



ANTOINE BRUNET
Chef stratège
Treasury and Capital Markets
HSBC-CCF

«La baisse des taux est l'arme la plus efficace pour sortir une économie de la récession»

Face à la récession qui semble s'être amorcée, les Etats-Unis n'ont pas hésité à jouer sur les deux registres de la baisse des taux et du déficit budgétaire. En Europe, les perspectives économiques sont un peu moins préoccupantes qu'aux Etats-Unis. L'arme monétaire est, pour Antoine Brunet, chef stratège chez HSBC-CCF, l'instrument privilégié de la relance en zone euro et il en recommande un usage plus intensif. Mais cela repose la question de la nature du mandat confié à la Banque centrale européenne (BCE) par les autorités européennes.

■ On s'accorde désormais à reconnaître que les États-Unis sont entrés en récession. Quels ont été les facteurs de cette récession ?

Ce qui frappe les observateurs, c'est la dégradation de la situation des entreprises américaines qui font face à quatre sources d'adversité. Elles souffrent, en premier lieu, d'une surcapacité due à un investissement trop marqué entre

1996 et 2000. Leur deuxième difficulté se déduit en large partie de la première : la surcapacité empêche les entreprises d'imposer leurs prix à leurs clients, alors que les salaires réels continuent à augmenter, le taux de chômage restant historiquement bas. D'où des marges de profit unitaire qui baissent régulièrement. La troisième difficulté pour les entreprises vient de l'effet

richesse négatif qu'elles ont subi. On oublie souvent que ce sont en grande partie les nombreuses fusions-acquisitions qui avaient fait monter Wall Street. Beaucoup d'entreprises se rendent compte qu'elles ont acquitté un *good will* trop important et que leur bilan s'en trouve dégradé. La quatrième difficulté vient d'un coût de financement qui reste redoutablement

Entretien

fets favorables sur la conjoncture.

La dixième baisse de taux de la Fed est donc opportune et justifiée.

■ Quand estimez-vous qu'une reprise pourrait s'effectuer aux Etats-Unis et à quel rythme ?

Compte tenu de la baisse du prix du pétrole, de celle des taux de la Fed et de la relance budgétaire, une reprise de l'économie américaine pourrait s'amorcer à partir du deuxième trimestre 2002. Mais elle sera dans un premier temps sans doute assez molle, parce que l'adversité à surmonter, faut-il le répéter, reste considérable. Les Etats-Unis pourraient afficher un premier chiffre de PIB très faiblement positif au deuxième trimestre

octobre 2000 a porté son taux de base jusqu'à 325 points de base au-dessus de l'inflation sous-jacente. Ce taux de combat visait clairement à ralentir l'économie et il y est trop bien parvenu.

Le deuxième facteur a été la hausse du prix du pétrole qui a commencé début 1999 pour atteindre un sommet fin 2000. Se sont ajoutées ensuite l'affaire de la vache folle et celle d'un printemps exceptionnellement défavorable aux prix des fruits et des légumes. Les salaires nominaux étant restés largement inertes face à ces trois chocs exogènes de prix, il en est résulté une dégradation de pouvoir d'achat d'une ampleur tout à fait inhabituelle dans l'ensemble

“ Il existe un risque de récession franche dans l'économie européenne. ”

2002, à environ +0,4 % l'an, et puis ensuite, monter à +0,8 % l'an au troisième et au quatrième trimestre. La croissance restera donc très modérée en 2002.

■ La croissance en Europe ralentit à son tour. Cette tendance était amorcée avant le 11 septembre, notamment dans l'industrie. Risque-t-elle, à votre avis, de s'accroître ?

Il existe un risque de récession de l'économie européenne. Fin octobre 1999, le débat était de savoir si la zone euro allait connaître un rythme de croissance à 4 % l'an ; je me demande aujourd'hui si l'économie va simplement connaître une stagnation prolongée ou si elle va subir une récession franche.

