

# «Le programme de la BCE n'encourage pas les gouvernements à poursuivre les réformes»

**Politique monétaire** Un responsable de S&P craint une bulle sur le marché obligataire

**Propos recueillis par Sébastien Dubas**

Moritz Kraemer, responsable de la notation des dettes souveraines au sein de l'agence Standard & Poor's, était à Genève mercredi pour débattre, lors d'une table ronde, avec les analystes de l'Association des stratégestes d'investissement de Genève (ISAG). *Le Temps* en a profité pour le rencontrer.

**Le Temps: La Banque centrale européenne (BCE) peut-elle restaurer la croissance au sein de la zone euro avec son programme d'assouplissement monétaire («QE») ?**

**Moritz Kraemer:** Les politiques monétaires, comme les politiques budgétaires d'ailleurs, ne peuvent pas générer de la croissance sur le long terme. Elles peuvent aider à stabiliser les cycles économiques et limiter l'impact d'une récession, par exemple. Mais pour créer de la croissance, vous avez besoin d'investissements de la part du secteur privé qui, eux, permettent de créer des emplois. Malheureusement, ce n'est pas le cas au sein de la zone euro, où certains pays, à l'image de la France et de l'Italie, n'ont pas suffisamment avancé dans leurs réformes structurelles. Du coup, et même si nous avons récemment revu nos perspectives de croissance du PIB à la hausse pour la zone euro, une première depuis cinq ans, celles-ci restent à 1,5% pour 2015. Et cela malgré un environnement favorable avec des taux d'intérêt au plancher, un euro faible et des prix du pétrole au plus bas.

**– Pensez-vous que les Etats européens puissent mener à bien ces réformes structurelles ?**

– Bien sûr qu'ils peuvent le faire. Mais vont-ils le faire? Je suis beaucoup plus sceptique. D'autant que le programme de la BCE n'encourage pas les gouvernements à poursuivre sur la voie de réformes souvent très impopulaires, et ne parvient pas à atténuer les effets procycliques des politiques publiques. C'est pour cela qu'elle a tant hésité à lancer son QE. Prenez l'Italie par exemple. Mario Monti n'a pas réussi à réformer le marché du travail ou à libéraliser certains secteurs de l'économie alors même que l'Italie devait payer 7% d'intérêt pour emprunter sur les marchés et que beaucoup craignaient que le pays ne se retrouve dans la même situation que la Grèce. Vous pensez bien qu'il est d'autant plus difficile pour Matteo Renzi de mener des réformes aujourd'hui alors que son pays emprunte à des taux de 1%.

**– La croissance est pourtant de retour aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, deux pays qui ont recouru à l'assouplissement monétaire...**

– Il y a plusieurs différences. La première est que la politique monétaire accommodante a été lancée bien plus tôt aux Etats-Unis et en Angleterre que dans la zone euro. La deuxième est qu'il n'y avait pas tant besoin de réformes que ça dans ces deux pays qui ont des économies, comme celle de la Suisse d'ailleurs, très ouvertes, libérales et flexibles. Soit un environnement davantage favorable à la croissance et à l'innovation. Cela ne veut pas dire que les Etats-Unis ne font pas face à d'autres défis, comme les inégalités sociales, par exemple. Mais simplement qu'il n'y

avait pas besoin, comme en Europe, de libéraliser certaines parties de l'économie. Peut-être même qu'il faudrait, au contraire, réguler davantage dans certains domaines. Enfin, troisième différence, ces deux pays ont été bien plus prompts à nettoyer leurs systèmes bancaires. Les banques ont été contraintes de se recapitaliser et elles ont rapidement réduit le niveau de dettes pourries qu'elles avaient dans leurs bilans.

**– N'est-ce pas le cas en zone euro ?**

– Cela va mieux maintenant. Mais nous avons toujours un niveau élevé d'endettement, que ce soit la dette publique, bien sûr, mais aussi en ce qui concerne le privé, ce qui pèse sur la demande domestique et donc sur la croissance. Ce qui n'est pas le cas dans les pays anglo-saxons où le désendettement s'est fait plus rapidement, en partie en raison d'une inflation plus importante, mais aussi à cause de la volonté des banques et des emprunteurs de tirer un trait sur les dettes dont ils se doutaient qu'elles ne seraient jamais remboursées.

**– Le programme de la BCE ne ramènera peut-être pas la croissance en zone euro mais il permet aux marchés financiers de continuer leur ascension. Cela vous inquiète-t-il ?**

– Ce qui m'inquiète davantage, et c'est aussi le résultat de la politique de la BCE, ce sont les obligations gouvernementales. Un tiers des rendements d'emprunts souverains d'Etats de la zone euro ont aujourd'hui des rendements négatifs. En Allemagne, c'est plus de la moitié. Cela veut dire que si vous achetez des obligations de ces Etats pour les garder sur le long terme, vous acceptez de perdre de l'argent.

Sauf si vous pensez que grâce au QE vous pourrez les vendre plus chers encore dans le futur. Ce qui s'apparente pour moi à la définition même d'une bulle, avec des risques évidents de surchauffe. Les emprunts allemands à 30 ans rapportent aujourd'hui entre 60 et 70 points de base. Sachant que l'objectif d'inflation de la BCE est de 2%, cela veut dire, si l'on en croit les marchés, que dans trois décennies, la BCE n'aura pas atteint son objectif d'inflation. Ce qui ne serait clairement pas une bonne nouvelle pour la zone euro. Une correction sur les marchés de dette souveraine semble donc inévitable si la BCE parvient à réaligner les anticipations d'inflation des marchés avec ses propres objectifs.

**– Comment les agences de notation appréhendent-elles ce nouvel environnement des taux négatifs ?**

– Nos notes reflètent les fondamentaux d'une économie sur le long terme, si bien que les taux d'intérêt ne sont qu'une très petite partie de nos analyses. Le marché des obligations souveraines est très volatil aujourd'hui et ne reflète pas une amélioration fondamentale de l'économie d'un pays. La baisse des taux n'est qu'une conséquence d'une politique monétaire. Or, nous pensons que les taux vont se normaliser sur le long terme; que le QE jouera son rôle et que les attentes d'inflation repartiront à la hausse, ce qui entraînera une remontée des taux. Nous n'avons pas non plus revu à la baisse nos notes lorsque les taux d'intérêt étaient remontés subitement durant la crise, lorsque l'Irlande par exemple, qui paie aujourd'hui 1% à 10 ans, ne pouvait plus emprunter du tout sur les marchés.