires » de la Grèce.

**La dette publique grecque est donc atypique puisqu'elle n'est pas négociable par le pays lui-même pour les trois quarts. Et le quart restant étant particulièrement décoté du point de vue des agences de notation, le service de la dette grecque s'en trouve dramatiquement majoré.**

Le FMI détient 32,1 milliards d'euros de dette et c'est essentiellement la zone euro qui détient le reste.

Le premier plan a mobilisé 52,9 milliards d'euros de financement des pays de l'Union (la France pour 11,9 milliards dans cet ensemble) et le second, adossé au Fonds européen de stabilité financière ou FESF, a concerné 141,9 milliards d'euros, représentatifs des garanties d'engagement accordées par les pays de

la zone euro. C'est-à-dire que, contrairement à une légende assez largement répandue, la France n'est véritablement exposée, en Grèce, que pour les 11,9 milliards d'euros mobilisés par le premier plan (cf. article 4 de la loi 2010 - 463, loi de finances rectificative pour 2010).

L'intervention du FESF se situe en effet dans un cadre très précis. Il bénéficie de la garantie de l'ensemble des États de la zone euro et est habilité à lever jusqu'à 1 000 milliards d'euros sur les marchés pour souscrire ou racheter la dette des pays en difficulté. C'est-à-dire que le FESF, mutuellement assuré de tous risques par les États membres de la zone euro, agit comme intermédiaire entre les marchés financiers et la Grèce.

**Et de fait, il s'est substitué à la République hellénique en qualité de débiteur des marchés financiers. Nos banques, nos compagnies d'assurance et celles des autres pays européens ont donc échangé de la dette publique grecque, certes fort rémunératrice mais de plus en plus hasardeuse, contre une dette du FESF à la rémunération moindre mais garantie...**

On comprend mieux que ces établissements financiers aient abandonné 110 milliards d'euros de revenus certes potentiels mais qui étaient étroitement liés à la capacité de la Grèce à payer le service de sa dette et à l'amortir. Ces 110 milliards ne sont que les intérêts que ces établissements auraient dû percevoir si rien n'avait changé.

Cette intervention du FESF est évidemment conditionnée à la réalisation de mesures dites « d'assainissement budgétaire » dont on a vu à quoi elles ressemblaient en Grèce et qui ont bridé la croissance économique du pays et construit l'excédent budgétaire primaire sur la réduction draconienne des dépenses publiques.

## OÙ EN EST LA GRECE FACE À SES OBLIGATIONS ?

Le pays qui est à bout de souffle est désormais « en excédent primaire », c'est-à-dire qu'elle a consenti à tant de sacrifices, en termes de dépenses publiques et sociales, que hors le paiement annuel des intérêts de la dette publique, les comptes de l'État sont excédentaires. Elle n'emprunte donc plus pour financer son déficit, mais pour rembourser sa dette.

La Grèce est obligée de continuer d'emprunter pour financer les intérêts de la dette, pour rembourser, pour renouveler la dette arrivée à maturité, pour rembourser les prêts octroyés par le FMI.

À partir du deuxième trimestre 2015, la Grèce fera face à un trou de financement de 12,5 milliards d'euros (19,6 milliards d'euros si le FMI cesse son aide).

**Une nouvelle restructuration est indispensable vu l'ampleur de la dette et son profil d'amortissement (avec des remboursements atteignant 13 milliards d'euros en 2019 et jusqu'à 18 milliards d'euros en 2039!).**

De plus, les États accordant leur garantie au FESF, leurs ressources ne sont mobilisées que si l'État demandeur du soutien du Fonds «*fait défaut*».

En clair, lors même la France serait engagée pour environ 31 milliards d'euros en garantie pour le second plan Grèce, le budget français ne serait sollicité qu'à raison de toute incapacité de la Grèce à amortir les sommes avancées par le FESF. Cette disposition est celle décrite par l'article 3 de la loi 2010-606 du 7 juin 2010, loi de finances rectificative pour 2010. L'engagement de la France dans le Fonds européen est donc un peu comme la garantie d'un emprunt HLM par une collectivité locale.

Le FESF a désormais été remplacé par le Mécanisme européen de stabilité (MES), dispositif doté d'une «*force de frappe*» de 1 000 milliards d'euros en plafond de ressources, dont nous avons rejeté la création pour des motifs de même nature que ceux ayant présidé à la création du FESF, à savoir la «*conditionnalité*» des aides à la mise en œuvre de politiques «*d'ajustement budgétaire*»...

Enfin, l'extension du nombre des pays de la zone euro modifiée, à chaque fois, la part relative des participants au MES...

Autre observation essentielle: les premières sommes prêtées à la Grèce ont, pour le principal, été levées à partir de ressources extra budgétaires puisque la France s'est contentée, dans les faits, de relever le plafond d'émission de titres de dette publique. Nous avons connu une détérioration relative du solde des comptes spéciaux du Trésor (grand ensemble parmi lesquels se trouvent les comptes d'opérations financières bilatérales de la France avec les autres États du monde) et une hausse de la dette publique à raison de cette détérioration.