Trois facteurs de ralentissement se superposent dans la zone euro. La restriction monétaire exercée par la BCE est le premier facteur qui est venu perturber la croissance de la zone euro. La hausse de son taux directeur de 2,5 à 4,75 % intervenue entre octobre 1999 et

de la zone euro. Selon nos calculs, dans les cinq plus grands pays de la zone euro, la hausse des salaires nominaux en glissement annuel était devenue, au mois de mai 2001, inférieure de 0,8 % à la hausse des prix.

Les deux premiers facteurs conjugués ont déterminé une détérioration de la demande intérieure. Celle-ci n'a pas baissé, mais elle est devenue de moins en moins dynamique.

Aujourd'hui s'ajoute un troisième facteur apparu en mars 2001, qui est la dégradation du solde extérieur de la zone euro vis-à-vis du reste du monde. D'une part, les exportations souffrent de la récession de quelques grands partenaires commerciaux de la zone euro (Etats-Unis, Canada, Mexique, mais aussi Amérique latine, Japon et Asie du Sud-Est). D'autre part, à partir d'octobre 2000 s'est amorcée une stabilisation de l'euro. Pour les exportateurs européens, le gain de compétitivité-change, qui s'était ali-

menté au grand mouvement de baisse de l'euro, a alors cessé de s'amplifier.

■ Quelle est la marge de manœuvre actuelle des gouvernements, dans la mesure où ils ont déjà tenté des relances sous forme de baisse d'impôt et qu'ils sont tenus par les impératifs du traité de Maastricht en matière de déficit budgétaire ?

Le principal débat est de savoir quel registre solliciter pour rétablir une croissance significative en zone euro. Les Etats-Unis ont sollicité l'arme monétaire et l'arme budgétaire parce que leur situation était fortement détériorée. L'Europe n'est pas dans le même schéma : il n'y a pas matière à solliciter ces deux leviers à la fois. Il me paraît normal de solliciter l'arme monétaire plutôt que l'arme budgétaire. En effet celle-ci nous mettrait vite en infraction avec le Plan de stabilité et surtout les conséquences seraient négatives sur les rendements long terme, Bund, OAT et autres, ainsi que sur les rendements des *corporate bonds* qui financent les grandes entreprises européennes. Les gouvernements européens semblent avoir compris ces enjeux et semblent très réticents à recourir à une relance budgétaire.

■ Cela veut-il dire que la principale latitude est entre les mains de la BCE ?

Oui, la BCE a d'ailleurs commencé à prendre ses responsabilités. En deux fois, le 17 septembre et le 8 novembre, elle a abaissé son taux directeur de 4,25 à 3,25 %. Après des débats internes sans doute très intenses, elle semble avoir enfin admis qu'on était en risque de récession en zone euro, alors que prévaut déjà une récession dans le reste du monde. De facto, elle est la principale institution à pouvoir amorcer le processus de reprise en zone euro puisque c'est elle qui maîtrise le niveau des taux courts. C'est de la poursuite de la baisse de taux de la BCE que dépend une reprise durable en zone euro.

■ Pourtant, la BCE répond que statutairement, ce n'est pas son rôle et qu'elle n'a pas en charge la croissance de l'Europe, contrairement à la Fed...

Le traité de Maastricht au moment où il accordait à la BCE son indépendance statutaire, lui a donné un seul mandat, celui de la stabilité des prix.

Pour moi, comme pour la plupart des économistes, ce mandat unique tend à priver la BCE de sa capacité nécessaire de réaction dans les différentes phases du cycle économique. Le schéma qui me paraît idéal en matière de mandats des banques centrales est celui de la Fed à qui le Congrès a donné deux mandats. Le premier consiste à limiter l'inflation, le deuxième à contenir le taux de chômage.

Cela est cohérent. Lorsque les pouvoirs publics accordent à la banque centrale indépendante le privilège exclusif de modifier les taux à très court terme, ils se désaisissent de leur pouvoir de moduler la conjoncture. Il est dès lors important que la banque centrale module la conjoncture selon les exigences que font apparaître successivement les phases du cycle économique.

