

Lettre n° 53

Décembre 2011

Crise de la dette publique en Europe: un retour à la préférence nationale ?

- Recentrer chaque marché de titres d'Etat dans son périmètre national tout en partageant la même monnaie, voilà sans doute la solution qui s'offre aux Européens pour venir à bout de la crise de confiance qui les touche.

La BCE a fait un joli cadeau de Noël au système bancaire européen en lui offrant un **prêt à trois ans d'un montant de 489,19 milliards d'euros**. Les opérations de refinancement à long terme se multiplient donc, leurs durées s'allongent, et les banquiers peuvent ainsi inscrire leurs décisions dans un processus de plus long terme, ce qui ne peut être que favorable à l'activité économique. Une nouvelle étape a donc été franchie dans le processus d'expansion du bilan de la BCE, bilan qui depuis le mois de mai 2011 aura grandi de **800 milliards d'Euros**.

La presse anglo-saxonne et les agences de rating ont été unanimes à saluer cette intervention. Elles ont cependant considéré que la BCE se livrait une fois de plus à l'exercice qui consiste à : **«kicking the can down the road»**. C'est-à-dire qu'elle remettrait à plus tard la seule solution jugée crédible: prendre l'engagement d'acheter des quantités quasi-illimitées de titres d'Etat, comme l'ont fait la Fed ou la BoE.

Il y a cependant **trois constats fondamentaux** à poser avant de juger de la qualité des mesures mises en œuvre sur le vieux continent.

Le **premier constat** est que la **crise de la dette d'Etat en Europe est avant tout une crise bancaire**. Ce sont en effet les banques qui vendent les obligations d'Etat, pas les spéculateurs. Elles vendent ces obligations, dans lesquelles elles étaient « tenues » d'investir leur capital, car ce sont des titres devenus risqués. Dans un environnement de **flou politique** et de **resserrement réglementaire**, les banques sont contraintes de gérer la valeur au marché de leur capital et donc plus les dettes des états se dévaluent plus les banques sont là pour les vendre.

Le **deuxième constat** est que, par construction, si les vocations des banques centrales américaine et européenne paraissent fondamentalement opposées, elles sont en réalité assez proches. Ce sont surtout **les moyens qui diffèrent**. La Fed a le droit d'acheter des titres du Trésor US car si des pertes doivent être constatées sur ces titres, c'est le Trésor US lui-même qui sera sollicité pour abonder au capital de sa banque centrale.

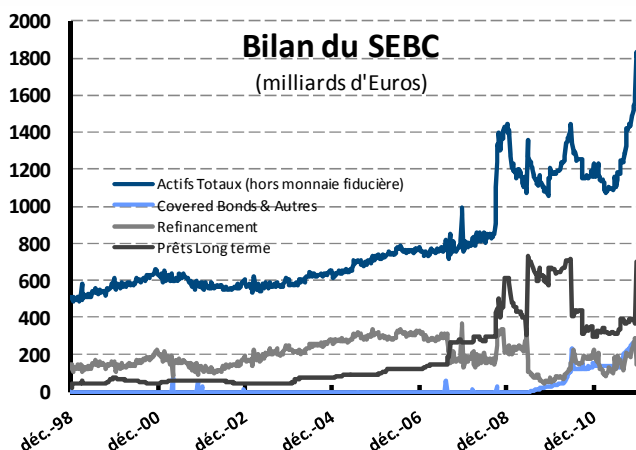
A l'inverse, la règle qui régit aujourd'hui la gestion des pertes

sur les titres d'Etat détenus par la BCE est celle de la participation de chaque Etat au capital de celle-ci: en cas de nécessité de reconstituer ce capital, ce n'est donc pas la même « caisse » qui est mise à contribution.

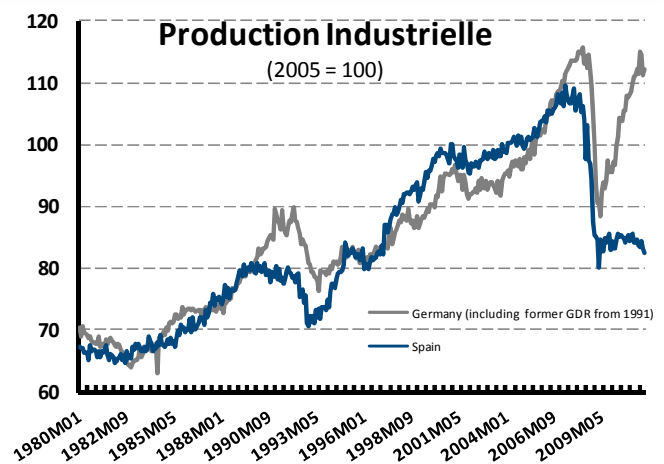
Le **troisième constat** est qu'historiquement, les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique ne **conduisent pas la politique monétaire de la même façon** : la Fed crée de la monnaie en achetant des titres d'Etat, l'Europe, c'est-à-dire ici la France ou l'Allemagne, créent de la monnaie en escomptant des titres privés. En Europe, ce sont donc **les banques qui achètent les obligations d'Etat**, selon une « tradition » datant de l'époque où ces banques étaient nationalisées. Ce que fait la BCE et ce que fait la Fed sont les deux volets d'une même politique, sous réserve que les banques européennes achètent effectivement ces titres plutôt qu'être soumises à des règles qui les contraignent à les vendre.

Deux conditions sont aujourd'hui essentielles pour que la courroie de transmission de la politique monétaire fonctionne sur le vieux continent. Que les marchés des dettes d'Etat en Europe se **relocalisent chacun dans leur espace national**: l'épargne est en quantité largement suffisante dans chaque pays pour que cela soit possible et les pertes potentielles encourues sur la détention de tels papiers seraient assumées au niveau national par les Etats eux-mêmes, soutenant chacun leurs banques domestiques. La deuxième condition consisterait à **revoir le calendrier et le contenu de la réglementation** de façon à les rendre beaucoup plus souples en matière d'exigence en capital et plus favorables en matière de préférence nationale. Une certaine forme de nationalisation des banques, à la mode anglaise, pourrait être le moyen d'atteindre un tel objectif.

L'urgence est aujourd'hui bien illustrée par les **36% d'écart** de production industrielle apparus, par exemple, entre l'Espagne et l'Allemagne en 30 mois. Cet **« Output gap »** est la manifestation d'une réalité en marche qui conduit de façon beaucoup plus certaine au démantèlement de la Zone Euro que la fin, au moins provisoire, d'un grand marché de la dette d'Etat en Euro.



Source : ECB - Agata Capital



Source : Eurostat - Agata Capital