

## Lettre n° 58

Mai 2012

### Les risques de Fuites « Centrales Bancaires »

Les rumeurs les plus folles circulent sur l'exposition de la Bundesbank au reste du système financier européen, banques centrales comprises, laissant craindre qu'un tel déséquilibre précipite la fin de l'Europe Unie telle que nous l'avons connue dans une fuite bancaire irréversible. C'est oublier que dans la trappe à liquidité, les systèmes de paiement ne fonctionnent pas comme d'habitude. C'est surtout ignorer que rien n'indique aujourd'hui que nous soyons sur une telle route.

A l'heure où les gouvernements dans le monde pressent l'Europe de diagnostiquer correctement les raisons des divergences profondes d'évolutions économiques apparues depuis le début de la crise financière et de se mettre d'accord sur une solution, fleurissent les analyses illustrant le fait que des ruées bancaires sont déjà à l'œuvre, en Grèce, en Irlande, en Espagne, en Italie.

La catastrophe serait très avancée et l'implosion financière européenne ne serait plus une question de « si » mais une question de « quand ».

Nous mettons de côté ici le sujet bien connu des déficits publics, pour lequel les plus mauvais élèves de la classe Zone Euro trouvent plus cancre qu'eux, par exemple au Japon, aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne. L'implosion viendrait en fait de déséquilibres monétaires qui se creuseraient au sein des systèmes bancaires, et plus particulièrement entre banques centrales du SEBC et entre banques de la zone euro.

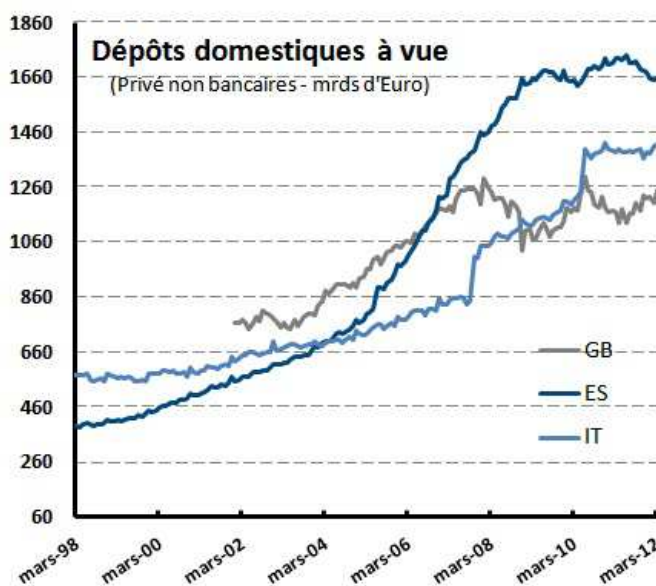
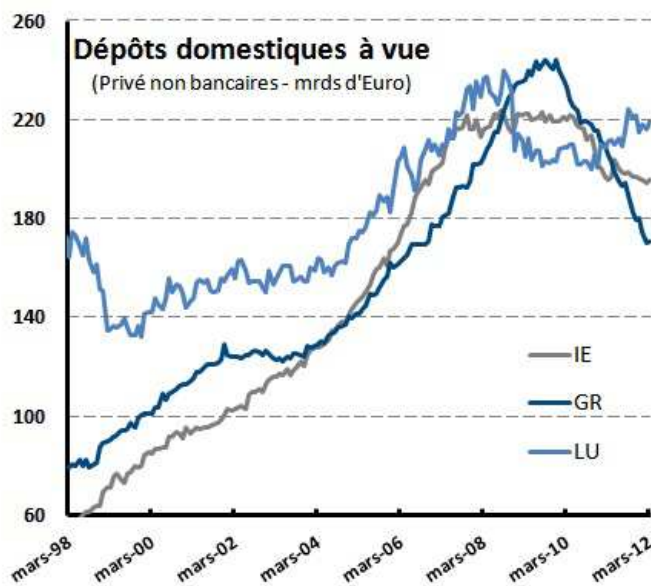
Rien n'est pourtant moins juste, et l'observation objective des statistiques fait même parfois apparaître des situations tout à fait surprenantes.

D'autres géographies au sein de la zone euro ont aussi connu des baisses significatives des encours de leurs dépôts comme l'Irlande avec -29 milliards d'euro au cours des douze derniers mois. Ou comme le Luxembourg qui a lui-même expérimenté un recul de -40 milliards de ses dépôts entre septembre 2008 et août 2009.

Dans d'autres zones géographiques sous les feux de la rampe, les phénomènes de fuites sont encore moins évidents à singulariser, voire même totalement absents.

En Espagne, l'encours des dépôts à vue s'est réduit de 89 milliards d'euro entre juin 2011 et février 2012; en Italie, ils se sont réduits de 60 milliards d'euro entre décembre 2010 et novembre 2011. Mais cela ne porte sans doute pas plus à conséquence à ce stade que la baisse de 169 milliards d'euros des mêmes dépôts enregistrés en Grande Bretagne entre avril 2010 et juin 2011.

Un deuxième élément va à l'encontre des idées reçues sur l'accumulation cachée de tensions mortelles au sein de la zone euro: l'évolution du collatéral mobilisé au sein du Correspondant Central Banking Model qui représente la contre partie d'éventuels



Si l'on s'intéresse tout d'abord aux dépôts privés à vue des résidents dans les banques de leur pays, la Grèce apparaît sans doute comme une raison de s'inquiéter : la « fuite » des dépôts atteignait au mois d'avril 74 milliards d'euro et ne paraît pas avoir été endiguée à ce jour. C'est une baisse de 30% par rapport à leur sommet de septembre 2009. Ce n'est cependant pas hors de proportion par rapport à l'évolution de l'activité économique du pays – la production industrielle a dans le même temps reculé de -31% – qui explique donc en partie ces évolutions.

transferts de cash entre pays de la zone euro. Sont représentés ici les flux nets de titres, par pays d'origine des titres, et par pays (banques centrales) récipiendaires de ces mêmes titres.

