

Publié le 10 Décembre 2016

QE-mou

Stratégie du déni face à la crise qui menace la zone euro : après la procrastination du mois de septembre, la BCE s'obstine dans le culte de l'irréel



Face à cette crise qui n'en finit pas d'être derrière nous, il y a toujours dans l'attitude de la BCE une prime au non concret, un culte évident de l'irréel, tout ce qui détourne l'attention de ce qui se passe dans la vraie vie y est accueilli avec ferveur.

Avec [Mathieu Mucherie](#)
[Voir la bio en entier](#)

Ce qui s'est passé hier, à Francfort, c'est une façon assez phénoménale de se moquer du monde en *dolby surround*, et une nouvelle extension du domaine de la flûte. L'ennui naquit décidément un jour de conférence de presse de Mario Draghi, au point que j'ai encore pensé à Edgar Faure à propos du débat budgétaire au Parlement : "Litanie, Liturgie, Léthargie". En effet, face à cette crise qui n'en finit pas d'être derrière nous, il y a toujours dans l'attitude de la BCE une prime au non concret, un culte évident de l'irréel, tout ce qui détourne l'attention de ce qui se passe dans la vraie vie y est accueilli avec ferveur.

Nous espérions encore que la BCE, devant la Berezina de sa cible d'inflation (cible pourtant mal fichue, graphique n°1 en fin de texte, et non-atteinte depuis plus de quatre ans, et au moins pour les trois prochaines années, graphique n°2), serait un peu plus conciliante, surtout dans un contexte de *Brexit*, de fragilités bancaires et italiennes : nous voulions une extension du *Quantitative Easing* (QE) et/ou un discours plus accommodant. Ce n'était pas trop demander, et on ne peut pas dire que les marchés financiers demandent beaucoup ces derniers temps : ils n'ont qu'une envie, c'est un *rallye* de fin d'année pour finir en positif, après une année compliquée, ils sont prêts à tout avaler, un Président américain escroc et protectionniste, une Banque du Japon qui se parjure, une candidature de Vincent Peillon à la primaire du PS, tout, tout et n'importe quoi. Eh bien, avec Mario, nous avons une nouvelle fois récoltés du mépris, après l'aumône de la réunion du mois de mars (80 milliards d'euros

mensuels, une paille) et la procrastination de la réunion de septembre.

Certes, le QE a été étendu de 9 mois, au-delà de mars 2017 (contre 6 mois attendus par le consensus), ce qui va permettre de passer le cap des élections de nos maîtres chers amis d'outre-Rhin toujours très remontés contre tout ce qui pourrait alléger le fardeau de leurs vassaux partenaires. Mais le rythme des achats repasse à 60 milliards d'euros par mois (contre un consensus pour la stabilité à €80bn). Bon, OK, en apparence, $9 \times 60 > 6 \times 80$, j'en conviens, mais comme personne ne s'attendait vraiment à la fin de tout achat vers septembre 2017..., on se fait déjà un peu avoir : l'extension ne compense pas la réduction. Et, surtout, cela s'accompagne de tout un tas de sales choses.

Primo, Draghi note que les risques de déflation ont largement disparu, voilà une régression caractérisée (Draghi, novembre 2012 : *"Also consider that monetary policy is already very accommodative, consider the very low level of interest rates (...) I never mentioned deflation. Deflation is a generalized fall in the price level across sectors and it is self-sustaining. And so far we have not seen signs of deflation, neither at the euro area level nor at country"*). Le même Mario Draghi avait pourtant déclaré, le 18 novembre 2016 : "la relance reste hautement tributaire d'une constellation de conditions financières qui, de leur côté, dépendent d'un soutien monétaire continu". Passons. Au passage, et au risque de me répéter, il y a une contradiction de fond entre le discours BCE de négation de la déflation et son discours boy scoutiste sur les réformes structurelles, puisque la déflation agit comme une anti-politique structurelle (en maximisant la rigidité des salaires et des taux) ; bref. De toute façon, la stratégie du déni a toujours un côté pathétique (on nie vers 2007 qu'il y ait un problème de solvabilité, on feint alors de croire qu'il n'y a qu'un problème de liquidité ; on nie vers 2008 ou 2011 la surévaluation de l'euro ; si on pouvait nier qu'Elvis est mort, on le ferait). Deusio, on atteint le mont Fujiyama de la mauvaise foi quand la même BCE décide pourtant hier d'abaisser sa prévision d'inflation sous-jacente ("core") pour la zone euro en 2017 : 1,1% et non plus 1,3% (on se situe actuellement à 0,8% sur les 12 derniers mois, et même à 0,5% sur les 3 derniers...), et 1,7% en 2019 (quelle blague). Ne cherchez pas d'ailleurs dans un rapport BCE une explication pour les 8 années de prévisions d'inflation foireuses toujours dans le même sens (en dépit de leurs 300 économistes aux ordres), ou a fortiori une vague demande de pardon : la BCE a une culture de la honte, pas du pêché.

