

**ECONOMIE** vendredi 03 février 2012

Le pari risqué de «Super Mario» pour sauver la zone euro

Mathilde Farine



Analyse

Mario Draghi, nouveau héros? Après avoir décrié la politique de la Banque centrale européenne (BCE), nombre d'analystes sont maintenant bluffés par ses derniers choix. Le successeur de Jean-Claude Trichet a baissé les taux d'intérêt. Mais, surtout, l'Italien fournit aux banques des liquidités illimitées à une échéance de trois ans et avec un taux de 1%. En outre, la BCE a également élargi la liste des garanties éligibles - les actifs que déposent les banques à l'institut d'émission en échange des prêts. La première opération a eu lieu en décembre et elle se reproduira fin février.

Les établissements européens ont galopé pour se refinancer à la fontaine BCE en décembre, qui leur a fourni presque 500 milliards d'euros de liquidité, un record. La mesure avait été applaudie, mais rares étaient ceux qui avaient véritablement anticipé sa portée. Maintenant, elle est vue comme un véritable coup de génie de «Super Mario».

L'opération a en effet été suivie d'une détente spectaculaire sur les taux italiens et espagnols surtout. Les deux pays en difficulté ont ensuite pu lever des fonds avec plus de facilité. Il y a une semaine, l'Italie récoltait 8 milliards d'euros d'obligations à six mois à un taux inférieur à 2%. En novembre dernier, le rendement d'une opération similaire atteignait 6,5%. Soulagés, les marchés ont enregistré leur meilleur mois de janvier depuis... 1987.

La BCE, qui s'est refusée à racheter en masse des obligations d'Etat, a ainsi lancé sa propre formule d'assouplissement quantitatif. Le gonflement de son bilan (voir graphique) l'illustre. Il a bondi de 40% au cours du deuxième semestre 2011 pour atteindre 2700 milliards. En réalité, l'Europe fait davantage que la Réserve fédérale, considérée comme avant-gardiste en matière de politique d'assouplissement quantitatif, si l'on tient compte du fait que la population et le PIB sont nettement moins importants dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

Autre avantage, la mesure a permis une meilleure répartition de la liquidité dans la zone euro, comme le souligne une étude de la Banque Sarasin. Les statistiques par pays montrent que ce sont surtout les banques italiennes et espagnoles qui se sont ruées sur les prêts à trois ans. Et c'est justement dans ces pays que la liquidité manquait. Les emprunts des banques italiennes ont en effet doublé depuis fin octobre. Ils ont également augmenté pour les établissements espagnols.

Les dépôts à la BCE, qui atteignent presque chaque semaine un nouveau record, inquiètent. Pourtant, ce ne sont ni les banques espagnoles, ni leurs homologues italiennes qui y parquent leurs fonds. Par conséquent, les établissements sont probablement en train d'acheter de la dette de leur Etat.

N'oublions pas que la bouffée d'oxygène fournie limite les craintes d'un assèchement du crédit («credit crunch») qui aurait pu renforcer la récession qui s'annonce en Europe.

La solution trouvée par la BCE est subtile parce qu'elle pourra probablement s'épargner un rachat de grande ampleur de titres de dettes souveraines des pays en difficulté. Elle s'évitera le débat juridico-politique de savoir si elle a le droit ou non de le faire. Et de mettre en rage la Bundesbank et tous les orthodoxes de la politique monétaire. Elle évite l'aléa moral découlant d'un rachat de dette publique, car les pays pourraient ainsi ne pas être incités à redoubler d'efforts pour faire diminuer leur dette. Mais elle crée un autre aléa moral pour les banques. Elle entraîne en outre des distorsions de marché, destinées à durer puisque les prêts sont offerts à horizon de trois ans et à un taux fixe de 1% et qui ne remontera donc pas si les taux directeurs de l'institution sont relevés.

Pour le moment, Mario Draghi s'est gardé d'attribuer la détente des taux aux liquidités fournies en décembre. Les marchés reconnaissent les progrès réalisés par les pays, a-t-il souligné lors de la conférence de presse de début janvier. Mais il a refusé d'établir une corrélation directe entre le reflux des taux et l'approvisionnement massif par la BCE des banques de la zone euro en liquidités.

Car la manœuvre a des côtés discutables. De l'avis même d'un investisseur qui n'est pas considéré comme l'un des plus scrupuleux: «Arrosées de liquidités obtenues à des taux d'intérêt très bas, elles ont pu prêter à l'Espagne ou à l'Italie à des taux élevés, ce qui leur permet de gros profits sans prendre le moindre risque, la BCE étant derrière pour les soutenir», dénonçait George Soros la semaine dernière à Davos.

Pour la prochaine opération de refinancement à trois ans en février, les analystes tablent déjà sur un montant de 1 000 milliards d'euros. Soit plus du double de l'opération de décembre. Cette somme, qui dépasse le deuxième plan d'assouplissement quantitatif de la Fed (600 milliards de dollars), servira-t-elle à abreuver des banques en réel manque de liquidité et à sauver l'économie des ravages d'une crise bancaire? Ou à fournir à ces établissements des fonds à replacer dans la dette des pays du sud de l'Europe pour se faire de l'argent facile? Il est trop tôt pour le dire.

Pour l'ancien de Goldman Sachs, la fin - faire baisser les taux des pays en difficulté - justifie-t-elle les moyens - enrichir les banques au passage?