En clair, les 12 milliards d'euros avancés pour Athènes constituent environ un **centième de la dette publique de l'État français** et ont été financés par émission de titres sur les marchés à la Grèce. Il est même probable que les intérêts et *swaps* perçus depuis 2010 aient résolu une partie du problème... Et ce, sans augmenter les impôts plus que nous ne pouvons le faire d'ores et déjà.

Ce qui est en revanche certain, c'est que cet engagement des États dans le financement de la dette grecque s'est aussi traduit par une sensible réduction de l'exposition des banques françaises et européennes au risque posé par la détérioration des comptes du pays.

Ainsi, si les banques internationales «*portaient*» pour 430,5 milliards d'euros de dette grecque publique et privée (dont 62,9 milliards de dette publique) fin 2009, elles n'ont plus aujourd'hui en portefeuille que 73,8 milliards d'euros d'une telle dette dont seulement 3,5 milliards de titres de dette publique.

Dans cet ensemble, les banques françaises qui détenaient 20,3 milliards d'euros sur l'État grec fin 2009 ont réduit leur exposition à... 100 millions d'euros, après avoir recueilli les fruits du rachat de dettes par les États et leurs banques centrales...

Pour l'Allemagne, engagée pour 20 milliards d'euros fin 2009, les engagements sont aujourd'hui réduits à 200 millions.

Ce qui signifie, *a contrario*, que fin 2014, l'Allemagne voit ses banques porter 18,7 milliards de titres de dette privée grecque.

En réalité, cette situation montre le véritable caractère de l'intervention des États de la zone euro sur le dossier

grec. Il s'est agi de substituer aux titres de dettes devenus incertains (on émettait en 2009 des «*credit default swaps*» adossés sur les obligations grecques portant intérêt à 16% et plus...) et détenus par nos banques et nos compagnies d'assurance des titres de «*caractère*» public permettant à la Grèce de les amortir effectivement.

**Dans les faits, les prêts bilatéraux comme l'intervention du FESF, donc des États, n'auront donc servi qu'à éviter l'imputation des pertes grecques sur les comptes du Crédit agricole, de la BNP ou de tout autre établissement français ou européen de même nature.**

On comprend d'autant mieux comment ces mêmes banques ont pu, aussi rapidement que cela fut observé, rembourser les aides qui leur avaient été accordées en 2008-2009 dans l'enveloppe de 40 milliards en fonds propres et 320 milliards d'euros en liquidités prévue par Sarkozy dans la loi de finances rectificative du 16 octobre 2008 (loi n° 2008-1061).

## Quelles perspectives ?

La dette grecque vis-à-vis du FESF a d'ores et déjà été réduite, en termes d'impact, parce que le FESF a consenti un remboursement différé de dix ans.

Ensuite, le taux d'intérêt qui grève pour l'heure la dette grecque s'élève à Euribor + 50 points de base, soit **0,055% + 50 points de base**, ou encore **0,555%**, un taux supérieur au refinancement de court terme des autres pays de l'Union (la France et l'Allemagne ont même des taux négatifs sur les bons du Trésor, depuis le mois d'août 2014 pour ce qui nous concerne).

**Tout se passe comme si la Grèce, présentée comme «*l'homme malade de l'Europe*» se retrouvait, de fait, avec des taux d'intérêt sur prêts FESF plus élevés que ceux des bons du Trésor des pays les plus fragiles de la zone euro (Portugal, par exemple).**

On avait commencé avec des taux sensiblement différents, puisqu'en mai 2010, le taux Euribor à 3 mois était à 0,354% (il a eu tendance à remonter ensuite d'ailleurs) et les prêts à la Grèce étaient assortis d'une prime de risque de 300 points de base, soit un taux de **3,354%** **Une prime de risque ramenée à 150 points de base (de manière rétroactive) puis à 50 points en 2012.**

Le problème étant que le paiement des intérêts étant différé, ils s'accumulent avant de commencer à être soldés. Le niveau des intérêts dus aux prêts bilatéraux comme au FESF se situant à 1,9 milliard d'euros par an, on se retrouve donc avec une **Grèce qui, sans avoir amorti le premier cent de sa dette non négociable, aura déjà payé pour 20 milliards d'euros d'intérêts...**

Nous pourrions donc fort bien mener une opération consistant à combiner deux actions: une nouvelle prolongation du différé d'amortissement (une situation qui signifie au demeurant que plus de 240 des 320 milliards d'euros de la dette publique grecque n'ont pas vocation à commencer d'être remboursés avant... 2020 ou 2022); une renonciation à la «*prime de risque*» de 50 points de base qui, dans le contexte actuel des faibles taux d'Euribor, majore très sensiblement le coût de l'opération.

De la même manière, on peut se demander si nous ne pourrions renoncer à une partie des intérêts capitalisés, comme cela se fait déjà pour les titres de dette publique

grecque négociable détenue par les banques centrales de la zone euro.