Tertio, les modalités techniques (des achats possibles en dessous du taux de dépôt, une réduction de la maturité des achats...) ne m'impressionnent pas du tout, et elles ne vont pas toutes dans le bon sens, loin de là. Il n'y a toujours pas de justification sérieuse pour l'exclusion de la Grèce du programme de QE, et les prévisions de croissance restent délibérément archi-optimistes (pour faire planer un doute sur un possible arrêt prématuré du QE ?). Au fond on voit que la BCE n'a pas la foi des nouveaux convertis, son enthousiasme pour le QE (une politique qui ne peut fonctionner que si et seulement si les acteurs économiques sont persuadés que la banque centrale est archi-déterminée !) est très douteuse, comme en atteste la reconfiguration du programme tous les trois mois depuis deux ans, ou les commentaires du clan germanique qui n'a pas terminé son deuil des Starck, Weber, Trichet. Sur les 5 phases du deuil en psychiatrie (le refus, la colère, le marchandage cognitif, la dépression, l'acceptation), certains pensaient que l'acceptation était atteinte depuis 2015, mais la colère n'a jamais disparu et le marchandage cognitif reste très présent au quotidien (par exemple quand les officiels BCE vendent le QE sous le signe de la baisse des taux ou des spreads). C'est ça, le QE-mou de Draghi, un QE des moyens et pas des résultats, un QE centriste, un QE touche-pas-à-mon-pote-de-Francfort, un QE bien propre sur lui qui permet à chacun de retourner sa veste et de sauver la face. Un QE qui va donc s'éterniser dans le provisoire qui dure (comme le savent mes lecteurs depuis le début, désolé c'était le quart d'heure d'autocélébration, encore une influence BCE), et qui permettra ensuite à Mario (Président de Goldman Sachs en 2021) et à tous ses amis de parader dans les symposiums sur la gestion des crises, car croyez-moi : ils ressortiront alors l'argument qu'ils ont combattu pendant des années, celui de la contre-factualité (que ce serait-il passé si le QE n'avait pas été déclenché ? la zone euro aurait-elle survécu ? hein ? trémolos dans la voix, et un air de vieux sage).

Bien entendu j'exagère un peu, car la situation était bien pire jusqu'en 2011, à l'époque de JC Trichet où il n'était même pas question de parler de la monnaie, où tout se limitait à un délire moralisant sur les méchants déficits, ou à une action cosmétique sur les taux et sur la liquidité bancaire (Milton Friedman a écrit en 1966 que discuter de politique monétaire sans se concentrer sur la monnaie, c'était comme écrire un roman d'amour sans jamais aborder les questions sexuelles). Mais on est encore très loin du compte, c'est pourquoi je vais vous raconter rapidement trois techniques de dissimulation, de vieilles ficelles que vous ne trouverez pas chez Patriiick Artus ; et je me limite ici à trois, alors qu'il y en a des dizaines :

Ø Le piège n°1 : la focalisation sur ce qui se voit (QE, déformation des bilans des banquiers centraux), au détriment de ce qui ne se voit pas (les destructions monétaires privées, bien plus massives : remboursements, faillites, disparition de nombreuses quasi-monnaies...)

