

La BCE doit jouer son rôle de banque centrale

LE CERCLE. (par Hélène Rey) - La dynamique de la dette d'un pays est gouvernée par quatre variables : le stock de dette initial, la croissance du pays, le surplus budgétaire hors service de la dette et le taux d'intérêt que le pays doit sur sa dette.

En période de faible croissance, les pays très endettés peuvent se trouver en situation de crise autoréalisatrice : plus le taux d'intérêt est élevé, plus la dette croît, plus les marchés doutent de la capacité du pays à payer et le taux d'intérêt s'accroît encore. L'Italie est dans cette situation. Or si l'Italie tombe, la France est directement menacée.

Comment casser cette dynamique infernale? Examinons tout d'abord deux stratégies perdantes, les stratégies timorée et à contrecœur. La stratégie « timorée » consiste à mettre en place un montant limité de ressources en espérant que ça suffira pour décourager les attaques spéculatives. Mais les marchés savent très bien qu'il est coûteux et politiquement difficile d'augmenter ces ressources. Et leur montant ne saurait suffire pour garantir la dette émise ou stabiliser les prix des obligations publiques italiennes sur le marché secondaire autrement que de façon très temporaire. Que font alors les spéculateurs ? Ils parient que les ressources du fonds de soutien se tariront, ce qui provoquera une chute massive de la valeur de la dette italienne. Ils pourront dans ce cas engranger un profit massif. Donc ils attaquent. Les investisseurs non spéculatifs, eux, se retirent d'un marché de la dette italienne devenu trop risqué. La stratégie timorée ressemble comme deux gouttes d'eau à la stratégie mise en place en Europe avec le Fonds européen de stabilité financière. Elle mène à l'échec, avec des ressources évaporées pour rien et une crise aggravée.

Dans la stratégie à contrecœur, la Banque centrale, seule à avoir une puissance de feu quasi infinie car pouvant émettre des euros en quantité illimitée, intervient pour stabiliser le prix de la dette sur le marché secondaire. Mais elle n'annonce pas clairement ses intentions de stabiliser les marchés une bonne fois pour toute, préférant indiquer qu'elle intervient un peu maintenant mais qu'elle n'interviendra peut-être plus dans le futur. Que font les investisseurs dans ces conditions ? Ils ne veulent pas de dette italienne car l'incertitude sur sa valeur dans le futur reste totale. Ils se retirent du marché et, ce faisant, font augmenter encore les taux. Les spéculateurs eux, peuvent parier sur des augmentations de taux qui se réalisent et font des profits. C'est l'échec de la stratégie à contrecœur, qui ressemble comme deux gouttes d'eau à la stratégie actuelle de la Banque centrale européenne. Les conséquences finales de cette stratégie seraient un bilan de la BCE plombé par les dettes souveraines, une érosion graduelle de sa crédibilité et une crise non résolue.

En clair, les stratégies actuelles nous conduisent à la défaite devant les marchés avec de terribles conséquences pour la vie de millions de personnes dans la zone euro. Les crises de la

dette doublées de crises des systèmes bancaires sont les plus coûteuses en termes de PIB, de croissance et donc d'emplois. Quelle stratégie faudrait-il donc adopter ? La BCE doit jouer son rôle de prêteur de dernier ressort, rôle tout à fait légitime, car une banque centrale est garante de la stabilité financière dans sa zone monétaire. La BCE doit annoncer très clairement qu'elle maintiendra le taux d'intérêt de la dette italienne au-dessous d'une certaine valeur (celle qui rend la dynamique de la dette soutenable) en utilisant toute sa puissance de feu. Elle pourrait justifier son action en expliquant que l'instabilité financière menace le bon fonctionnement de la politique monétaire, ce qui cadrerait bien avec sa politique de communication existante.

Cette annonce de stabilisation des taux, si elle est faite de façon crédible, découragerait d'ailleurs les spéculateurs et la BCE n'aurait de ce fait peut-être même pas besoin d'intervenir massivement. Bien évidemment, en même temps, le chef du gouvernement italien doit aussi être mis sous pression, par exemple par le FMI, pour améliorer les perspectives de croissance de son pays. Mais il est tout à fait légitime, et désormais indispensable, que la BCE soit le prêteur de dernier ressort de la zone euro, comme cela a toujours été le cas historiquement pour les banques centrales en cas de crise financière. La BCE doit jouer son rôle de banque centrale. L'alternative serait catastrophique