

Agir ou mourir ?

Dans une analyse publiée entre le dernier Sommet européen et la réunion du G20 à Cannes, l'auteur du présent article exprimait d'importantes réserves sur pratiquement toutes les mesures annoncées à ce moment par les leaders européens. Avec les taux italiens en ligne de mire, il concluait en affirmant que la contagion dans la Zone Euro (ZE) devait donc logiquement s'accélérer. Suite de l'analyse.

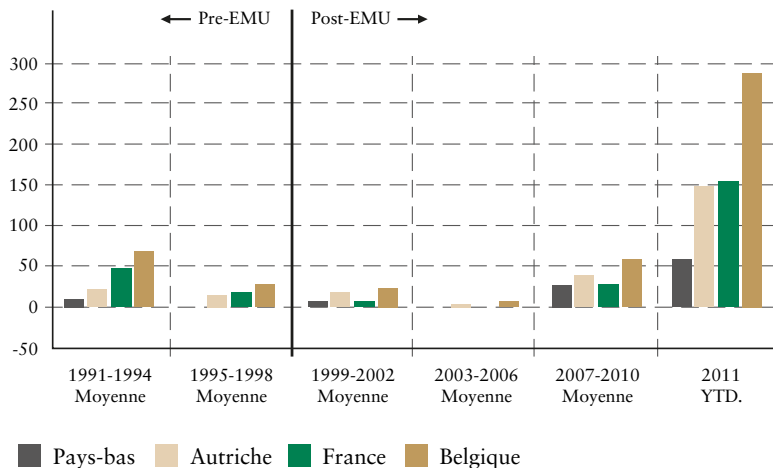
Puisque aucune solution politique à court terme ne se dessine, la crise de la ZE va certainement continuer à s'aggraver et ne se limitera plus aux pays périphériques. En effet, les taux de refinancement sur emprunts d'Etats sont presque deux fois plus importants en France qu'en Allemagne par exemple. Néanmoins, Berlin semble rejeter tant l'idée des Eurobonds que la possibilité d'une aide illimitée de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour rassurer les marchés et ouvrir la porte à une possibilité de sortie crédible de la crise. En même temps, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) n'a pas les reins assez solides pour affronter la situation de pays de la taille de l'Italie ou de l'Espagne, encore moins les deux ensemble. Même s'il devait être renforcé – l'efficacité du système de levier envisagé semble très discutable - et pleinement opérationnel, le FESF ne serait pas en mesure de fournir une protection efficace à la contagion actuelle. Les technocrates non élus placés à la tête de certains gouvernements (Grèce, Italie) n'apaiseront pas non plus durablement les marchés, car perçus comme des gouvernements de transition. Aujourd'hui, on peut donc prétendre que la ZE a dépassé le point où sa crise peut être solutionnée par les instruments traditionnels

de politique économique. La survie de l'euro dépend à présent plus que jamais de décisions politiques courageuses, non conventionnelles, unanimes et rapides.

La crise de confiance – le cercle vicieux par excellence

Après une très brève accalmie sur les marchés, une véritable tourmente obligataire s'observe depuis le début du mois de novembre. Il s'agit d'une crise de confiance autoalimentée à l'encontre de la plupart des emprunteurs souverains de la ZE. Le marché des obligations souveraines ne fonctionne plus correctement. La crise s'est étendue à la France, et même l'Allemagne commence doucement à connaître des problèmes de financement de sa dette cette semaine. Les *spreads* obligataires français ont frôlé le niveau des *spreads* italiens atteint il y a six mois. La publication par erreur d'une dégradation de la note française par Standard & Poor's indique bel et bien que l'agence prépare effectivement une telle action.

Rendement des obligations 10 ans de certains Etats diminué du rendement obligataire 10 ans de l'Allemagne (pb)



Source : Capital Economics

Bref, pour plus en plus de pays, un problème de liquidité temporaire se transforme en problème de solvabilité permanent rendant impossible le financement de la dette par les marchés des capitaux. Or, la seule réponse politique face aux problèmes actuels est la discipline budgétaire infligeant des cures d'austérité drastique à court et moyen terme. Une réponse qui intensifie ainsi les tendances récessionnistes dans l'économie globale. L'absence de recettes budgétaires qui en découle aggrave en retour la situation financière des gouvernements. Voilà ce qu'on appelle un cercle vicieux parfait et la démonstration de ce que l'austérité seule ne peut sauver l'euro.

Ce cercle vicieux doit être brisé et deux solutions possibles se dessinent.