Je fais ci-dessous le compte (très, très imparfaitement) de quelques instruments financiers qui ont pratiquement disparu avec la crise (alors qu'ils étaient utilisés comme des quasi-monnaies), puis je regarde la taille du bilan (toujours en milliards d'euros) de quelques banques commerciales européennes, au hasard, et ensuite venez me raconter que les achats de la BCE sont si massifs que ça, qu'ils peuvent à ce point compenser le besoin d'encaisse des agents et le deleveraging des opérateurs qu'ils seraient bientôt vecteurs d'une inflation qui dérape :

European Outstandings Collateral	by		
<u>Mds €</u>		2009	2014
ABS		228,0	197,6
CDO/CLO		268,0	117,3
CMBS		161,4	85,8
RMBS		1 396,8	853,6
SME		167,7	106,8
WBS/PFI		67,2	73,9
Total		2 289,1	1 435,1

Total bilan des banques commerciales		
Mds €	2008	2014
BNP	2 075	1 907
DB	2 202	1 709
Credit agricole	1 784	1 049
Banco Santander	1 049	1 266
RBS (£)	2 218	1 050

NB : quand on parle de création monétaire, le sage regarde la monnaie totale disponible dans l'économie par rapport à une vague estimation des besoins du public, l'imbécile regarde le montant des achats du QE.

Ø Le piège n°2, celui que je nomme dans mon jargon : "les-625-tentatives-de-la-CIA-pour-tuer-Castro" :

Quand on a des moyens importants, et que l'on est vraiment déterminé à atteindre une cible certes mouvante mais clairement identifiée, on réussit assez vite son coup. On n'a pas besoin de 625 tentatives. Il y a d'ailleurs un dicton des *marines* qui dit : une fois, accident, deux fois, coïncidence, trois fois, sabotage. La BCE a des moyens colossaux, or depuis 9 ans elle échoue lamentablement à reflater l'économie eurolandaise, à retrouver une trajectoire convenable des valeurs nominales : j'en conclus qu'elle n'a pas vraiment voulu y arriver, ou plus exactement qu'elle voudrait peut-être y arriver mais... dans le respect des formes, sans déroger, sans se salir vraiment les mains (de même que la CIA n'a jamais envoyé un missile sur l'avion de Castro entre La Havane et le siège de l'ONU). Une telle attitude est la meilleure voie pour ne pas réussir, conjointement à l'idée cousine de multiplier les victoires tactiques : en politique monétaire, à travers la multiplication de sigles et de dispositifs (LTRO, MES, OMT, QQE, ZIRP, ABSPP, TLTRO2, j'en passe), dans un cadre de plus en plus absurde (Koutouzov à ses généraux : "vous recherchez des victoires, et moi je leur cherche un sens"). D'après la propagande, la BCE réussit le test de la crise de liquidité de l'été 2007, elle réussit la baisse des taux, elle réussit la baisse des *spreads* périphériques après le "*whatever it takes*" de Draghi à l'été 2012, elle réussit tout, c'est fantastique. Juste un petit détail : la crise fête bientôt sa décennie (et c'est la BCE qui nous le dit, puisqu'elle affirma pendant des années qu'un QE ne pouvait se concevoir qu'en cas de crise extrêmement grave...), au passage les banques de la zone euro ne sortent pas de l'ornière (toutes rassemblées, elles valent moins que Google), en fait la BCE s'enfonce (et nous avec) dans un borbier vietnamien ou algérien à grand coup de brillantes victoires tactiques. Pendant combien de temps les marchés vont-ils la suivre dans ce voyage au bout de l'enfer ?

Pensez aussi au pont de la rivière Kwai. Ou à la "stratégie" des méchants de Véga contre Goldorak : ils envoient un vaisseau de guerre par épisode, n'aurait-il pas été plus malin d'envoyer directement 40 vaisseaux pour détruire ce robot et asservir enfin les enfants de la planète Terre ? De même, la BCE va acheter une soixantaine de milliards chaque mois pendant 3 ans, au fil de l'eau, n'aurait-il pas été plus conforme à l'esprit d'une détente

monétaire (entreprise de psychologie pour créer un choc, pour ré-ancrer les anticipations), et bien plus économique, de procéder tout de suite à des mesures plus courtes et plus radicales (monnaie hélicoptère, taux ultra-négatifs...) ?