Les échanges de cash au sein des systèmes sécurisés de règlement ne se faisant que contre collatéral c'est-à-dire contre titres, les flux de titres sont donc un très bon proxy des flux de cash.

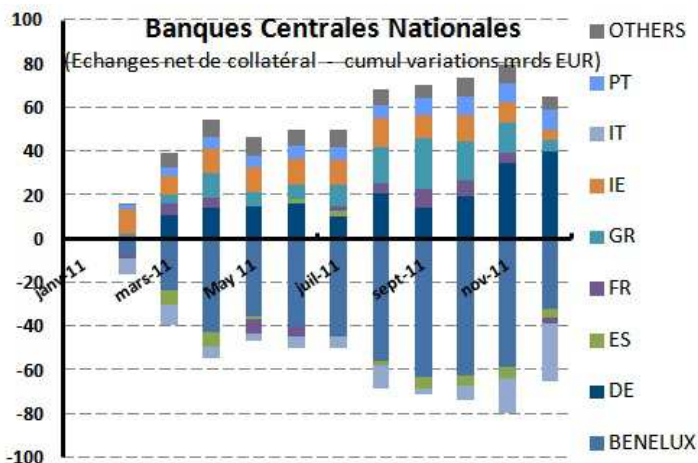
Les dernières statistiques disponibles sur ces flux concernent l'année 2011. Comme le montre le graphique (page suivante), les résultats sont encore plus surprenants que ceux issus de

l'observation des dépôts. Dans les faits, il n'y aurait aucune augmentation ou réduction notable des quantités de titres échangées sauf entre deux zones géographiques :

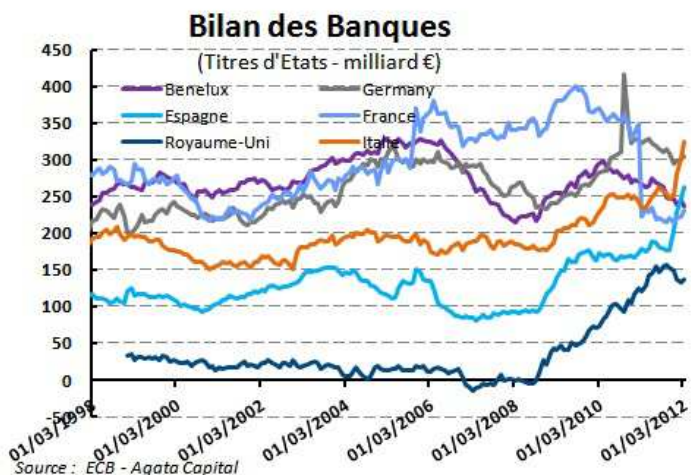
L'Allemagne d'une part où le collatéral s'accumule et qui donc prête du cash. Et le BENELUX d'autre part qui livre de plus en plus de collatéral et reçoit en contrepartie de plus en plus de cash. Au sein du BENELUX, c'est la partie BELUX qui est le plus concernée par ce phénomène. Nulle part des pays comme la Grèce, l'Espagne ou l'Italie n'apparaissent.

Enfin, la France se distingue fortement de la masse en s'inscrivant complètement à contre-courant. Les banques françaises ont en effet réduit massivement leurs expositions sur la dette d'Etat Européenne puisque celles-ci ont baissé de 156 milliards dont 126 milliards au cours du seul mois de mars 2011. C'est un évènement passé quelque peu inaperçu et qui n'a pas réellement pesé sur les marchés, la crise n'ayant pas encore atteint les extrêmes qui sont devenus les siens.

Elle est la preuve s'il en est que le secteur financier est capable de



Source : Eurostat - Agata Capital



Source : ECB - Agata Capital

Enfin, une troisième série d'observation vaut la peine que l'on s'y arrête. Elle concerne l'encours de titres d'Etat détenus par les Institutions Financières Monétaires des pays Européen, à l'intérieur et à l'extérieur de la zone euro.

Ces encours sont à des niveaux historiquement élevés dans presque tous les pays. Ce n'est pas cependant totalement illogique, dans la mesure où une des raisons historiques à l'origine de la création des banques centrales a été précisément d'assurer le financement de l'Etat, en particulier pendant les guerres.

Ces encours sont donc à des niveaux records au Royaume-Uni où les banques ont acquis depuis septembre 2008 150 milliards d'Euros de titres d'état (à partir de zéro). Ils le sont en Allemagne où, bien qu'en recul récent, ils restent encore supérieurs de 70 milliards d'euro à leur niveau de septembre 2008. C'est bien sûr aussi le cas en Espagne et en Italie où les encours ont progressé de respectivement 167 et 147 milliards d'euro sur les mêmes bases de comparaison. Dans ces deux derniers pays, les deux opérations de LTRO ont clairement conduit les systèmes bancaires nationaux à accroître leur portefeuille de titres d'état ; ce sont au passage les deux seuls pays ayant enregistré un tel phénomène.

se restructurer substantiellement sans être obligé de passer par des ruptures irréversibles.

Globalement et après les deux opérations de refinancement à long terme (LTRO), l'environnement monétaire européen n'est clairement pas le même qu'avant. Une banque centrale ne force pas 1000 milliards d'euro de liquidités supplémentaires sans changer considérablement les points d'équilibre. