

Le « Sarko trade » en débat

LE POINT DE VUE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

La semaine dernière, la BCE a fait une annonce très importante : son président, tout en refusant d'augmenter ses achats de dettes publiques, a proposé la mise en place de mécanismes de liquidité extrêmement généreux pour les banques. A partir de fin décembre, la BCE s'engage à faire aux banques des prêts de trois ans, avec très peu de restrictions sur les garanties qui vont avec (du Bund allemand aux prêts à la consommation espagnols), et à des taux très bas (pour l'instant, 1 %). Pourquoi faire un cadeau de Noël aux banques alors que ce sont les Etats qui peinent à se financer ?

Bon pédagogue, Nicolas Sarkozy a révélé la logique implicite de ce tango entre la BCE et les dirigeants européens : « Chaque Etat pourra se tourner vers ses banques, qui disposeront des liquidités. » Autrement dit, tout en restant droit dans ses bottes, la BCE sous-traite aux banques (moyennant rétribution) le financement des dettes publiques par création monétaire : elle leur prête à taux bas pour qu'à leur tour elles prêtent aux Etats en difficulté. Très vite, dans le monde financier et la blogosphère, cette délégation de service public a reçu un nom : le « Sarko trade » (un « trade », dans le monde financier, est une stratégie d'investissement).

Le « Sarko trade » suscite de nombreux débats : est-il vraiment légitime et efficace de subventionner les banques au motif de préserver une orthodoxie de façade de la BCE ? Et puis, les banques vont-elles vraiment jouer le jeu de s'endetter pour acheter des dettes souveraines risquées, alors que depuis quelques mois elles essaient au contraire de s'en débarrasser massivement ?

En fait, le « Sarko trade », s'il était mis en œuvre à large échelle par les banques, ne serait pas qu'une subvention injustifiée aux banques : ce serait surtout un médicament aux effets secondaires inquiétants. Premièrement, il risque de réduire considérablement les prêts aux entreprises : en effet, si la BCE rend suffi-

portent 3 % sans être trop risquées), mais pas sur l'Espagne et l'Italie (qui rapportent 6 % mais sont plus risquées). Troisièmement, le « Sarko trade » fragilisera le système financier européen. Les banques les plus faibles, qui sont les plus exposées à la dette périphérique, savent qu'elles ne survivront pas à un défaut

Est-il vraiment légitime et efficace de subventionner les banques au motif de préserver une orthodoxie de façade de la BCE ?

samment avantageux pour les banques de prêter aux Etats, alors que celles-ci ont décidé de réduire leur bilan, cela impliquera de prêter moins aux entreprises. De manière contre-productive, ceci entamerait un peu plus la croissance européenne, et donc aussi la capacité de remboursement des Etats. Deuxièmement, cet effet d'éviction risque aussi de se manifester entre dettes souveraines, rendant le financement de la périphérie plus difficile, et le financement du centre plus facile. En effet, le « Sarko trade », qui consiste à s'endetter à 1 % pour prêter à 4,5 ou 6 %, est risqué. Jon Corzine, patron du « hedge fund » MF Global, l'a découvert à ses dépens : si la dette périphérique continue à baisser, les pertes seront abyssales. Résultat : les banques en bonne santé financière préféreront sans doute jouer le « Sarko trade » sur la Hollande ou la France (dont les dettes rap-

souverain de plus. Elles joueront donc le « Sarko trade » à fond pour se refaire. Si la dette du Sud résiste, elles feront des profits importants. En cas de restructuration, leur faillite sera plus abyssale.

Au bout du compte, le « Sarko trade », c'est le pari qu'il est possible de coordonner les marchés sur un équilibre où les Etats du Sud peuvent emprunter à taux bas, et où ces taux bas rendent crédible leur capacité à rembourser leur dette. Mais il n'est pas sûr que cet équilibre, qui a prévalu pendant une décennie, existe encore : depuis, la croissance mondiale a considérablement ralenti, et les bugs de la construction européenne sont apparus au grand jour.

Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics. David Thesmar est professeur à HEC.