Bossuet : "la plus grande habilité est de ne point trop en avoir". On retrouve ici les enseignements des grands économistes, qui ont toujours recommandé d'agir **vite et fort** en cas de crise monétaire, mais qui ne sont jamais lus par la nomenklatura en zone euro : Fisher, Friedman, Rueff (ce dernier par exemple, en 1971 : "Les contractions de crédit affectent, souvent douloureusement, les populations qui les subissent. N'est-il pas légitime que ceux qui ont le pouvoir de les déclencher attendent, pour les provoquer, la certitude qu'elles sont indispensables ? La conséquence est que souvent ils s'abstiennent et que lorsque, finalement, ils décident d'agir, c'est presque toujours *trop peu ou trop tard*").

Ø Le piège n°3 : l'impôt sur les vaches

Je veux dire par là : quand on crée un impôt sur les vaches, ce ne sont pas les vaches qui payent l'impôt, quand on crée un impôt sur les sociétés il n'est pas payé par l'entreprise (nœud de contrats, fiction juridique) mais par des gens réels (actionnaires et salariés), donc le bénéficiaire économique/réel n'est pas le bénéficiaire légal/nominal, eh bien, quand on achète un titre public dans une opération de QE, on ne crée pas vraiment de la monnaie directement, et on n'aide pas vraiment les Etats (ou, au moins, ce n'est pas fait pour ça), contrairement à tout ce que l'on nous raconte, notamment du côté de la Bundesbank : ce n'est pas du tout la planche à billets, le bénéficiaire n'est pas celui que l'on croit. Les obligations souveraines achetées par la BCE existaient déjà, elles sont sur le marché secondaire, le marché de la casse, elles ne financent les Etats qu'à l'émission : ensuite c'est un titre à peu près sûr et liquide qui sert d'étalon et d'édredon à un certain nombre d'acteurs (tout le monde ne peut pas détenir que des actions ou du *high yield*), et la BCE ne crée pas vraiment ainsi de monnaie, en net, en congelant dans son bilan ces titres qu'elle a acheté au prix du marché et qui souvent continuent de verser des coupons. C'est par contrainte de volume qu'elle passe par des titres souverains, les autres marchés sont trop étroits. Mais ce n'est pas là un financement des déficits, ou une aide déguisée, car le but est de stimuler les anticipations d'inflation qui tombaient, autrement dit le but est de faire monter les taux nominaux et de faire baisser les taux réels. Ah, je dis ça depuis 5 ans sur Atlantico, et pourtant je viens de perdre mes derniers lecteurs, avec une réflexion qui est pourtant la base de tout manuel monétaire de 1er cycle : c'est bien la preuve que la BCE ne fait pas de pédagogie sur ces questions à 3000 milliards d'euros, et qu'elle se sert de l'illusion nominale et de l'inculture monétaire pour mieux prospérer, en toute impunité. La difficulté des agents économiques à attribuer les responsabilités, à sortir des marais de la propagande institutionnelle, à dépasser les écueils du nominalisme comme l'impôt sur les vaches ou le QE "qui finance le gouvernement" : voilà ce qui protège la BCE, mieux que ses statuts indépendantistes en béton armé, et c'est pourquoi elle y tient plus qu'à son stock d'or.

Il y a tant d'autres pièges, mais il est tard et il faut conclure.

Quelques conclusions, en vrac :

1/ Comme il est écrit dans la Constitution de la Caroline du Nord, la référence fréquente aux principes fondamentaux est absolument nécessaire pour conserver les bienfaits de la liberté. Il est absolument dément que les marchés financiers soient otages toutes les 6 semaines d'une réunion de satrapes indépendants (comprendre : irresponsables, institutionnellement et personnellement), *a fortiori* quand cela tourne au syndrome de Stockholm (lire toutes les notes de mes "collègues" sur les marchés) (attention, c'est pas la joie).

