

L'euro va avoir son quantitative easing, et les marchés vont apprécier

C'est en se voulant en résonance avec la Réserve Fédérale américaine que le président de la Banque Centrale européenne a présenté son analyse cette semaine. «Super» Mario Draghi n'a pas – une fois encore - annoncé de mesures concrètes à l'issue du conseil des gouverneurs du 8 mai (la France est le seul pays à fêter la victoire alliée de 1945 par un jour férié). Cependant, il a passé une étape dans le discours, annonçant ainsi que «le conseil des gouverneurs ne voit pas de difficultés à agir la prochaine fois». Rendez-vous le 5 juin, donc, pour, cette fois, de l'action.

Draghi de la parole aux actes

On peut ironiser sur la méthode. Pourtant, force est de reconnaître que, pour ramener la sérénité, le discours a été efficace jusqu'ici. C'est, on le sait, la première arme des banquiers centraux, et se dire, comme l'a fait M. Draghi il y a bientôt deux ans «prêt à tout faire pour préserver l'euro (...) et croyez, moi ce sera suffisant» a porté ses effets. Des effets illustrés cette semaine par le passage au-dessous de 3 % du rendement des emprunts des Etats italien et espagnol à 10 ans.

Evidemment, une fois écartée la menace d'éclatement de la zone sous la pression des dettes souveraines, les fondamentaux ont pris le dessus d'eux-mêmes. Même en panne de croissance, la zone euro a maintenu des fondamentaux globaux de bien meilleure qualité que ceux des Etats-Unis. La force de l'euro n'est-elle pas le reflet d'une balance commerciale excédentaire?

Pourtant, les annonces de mesures monétaires en Europe correspondent à une demande et même à des demandes pressantes. En cause, la faiblesse de la croissance précisément au moment où le dynamisme américain porte les économies développées et, par effet buvard, ont permis à la zone euro de passer le point bas du cycle au second semestre 2013. Les anticipations 2014 et 2015 de 1,3 % et 1,5 %

confirment le changement de signe, mais sont insuffisantes pour engager le vieux continent vers une prospérité durable.

Deux freins à débloquent en zone euro : le déséquilibre interne et le change

Les déséquilibres au sein de la zone constituent le premier des freins. Les maillons réputés forts (derrière l'Allemagne), les maillons réputés faibles (derrière la France), les pays s'étant résolus à une sévère récession et espérant rebondir (derrière l'Italie), cela constitue un cocktail qui garantit l'inefficacité. Assurer un meilleur synchronisme est un peu la figure imposée aux organismes supranationaux, en particulier la commission européenne et la banque centrale.

Evidemment, pour une meilleure répartition, il est plus facile d'équilibrer dans une phase d'expansion plutôt que de répartir la pénurie tant bien que mal et dans la douleur.

On aura assez souligné – y compris dans cette chronique le 24 mars – le handicap constitué par la parité de change. Mise hors de la guerre des monnaies qui, après avoir permis le «miracle chinois», entretient la croissance américaine et le rebond japonais, la zone euro est presque par construction plongée dans une modération des exportations et une course à la compétitivité par dévaluation interne. Bien qu'elle résiste plutôt bien dans ce concert avec un excédent de balance courante attendu à plus de 3 % du produit intérieur brut cette année, le dogmatisme de monnaie forte hérité de l'Allemagne Fédérale et de la Bundesbank, est incontestablement un frein pour les volumes et, surtout, pour les marges des sociétés exportatrices.

L'euro «deutschemark über alles», c'est une des bases de la contestation eurosceptique ou anti européenne. C'est aujourd'hui officiellement un thème pour la Banque centrale, puisque M. Draghi a même affirmé jeudi dernier que sa hausse était «un sujet de préoccupation».

La justification est aussi une vraie raison : contrer les politiques déflationnistes

Ces besoins de synchroniser la croissance en Europe, cette intention de ne pas être, par passivité, le perdant de la guerre des monnaies, ne nécessitent pas en eux-mêmes les actions non conventionnelles qu'on attend de la Banque Centrale Européenne et qu'elle s'apprêterait à engager. Pourquoi aller vers des refinancements encore réduits par rapport aux 0,25 % d'aujourd'hui? Pourquoi envisager un taux négatif de la faculté de dépôts? Pourquoi aller jusqu'à des rachats d'actifs financiers sur le modèle du Quantitative Easing américain? La justification, c'est l'objectif d'inflation qui entre dans la mission statutaire de la BCE. La stabilité des prix est pratiquement le rôle exclusif qui lui a été fixé. Cependant, cette stabilité se mesure en dynamique et, sur longue période, un niveau de 2 % de dérive annuelle des prix est la cible.

On en est loin, malgré un regain en avril (estimé entre 0,7 et 0,8% de rythme annuel) et avec des indications de prix toujours négatives en Espagne. On peut en conclure que cette question de l'inflation n'est pas une excuse de l'institut d'émission pour entrer dans la guerre des monnaies, mais la mesure d'un vrai risque: la déflation qui n'est précisément pas la stabilité des prix.

La déflation apparaît un peu comme une hypothèse théorique d'économistes et n'est pas vraiment perçue comme une menace sérieuse. On sait que, en période de déflation, la baisse des prix conduit, en phénomène de boule de neige, à une position généralisée d'attente des acteurs économiques et à une baisse des revenus. La théorie a rejoint la pratique dans l'histoire, le symbole étant la chute des prix, des revenus, le chômage de masse ayant suivi la crise du début des années 1930. On sait aussi que les autorités monétaires (en particulier américaines), et que les organismes supranationaux (en particulier la Société des Nations) ont alors entretenu

la spirale en recherchant à tout prix la reconstitution des équilibres financiers. On sait aussi comment l'Europe s'est plongée dans cet appauvrissement généralisé, notamment au Royaume Uni, en Allemagne et en France avec les plans McDonald (1929) Brüning (1930), et Laval (1935). On sait aussi comment cela s'est terminé.

Comparaison? Non. Mais la BCE a des raisons de prendre au sérieux les pressions inflationnistes. Le «pacte de responsabilité» de M. Valls ou le malheureux appel à la «modération salariale» de M. Gattaz montrent une voie de dévaluation interne que l'Europe a pu supporter venant de l'Espagne, du Portugal ou de l'Irlande, mais qu'elle ne pourrait le faire venant de la France.

Alors, soyons en maintenant assurés, la BCE va s'affranchir du mandat Bundesbank et, nécessité faisant loi, nous aurons notre assouplissement quantitatif et ses injections de monnaie. Ce sera nécessaire pour éviter la déflation et ce sera bon, assurément pour l'inflation des actifs.

Pas mauvais pour les marchés financiers en tous cas.