Lorsqu'on est en phase haute du cycle, lorsque la croissance a été trop longtemps trop forte et qu'apparaissent les risques liés à la surchauffe (accentuation de l'inflation, bulle boursière, bulle immobilière, excès d'investissement des entreprises...), la banque centrale doit pouvoir justifier au public et aux pouvoirs publics, la hausse, alors nécessaire, de son taux directeur en référence à son premier mandat.

Lorsqu'on est en phase basse du cycle, lorsque la croissance a été trop longtemps trop faible et qu'apparaissent les risques liés au marasme (récession franche, montée

du chômage, montée des faillites, détérioration des finances publiques, déflation), la banque centrale doit pouvoir justifier au public et aux pouvoirs publics, la baisse, alors nécessaire, de son taux directeur en référence à son deuxième mandat.

Si la BCE se voyait accorder un double mandat, cela faciliterait beaucoup le débat entre la BCE, d'une part, les pouvoirs publics et les médias financiers, d'autre part.

■ La BCE a tout de même réalisé deux baisses de 50 points de base depuis le 11 septembre. Jusqu'où son taux devrait-il descendre, compte tenu que, par ailleurs, vient de s'amorcer une baisse du prix du pétrole ?

Aujourd'hui, nous nous inscrivons dans un taux de croissance très inférieur à celui reconnu comme non inflationniste par la BCE, c'est-à-dire 2,5 % l'an. La zone euro aura enregistré au troisième et au quatrième trimestres cinq puis six trimestres consécutifs de croissance inférieure à 2,5 % l'an ; cela suffit à garantir de nouveaux progrès ultérieurs dans la désinflation. Dans un contexte aussi maussade, la BCE devrait donc pouvoir contribuer, sans conflit avec son objectif de stabilité des prix, à éviter la récession et à favoriser la reprise.

“La BCE doit admettre qu'elle est le médiateur le mieux désigné pour contribuer au processus de reprise économique en zone euro.”

Il est vrai que la baisse du prix du pétrole favorisera la reprise en zone euro. Mais tout d'abord, il serait déraisonnable de tabler sur une reprise par le seul prix du baril. Un accord surprise entre Russie et Opep pourrait faire remonter brusquement et durablement le prix du baril.

Par ailleurs, l'impact de la baisse récente du prix du baril sera beau-

coup moins marqué en zone euro qu'aux Etats-Unis. Du fait que la fiscalité pétrolière est pratiquement inexistante aux Etats-Unis, le pourcentage de baisse du prix du baril enclenche un pourcentage équivalent de baisse du prix de l'essence et du fuel. Il n'en va malheureusement pas du tout de même en zone euro. L'amélioration du pouvoir d'achat y sera beaucoup moins spectaculaire.

Je pense donc que la BCE devrait abaisser son taux directeur à 2,75 % en début d'année prochaine, quand les investisseurs auront davantage pris la mesure du ralentissement en zone euro. Je pense que la BCE aura même à abaisser son taux à 2,50 % pour mieux assurer une reprise solide.

■ Est-ce que le passage à l'euro peut avoir une influence négative sur l'environnement économique ?

En France, mais aussi en Italie ou en Espagne, l'effet bas de laine a été important à partir du mois de mai 2001. On peut en prendre la mesure dans le fait que la circulation fiduciaire en zone euro en chiffres désaisonnalisés a fortement reculé en juillet, août et septembre. La destination de ce recul est probablement triple. Les agents économiques ont remis leurs billets à leur banque ou à leur caisse d'épargne ; ils ont peut-être procédé à des conversions en dollars ou en francs suisses ; mais je pense que, pour une part importante, ces sommes ont été dépensées en particulier en France, en précipitant des achats de biens durables. C'est ce qui explique que la conjoncture en zone euro ne se soit pas trop détériorée dans les derniers mois. Mais on peut redouter que début 2002, lorsque la conversion en billets euro aura eu lieu, ces achats anticipés fassent place à une évolution décevante de la consommation. ■

*Propos recueillis par
Elisabeth Coulomb
et Roselyne de Clapiers*