2/ Pour l'investisseur, que faire, pour devenir millionnaire ? C'est facile. Vous commencez par devenir milliardaire, puis vous investissez dans des valeurs de la zone euro très liées au bon vouloir de la BCE (les valeurs cycliques, leviésées, bancaires, périphériques, si possible les quatre). Ensuite, si vous souhaitez conserver le million en question, méfiez-vous des faux prophètes du retour de l'inflation et de la hausse des taux, car la récente petite hausse ne change rien au fait que tout va bien dans le meilleur des mondes japonais possibles, grâce à notre banquier central déflationniste (souvenez-vous que l'interminable déclin des taux longs souverains Japonais depuis 1990 a été interrompu 18 fois par des pics de plus de 0,5%, de façon sans doute à mieux duper le go-go) (et souvenez-vous de cette secte millénariste dont les membres prévoyaient la fin du monde pour une date donnée : lorsque cette date arriva et que rien ne se passa, les membres de la secte ne se remirent nullement en question, et transformèrent leur croyance en considérant que la Terre avait été sauvée grâce à leurs prières, et qu'il fallait donc continuer). Enfin, investissez plutôt dans des valeurs sûres (assurance-vie), ou en *stock-picking* dans des boîtes globales, entrepreneuriales, super-positionnées et autofinancées. Ou, à la marge, au large, loin de Francfort (la Chine, l'Argentine, les quelques pays qui s'ouvrent). Car, quand on se lie trop à une monnaie peu

flexible confiée à un banquier central dans sa bulle qui fait semblant de suivre la plus mauvaise mesure de l'inflation, tout peut arriver.

3/ Depuis début 2008 je mise sur une (forte) chute de l'euro, en continu et à tous les horizons. Vous me direz que je n'ai pas pris trop de risques avec un niveau initial au-dessus de 1,5 contre le dollar, mais replongez-vous dans le consensus de l'époque, et n'oubliez pas qu'il a fallu attendre 7 ans pour un QE en zone euro, entre autres choses. En dépit d'une politique monétaire ultra-restrictive sur l'ensemble de la période (la preuve, le décrochage par rapport aux 2%/an d'inflation, qui indique que la monnaie n'est pas *forte* mais *chère*), l'euro a perdu du terrain, y compris contre le Yuan chinois (cf graphique n°3) dont on nous dit à Washington qu'il est "manipulé". Tous les stéroïdes utilisés par les docteurs de Francfort (le refus pendant longtemps des taux directeurs nuls et de la *forward-guidance*, en particulier) n'ont fait que retarder l'échéance, et ce n'est pas terminé, nous devrions finir ce cycle entre 0,83 (scénario 2002) et 0,64 (euro reconstitué en 1985), à mon humble avis. A la fin, les taux de changes mêmes manipulés doivent céder face aux différentiels de perspectives, face à cet égout collecteur des "faux droits", des "revenus non gagnés", dont nous parlait Jacques Rueff. Ce n'est que justice, et c'est la planche de salut pour nos entrepreneurs (s'il en reste) car leurs revenus sont souvent internationaux (là où les revenus des rentiers sont très domestiques) : la dévaluation, si elle n'est pas trop entravée par la BCE, assurera un transfert de richesse des rentiers vers les entrepreneurs, de façon bien plus puissante que n'importe quelle réforme fiscale ou réglementaire. Tout discours politique en 2017 sur la "justice sociale" avec un euro encore trop cher constituera une sinistre blague, certes moins qu'en 2012 mais tout de même.