L'Institut Brueghel, repaire de dangereux révolutionnaires pro-européens (des gens comme Mario Monti ou Jean Pisani-Ferry participent aux travaux de cet organisme de plus en plus présent dans les décisions politiques supranationales), indique d'ailleurs qu'en combinant renonciation à la « prime de risque », allongement de 10 ans (jusqu'en 2051) des financements bilatéraux et FESF, la Grèce **pourrait récupérer 31,7 milliards d'euros de disponibilités sans perte** d'aucune sorte pour ses créanciers...

### De la technique financière pure à la décision politique

Les outils de l'allongement du règlement de la dette, comme de la réduction relative du taux d'intérêt, voire l'abandon des intérêts capitalisés peuvent évidemment être mobilisés. Comme pourrait également être mis en œuvre un plan de rachat de la dette grecque demeurant négociable (le quart de l'encours actuel) avec les engagements que prend notamment la BCE.

Cependant on ne peut avoir, pour le même pays, une dette non négociable sur les marchés assortis d'un taux d'intérêt de 0,55 % aujourd'hui et une dette négociable échangée désormais aux alentours de 10 %!...

**Mais la solution la plus durable passe par la consolidation, c'est-à-dire in fine l'abandon de créances, tant en intérêts qu'en capital.**

Il existe un compte d'affectation spéciale retraçant la participation de la France au désendettement de la Grèce, compte consistant à affecter le produit des intérêts perçus par la Banque de France sur des titres grecs au désendettement de la Grèce. Ce compte est pour le moment déficitaire, ayant vocation à « fonctionner » jusqu'en 2020, année où la République Hellénique devrait graduellement commencer d'amortir le capital de ses prêts européens.

Mais on pourrait concevoir, par exemple, un abandon de créances par tranches successives de 500 millions ou 1 milliard d'euros, dont la « consolidation » serait **réalisée par émission de dette et dont l'impact budgétaire serait neutralisé au sens européen par mesure expresse.**

Nous réalisons d'ailleurs tous les ans des opérations de consolidation avec les dettes de certains pays en voie de développement, une consolidation qui ne fait que précéder des abandons purs et simples de créances dans bien des cas.

Enfin, se pose évidemment le cadre de l'intervention.

Soit l'on procède par des accords bilatéraux et la France, de son propre chef, décide de participer à la consolidation et à la réduction du poids de la dette publique grecque. **Cela s'accompagnera normalement d'une dégradation de notre solde budgétaire et d'un accroissement de la dette publique, déjà fort surveillés, mais cela demeure possible. On ne peut oublier que la dette publique grecque (320 milliards d'euros) ne représente, pour le coup, que 16 % du PIB français Et le budget de la Grèce 50 à 55 milliards d'euros...**

L'autre solution est l'intervention multilatérale, à partir du Mécanisme européen de stabilité dont on pourrait relever le niveau d'intervention, **en oubliant la condi-**

**tionnalité.** Il reste tout de même 80 milliards d'euros de dette grecque négociable, grevée de lourds taux d'intérêt. Cela pourrait constituer une première étape dans l'amélioration des comptes du pays.

Il demeure deux autres pistes de résolution du problème.

La première, c'est la transformation des titres FESF en titres à perpétuité, mettant la Grèce en situation de ne payer que des intérêts, à partir d'une faculté à « recharger » le passif par émission de nouveaux titres amortissant les précédents. Comme cela est accompli aujourd'hui par les pays pourvus de la meilleure signature (France, Allemagne...).

Au demeurant, l'existence de plusieurs pays touchés par une dette publique excédant les limites du traité européen de Stabilité semble nécessiter une approche globale.

La seconde, ce peut être de constituer une sorte de « *bad bank* » destinée à permettre à la France d'intervenir sur les dettes souveraines de ses partenaires.

En 2008, la loi de finances rectificative pour le financement de l'économie avait ouvert la faculté de mobiliser 360 milliards d'euros en fonds propres ou en garantie pour que nos banques ne se retrouvent pas « *le bec dans l'eau* ».

La France pourrait mettre en place une société de financement dédiée qui, d'une part, investisse en valeurs de dette publique de qualité (par exemple de la dette publique allemande) et d'autre part, rafle sur les marchés l'ensemble des titres de dette publique détenus par des personnes publiques ou privées d'origine française dans les autres pays? Elle renégocierait alors avec les émetteurs de nouvelles conditions d'amortissement, tout en demandant aux détenteurs actuels une sorte de décote, sous forme de prime de risque...

À l'image du dispositif de 2008 comme du programme d'investissements d'avenir, on pourrait concevoir une sorte de Fonds doté de ressources plus ou moins importantes (pourquoi pas jusqu'à 100 milliards d'euros mobilisés en quatre ou cinq tranches?) que nous avancerions à titre onéreux à certains pays demandeurs? Dans l'absolu, on pourrait fort bien emprunter sur les marchés 20 Md à 0,6 % ou 1 % à dix ans et les avancer avec un bonus de quelques points de base à tout pays demandeur.

Le tout est affaire de volonté politique, semble-t-il... ■

