

Article paru dans l'Echo du 1^{er} Mars 2013

L'Italie est désormais seule face au marché

Les élections italiennes font resurgir les interrogations quant au soutien effectif de la Banque Centrale Européenne pour prévenir une augmentation des taux d'emprunts publics.

Lorsque Mario Draghi annonçait le 26 juillet 2012 que « la BCE était prête à tout pour sauver l'euro », et qu'il ajoutait pour appuyer ses propos: « croyez-moi, cela sera suffisant », un soupir de soulagement traversait la zone euro. Officialisée par un nouveau programme baptisé « Outright Monetary Transactions » (OMT) prévoyant la possibilité d'achats illimités de dette d'un pays par la BCE, cette annonce allait en effet considérablement dissiper les craintes d'un éclatement imminent de la zone euro et détendre la pression exercée par les marchés financiers. Entre juillet 2012 et janvier 2013, les taux d'emprunts italiens sont passés de 6% à 4.21%, et les taux espagnols de 6.79% à 5.05%.

Les conditions au soutien de la BCE

Toutefois, la situation politique italienne ravive l'incertitude quant à l'efficacité du mécanisme de soutien de la BCE. En effet, l'OMT bien qu'illimité n'est toutefois pas inconditionnel. Si ce programme est bien le « Big Bazooka », dont l'annonce a eu l'effet escompté, ce bazooka n'est pas chargé : il faut pour cela que le pays bénéficiaire demande et obtienne de ses partenaires européens une ligne de crédit auprès du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Or, l'obtention d'une telle ligne de crédit est subordonnée à la signature d'un accord précisant les conditions attachées au soutien. En d'autres termes, pour éventuellement bénéficier du soutien de la BCE, le pays doit au préalable s'engager à un programme de réformes structurelles, à priori moins contraignant que ceux imposés à la Grèce, à l'Irlande, et au Portugal, mais néanmoins potentiellement stigmatisant.

Cette contrainte explique largement pourquoi ni l'Espagne, ni l'Italie, n'ont souhaité introduire une demande d'aide préventive. M. Rajoy a préféré jouer la montre en estimant que la détente des taux espagnols suffisait à ce stade. M. Monti n'a pas davantage souhaité souscrire à l'assurance risque suggérée par la BCE. Leurs pays sont pourtant les plus concernés par le soutien préventif de la BCE : s'ils ne parvenaient plus à se refinancer sur les marchés, ils seraient trop grands pour être secourus vu la capacité limitée du MES.

Pas de véritable prêteur en dernier ressort dans la zone euro

Par conséquent, aucun pays de la zone euro ne dispose d'un véritable « prêteur en dernier ressort » car un tel prêteur devrait par définition être inconditionnel. L'analogie avec le rôle joué par l'Etat pour le secteur bancaire illustre ce propos. Que feriez-vous si l'Etat annonçait qu'il ne couvrirait « peut-être » plus votre compte d'épargne en cas de faillite de votre banque? Même si vous pensez à priori que votre banque est solvable, vous anticiperiez peut-être que d'autres pourraient penser le contraire, et videriez rapidement vos comptes avant que votre banque ne dispose plus d'assez de liquidités.

C'est précisément pour prévenir ce genre de crise de liquidité auto-réalisatrice que la BCE a annoncé l'OMT. Mais la BCE ne pouvait pas se permettre d'aller plus loin en annonçant un programme d'achat inconditionnel de titres. Cela aurait été en contradiction trop flagrante

avec son mandat qui lui interdit le financement direct des pays par la création de monnaie. L'Allemagne, voulant éviter tout risque d'aléa moral, a particulièrement veillé au maintien de l'orthodoxie monétaire. La politique monétaire de la BCE reste donc moins accommodante dans son soutien à la politique budgétaire que celle de la FED ou de la Banque d'Angleterre.

L'Italie désormais seule face au marché

Il est évidemment hasardeux à ce stade de se prononcer sur l'éventuelle incidence de la situation politique italienne sur le sentiment de marché qui a prévalu ces derniers mois. Toutefois, le risque d'une remontée des taux d'intérêt est tangible si l'on considère la baisse que la seule annonce de la BCE a provoquée. L'Italie est désormais seule face au marché. Dans le programme d'achat précédant l'OMT, la BCE avait mis sur son bilan près de 100 milliards d'euros de titres de dette italienne. A présent, au-delà de l'effet initial positif que l'annonce de l'OMT a suscité, l'Italie ne peut aujourd'hui bénéficier - ne fût-ce que potentiellement - d'aucun rachat.

Il ne serait pas trop tard pour l'Italie de demander l'ouverture d'une ligne de crédit du MES mais certaines questions se posent immédiatement. Si Mario Monti, un technocrate non-élu capable d'initier des réformes impopulaires, n'a pas osé le faire, qui le pourra? Et si le gouvernement italien s'y résout, ses partenaires européens et la BCE seront-ils suffisamment conciliants? Et comment réagirait le marché? Dans les réponses à ces interrogations, pourrait se jouer l'avenir de la zone euro.

Xavier Vanden Bosch

Research Fellow – EGMONT Institut Royal des Relations Internationales