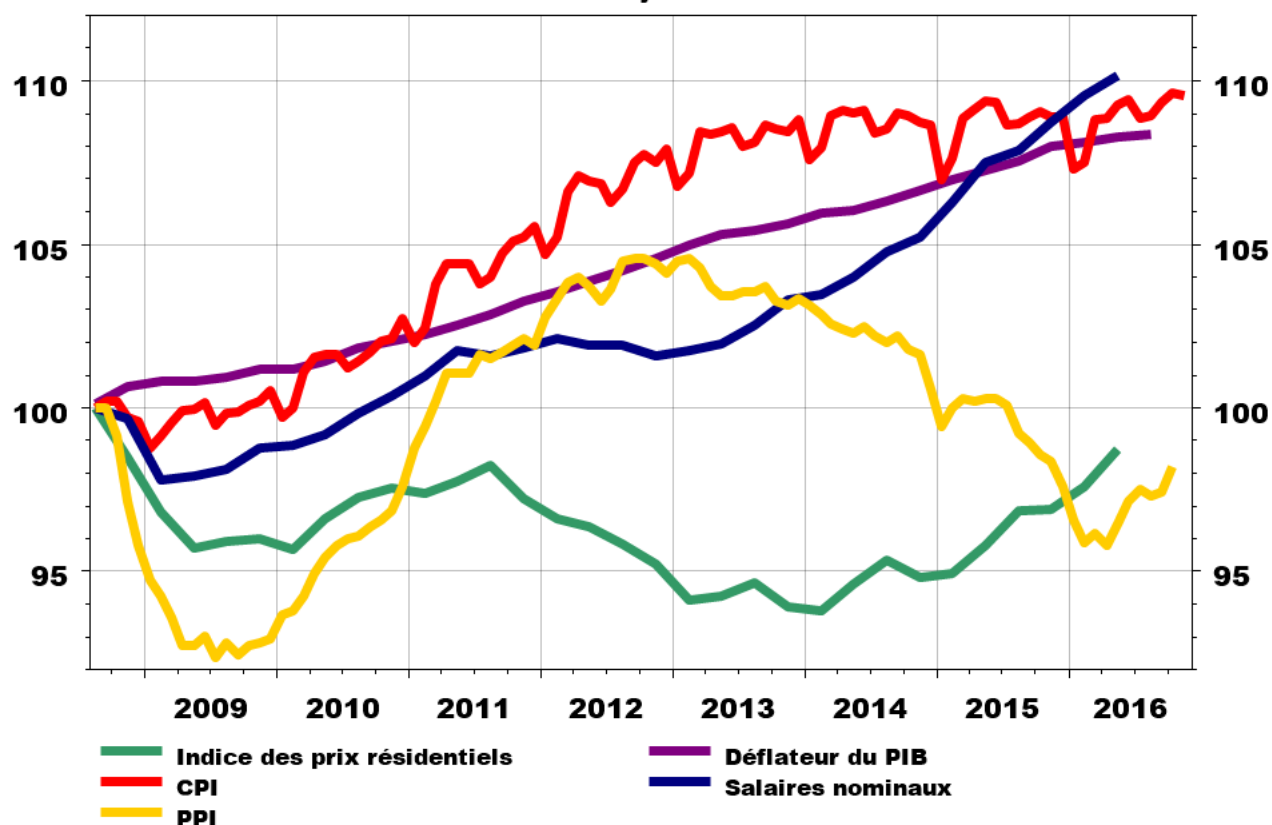
4/ Si j'étais le gouvernement, comme dit ma concierge, après 2017, je chercherais à challenger la BCE, à dévoiler ses techniques de diffraction du blâme, son discours lénifiant, ses conflits d'intérêt innombrables depuis l'OPA sur la supervision bancaire, etc. Dans la mythologie, Antaeus était un géant qui était fort et bon aussi longtemps qu'il gardait le contact avec la terre. Le jour où il perdit ce contact, il s'effondra. Il en va de même avec les banquiers centraux, qui se prennent pour John Glen sans avoir l'étoffe des héros, et qui furent castrés à la fin des années 30 après leur gestion calamiteuse de la crise, et qui une nouvelle fois au cours du dernier cycle se sont trop isolés du monde réel, c'est-à-dire d'une croissance décente du PIB nominal, surtout en zone euro.

Graphique n°1 : avec 2%/an depuis fin 2008, je vous laisse calculer là où nous devrions être...

Et bien entendu la BCE se focalise sur les prix à la consommation (CPI), pas sur les prix à la production (PPI), et encore moins sur les prix des actifs...

