

Lettre n° 52

Novembre 2011

L'actualité: une cible mouvante.

- Les moyens et la volonté des Etats sont nécessaires pour transformer le blocage financier actuel mais ils ne sont absolument pas suffisants. L'expérience de la BOJ en 1988 et de la Fed de 2009 devraient servir d'exemple à la BCE quant au rôle qu'elle aura à jouer dans un avenir proche.

29 000 pages de documents relatifs à la crise financière de 2007 à 2009 viennent d'être rendues publiques par la banque centrale américaine selon ses obligations contenues dans le **Freedom Information Act**. On y apprend en particulier qu'au mois de mars 2009, les prêts et les garanties octroyés par la Réserve Fédérale pour soutenir le système financier ont atteint la somme de **7,7 trilliards de dollars**. C'est plus de dix fois les moyens mobilisés par le trésor US dans le cadre de son Trouble Asset Relief Program (TARP), moyens considérés pourtant à l'époque comme tout à fait considérables. **Sans la mobilisation de la banque centrale, le plan du trésor US aurait été mis en échec.**

Il en sera sans doute de même des plans de l'Union Européenne et du FESF, si la BCE ne mobilise pas ses ressources pour fluidifier un système financier et des marchés obligataires aujourd'hui totalement grippés. Certes la BCE est loin d'être inactive puisqu'elle offre aux banques un **accès quasi illimité à des liquidités en Euro**; libre à ces banques par la suite d'utiliser ces liquidités pour acheter des emprunts d'Etats. Mais la crise de la dette a mis à mal cette stratégie qui a pourtant permis de passer le cap de fin 2008 et du début 2009: **il n'existe plus de taux sans risque** aujourd'hui en Europe et c'est ce qui pousse les banques à vendre leurs emprunts d'Etat plutôt que de les acheter et à aggraver ainsi la situation. C'est pourquoi, à l'image de la Fed, et avec des moyens illimités, **la BCE doit changer de tactique** et intervenir directement sur les dettes d'Etat. Ces interventions seraient temporaires, comme l'a été la mobilisation des moyens de la Fed, et elles ne conduiraient pas à l'enfer de l'inflation, de la même façon que les 7,7 trilliards de dollars n'ont pas débouché sur une accélération de l'inflation outre-Atlantique.

A ce titre, l'exemple du **Japon** est tout à fait intéressant, dans la mesure où il offre une perspective historique de plus de vingt ans. Au cours de ces vingt années, la **Banque du Japon** n'a eu de cesse de monétiser la dette publique du pays au travers de multiples « Quantitative Easing » successifs. A aucun moment cette politique n'a conduit à un « débasement » de la monnaie nipponne: la dérive

des prix domestiques japonais n'a en réalité jamais vraiment cessé de flirter avec la **déflation**, et le **Yen** est demeuré une monnaie forte. Le contexte était certes sans doute un peu différent puisque le Japon a pu compter pendant deux décennies sur le support de la croissance de l'ensemble du reste du monde.

Cependant, la mise en parallèle de l'**indice Nikkei**, avancé de 10 ans, et de l'**indice CAC**, illustre bien l'**avenir promis à l'Europe**. Même si l'Europe fait ce qu'il faut pour éviter la faillite, il n'est pas certain qu'elle échappe au syndrome dont est victime le Japon, où le désendettement du secteur privé a pesé durablement sur le prix des actifs. C'est ainsi que, si le parallèle se poursuit, **l'indice CAC pourrait évoluer vers les 1500 en 2014.**

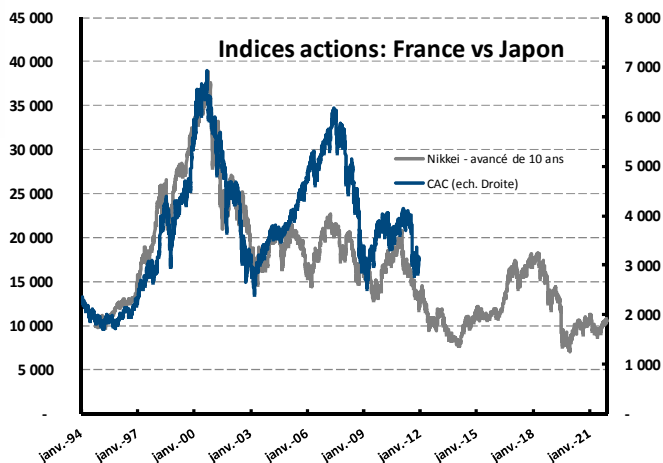
Voilà maintenant **quatre ans et demi que la crise a débuté** et elle paraît toujours s'aggraver. Cependant, un certain nombre d'indices portent à croire que l'aggravation devrait enfin pouvoir s'interrompre.

D'un côté, il est clair qu'un très grand nombre d'agents économiques se sont aujourd'hui mis à l'abri de scénarii catastrophe. En particulier, on ne compte plus les gouvernements ou les entreprises qui, pour rassurer leurs électeurs ou leurs actionnaires, ont déclaré avoir **un plan en cas de disparition de l'euro**. Il est donc probable que les pressions vendeuses tendent à se tarir dans un avenir proche, faute de participants. Il paraît de même clair que le risque inflationniste s'estompe de plus en plus derrière celui de la déflation, affaiblissant ainsi la position des opposants à l'utilisation du bilan de la BCE.

De l'autre, **une étape importante paraît avoir été franchie** au cours de la dernière semaine de novembre avec une **intervention concertée de six banques centrales** (Réserve Fédérale, Banque of Canada, BCE, Bank of England, Bank of Japan et Banque Nationale Suisse) pour alimenter en dollars leurs réseaux bancaires domestiques. C'est la fin d'un isolationnisme qui aura vu les banques européennes se voir interdire le marché du dollar pendant une période suffisamment longue pour que ces dernières se résolvent à amputer leurs business modèles de membres jusque là essentiels à leur compétitivité et à leurs résultats. La désunion au plan international est sans doute ce que les marchés redoutent le plus, et la manifestation d'une concertation a suffi pour ramener de l'ordre.

Enfin, **l'économie semble vouloir reprendre ses droits** avec, en particulier, l'embellie qui caractérise la conjoncture des Etats-Unis, une situation qui est en réalité la conséquence directe de la fin de l'effet de drainage exercé par le mouvement de **mondialisation** sur les ressources des pays occidentaux depuis 20 ans. La **Chine** pourrait ainsi voir son **excédent commercial disparaître** à un horizon de 2 ans et sa balance des capitaux s'inverser.

Il est cependant urgent que **l'Europe cimente la confiance**, isole les problèmes dans des structures qui éviteront la crainte de contagion. Et surtout il faut qu'elle remette de la flexibilité, du pragmatisme dans sa gouvernance: le passage du processus de décision à une règle de simple majorité pourrait ainsi y contribuer.



Source : Agata Capital