



La crise. Quelle crise ?

2013/09

28 | 02 | 2013



COMMUNAUTE



PROSPERITE



PROTECTION



Ivan Van de Cloot
Économiste en chef

L'indice boursier Dow Jones a atteint lundi son niveau le plus haut depuis 2007. En Europe on ne va pas jusque là mais, chez nous aussi, les 'animal spirits' reprennent vie. Plus d'un investisseur ne demanderait pas mieux que de tourner la page et d'oublier la crise de l'euro comme si elle avait été un mauvais rêve. Il y a en effet des critères d'évaluation faisant apparaître que les actions européennes sont très bon marché. Un point plus pertinent est qu'il y a maintenant déjà aussi des critères montrant que les actions réellement avantageuses sont très difficiles à trouver. Pour les investisseurs axés sur la valeur il y a donc peu de bonnes affaires à trouver, les investisseurs 'momentum' opportunistes voient quant à eux de nouveau la vie en rose. Ils sont encouragés par des conseillers affirmant que la crise de l'euro a été définitivement infléchie par les actions de la Banque centrale européenne.

Jusqu'à l'an dernier, on continuait à faire face à la réalité récalcitrante que la confiance dans la solvabilité des États du Sud de l'Europe ne se rétablissait pas. Ceci a ouvert la porte à une motion de défiance contre leurs obligations d'État, avec pour conséquence des taux d'intérêt exorbitants dans le Sud. Les Européens pouvaient commencer à chercher le fameux 'big bazooka'. Alors qu'au départ un fonds de sauvetage séparé avait été créé pour la Grèce, la contamination s'est étendue à d'autres pays et il a fallu plus d'argent. Les leaders européens ont toutefois continué à courir après les faits. Le marché avait en effet déjà calculé que si tous les cas douteux en Europe devaient recevoir un bail-out, quelques centaines de milliards d'euros ne suffiraient pas. En octobre 2011, on a sonné la fanfare en présentant un plan pour augmenter les fonds d'urgence à un montant impressionnant de 1000

“*Pourquoi toutefois encore observer une certaine discipline si la Banque centrale est quand même prête à acheter ?*”

milliards d'euros. Comme il avait été prédit, cela n'a toutefois fait impression que pendant un temps. Tout le monde comprenait en effet qu'il s'agissait d'un montant sur papier purement virtuel, existant uniquement parce que des pays donnaient des garanties alors qu'ils devaient eux-mêmes pouvoir faire appel au soutien financier. Dès qu'un grand pays comme l'Italie ou l'Espagne l'utiliserait effectivement, toute la construction s'effondrerait comme un château de cartes. La BCE était dès lors mise sous une pression énorme pour tout de même virer de bord.

Il y avait pourtant une objection fondamentale, vu que tout le monde réalise que certains États comme la Grèce ne rembourseront jamais entièrement leur dette. Il en résulte un risque non théorique que le rachat d'obligations d'État par la BCE provoquera effectivement des pertes. Des pertes qui devront être apurées selon les clés de répartition appropriées. Cela implique cependant un transfert du Nord vers le Sud. Il s'agit toutefois d'une décision qui dépasse de loin le mandat de la BCE. Seule la politique peut en décider, pas les technocrates au sein d'une banque centrale. Jusqu'à l'été de l'an passé, lorsque Mario

Draghi a affirmé lors d'une conférence que la Banque ferait tout ce qui était nécessaire. Tout le monde a alors compris que les objections n'avaient plus cours. On pouvait enfin utiliser la carte de crédit illimitée de la Banque centrale.

Depuis lors, nous vivons une sorte de lune de miel, les taux d'intérêt sur le marché des obligations d'États périphériques ayant fortement baissé. Il est frappant de constater que beaucoup retombaient dans une vision étriquée de la situation. Partout on entendait plaider qu'on pouvait à nouveau évoluer vers la période d'avant 2007, lorsque l'État italien pouvait emprunter à des taux pratiquement aussi bas que l'État allemand. Le marché doit pourtant faire des distinctions quant à la solvabilité des emprunteurs. Pourquoi toutefois encore observer une certaine discipline si la Banque centrale est quand même prête à acheter ?

Les rares voix critiques osent cependant se demander aujourd'hui ce qui se passera si un pays demande effectivement d'avoir accès au système des *Outright Monetary Transactions* et qu'il rompt ensuite les conditions. Le gouverneur belge Luc Coene a répondu que la BCE n'a alors pas d'autre choix que d'arrêter immédiatement d'acheter des obligations d'État du pays en question. La BCE l'osera-t-elle car la crise de l'euro risque alors de reprendre de plus belle ? Si, par contre, la

Banque cède et continue à acheter, la discussion avec l'Allemagne et d'autres pays à propos de la zone euro se ravivera.

Tous ceux qui connaissent l'instabilité fondamentale de l'économie occidentale ne s'étonneront pas du caractère maniacodépressif des marchés financiers. Les économistes argumentent souvent sur des détails tels que la prochaine réduction des taux par la banque centrale. Entre-temps, les bilans des banques centrales ont cependant formidablement gonflé, tant aux États-Unis qu'en Europe et au Royaume-Uni. L'influence allemande mais aussi la complexité européenne feront en sorte que le système euro maintiendra ses réserves concernant la monétisation totale des dettes. Aux États-Unis, il y a moins d'obstacles à cet égard, tant sur le plan technique que sur le plan social. Actuellement, les marchés financiers tiennent à peine compte de ces différences mais il ne fait aucun doute que cela n'est que temporaire.

Ivan Van de Cloot

Économiste en chef à l'Itinera Institute,
un think-tank indépendant
pour une croissance économique et
une protection sociale durables

Pour une croissance économique et
une protection sociale durables



THINK TANK INDÉPENDANT

DES IDÉES, DES ACTIONS

Itinera Institute ASBL

Boulevard Leopold II 184d B-1080 Bruxelles
T +32 2 412 02 62 - F +32 2 412 02 69

info@itinerainstitute.org
www.itinerainstitute.org

Editeur responsable: Marc De Vos, Directeur