Zone euro: différentes mesures de l'inflation

base 100 = juillet 2008

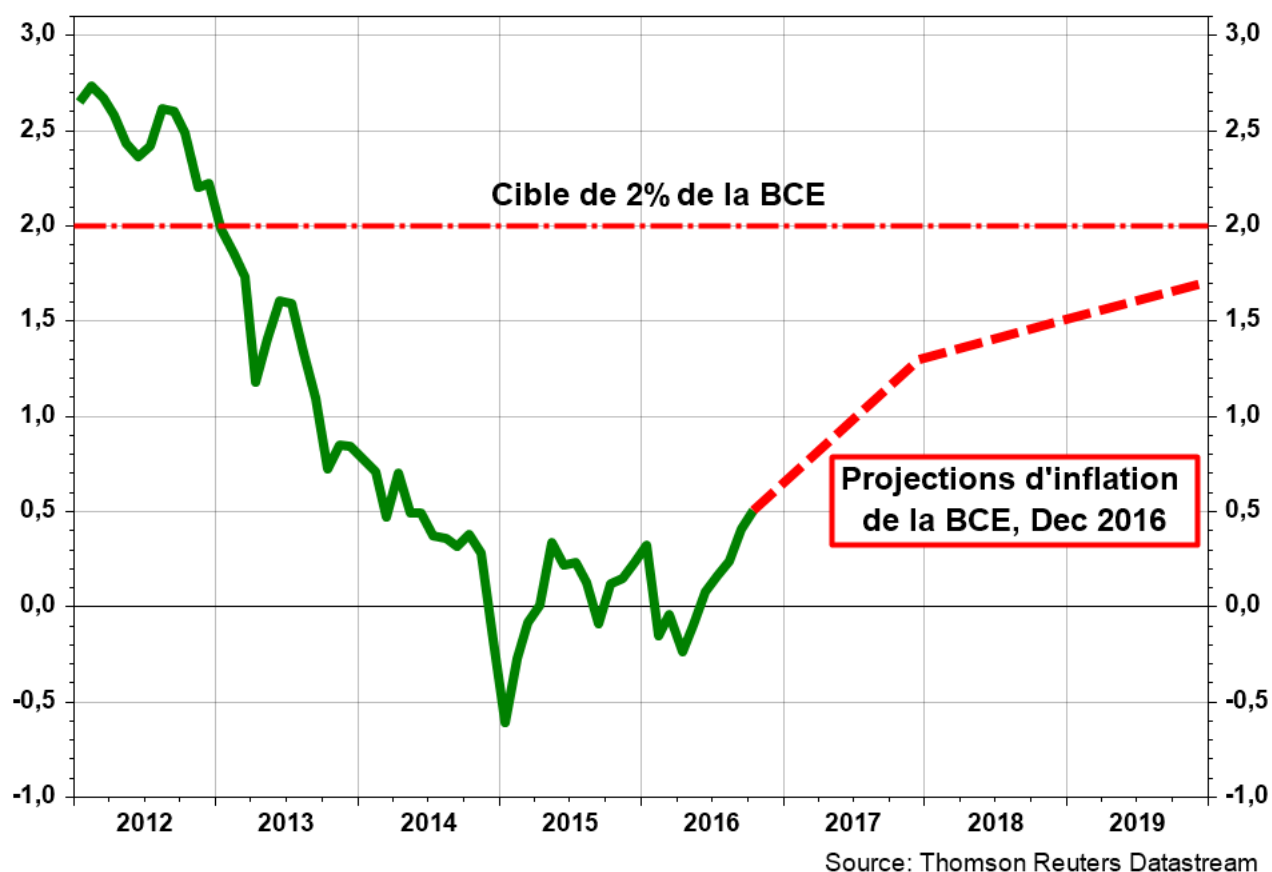


Source: Thomson Reuters Datastream

Graphique n°2 : j'ai essayé de faire un graphique clair et direct !

Si je disais à mon boss : "voilà patron, je vais encore rater mes objectifs pendant 3 ans, mais je demande à être félicité..." (à noter que nous pourrions demander des comptes à la BCE, après tout nous sommes ses actionnaires, sans compter l'article 15 de la déclaration des droits de l'homme et du citoyen).

En route vers 7 années de cible d'inflation manquée et encore, à condition de croire le CPI, et la BCE !



Graphique n°3 : l'euro a perdu du terrain contre le Yuan pendant des années.

Yuan to euro



Source: Thomson Reuters Datastream - N/A