Première solution : l'avènement d'Eurobonds

Une sortie possible de crise consiste à fournir aux marchés les garanties d'une responsabilité conjointe de la dette souveraine au sein de la ZE. Ce concept connu sous le nom d'Eurobonds a été originellement présenté par le Président de l'Euro-group Jean-Claude Juncker. A ce jour, il est toujours rejeté par certains gouvernements qui craignent les problèmes de hasard moral potentiel d'une telle mesure. Parmi d'autres, les Allemands redoutent que cette responsabilité

conjointe de la dette dédouane les pays fortement endettés de la nécessité d'engager des réformes douloureuses et de mettre en place des politiques de réduction de leurs déficits et d'amélioration de leur compétitivité. Ne pouvant se faire sans l'accord des Allemands, la naissance des Eurobonds s'annonce difficile.

La création d'Eurobonds ne peut évidemment pas se faire du jour au lendemain. Dans l'immédiat, le mieux que puissent faire les dirigeants européens consiste en une déclaration d'intention crédible (donc unanime) – la crédibilité est la clé face à une crise de confiance – et dans l'octroi d'une licence bancaire au FESF (l'idée des Français). Une telle licence permettrait un rachat illimité d'obligations souveraines et, par conséquent, la fixation d'un plafond aux taux d'intérêts à plus long terme des pays de la ZE. De son côté, la BCE serait habilitée à refinancer le FESF aussi longtemps que nécessaire. À travers le FESF, la BCE peut agir comme prêteur en dernier ressort sans probablement violer ses statuts.

L'introduction d'Eurobonds implique l'avènement d'une gouvernance économique à l'échelle européenne bien plus profonde et plus vaste que la seule notion d'union fiscale. Les Eurobonds fonctionneront comme un catalyseur d'une intégration politique accrue au sein de la ZE.

Deuxième solution : le plan Soros

Dans le Financial Times du 24 octobre dernier, George Soros¹ a esquissé un plan alternatif intéressant. Clairement, les marchés financiers testent actuellement la BCE pour établir

les limites réelles de son action et juger de la volonté des dirigeants européens à sauver l'euro. Si cette volonté est réelle, ils devront permettre à la BCE de stopper la contagion actuelle.

La meilleure façon d'agir à court terme ne consiste pas dans le rachat de l'intégralité de la dette des nations fortement endettées. Elle réside dans l'imposition d'un plafond sur le rendement des obligations souveraines émises par des gouvernements qui suivent des politiques budgétaires responsables. En temps normal, les banques centrales fixent uniquement les taux d'intérêts à court terme. Aujourd'hui, les temps sont tout sauf normaux. Dans ce contexte, permettre à la BCE de fixer en quelque sorte également les taux d'intérêts à plus long terme fait tout à fait sens. Une telle action doit être considérée comme une mesure d'urgence et doit être implémentée sous la forme d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif. Et limiter ce plafond aux seuls gouvernements responsables sur le plan budgétaire permet de réduire très sensiblement le problème du hasard moral.

Un tel assouplissement quantitatif constituerait clairement une opération de politique monétaire. L'argument en faveur d'une telle opération est évident : la ZE est déjà entrée en récession. Un programme d'assouplissement quantitatif adresserait simultanément le problème de récession et celui de la crise de financement sur les marchés. La BCE pourrait vraisemblablement imposer un plafond sur les taux longs à un niveau de 4 ou 5% et racheter des titres de créances à long terme.

Comme le plan Soros mettra du temps à se concrétiser, la BCE doit gérer seule une situation qui se détériore rapidement. En se tenant prête à racheter sans limite, la BCE arriverait à fixer un tel plafond aux taux longs ... sans devoir effectivement racheter des quantités illimitées de créances, parce que son annonce sera jugée comme crédible par les opérateurs de marché. C'est précisément ce qu'a fait avec succès la banque centrale suisse récemment lorsqu'elle a limité le potentiel d'appréciation du franc contre l'euro à 1,20. La BCE dispose à la fois de la

force de frappe et de la crédibilité nécessaires pour annoncer une telle mesure. Depuis que la banque centrale suisse a communiqué qu'elle tiendrait ce plafond à 1,20 quel qu'en soit la facture, le prix de son intervention fut bien inférieur à ses interventions antérieures sur les marchés des devises. Les marchés n'oseront pas tester la crédibilité ni la force de frappe de la BCE le jour où elle prendra un tel engagement.

Jusqu'ici, le temps de la crise est plus rapide que le temps de la réponse politique. Le prochain tournant politique est attendu lors de la réunion du Conseil européen en décembre. A cette occasion, des décisions plus substantielles que lors des précédents sommets devront être prises. Si tel n'est pas le cas, le temps d'un probable éclatement de la ZE ne sera plus très loin. Si des mesures non-conventionnelles, unanimes et crédibles sont arrêtées, le répit qu'elles permettront de gagner devra être mis à profit pour établir des règles budgétaires appropriées et pour élaborer une stratégie de croissance qui permettra à la ZE de sortir de son endettement excessif.

La conclusion de l'auteur est exactement la même que lors de son dernier article : le temps est plus que jamais à la décision !

Marc Flammang

Partenaire fondateur de la CBP Quilvest
Direction des Investissements

¹ George Soros est le Président de Soros Fund Management et un philanthrope.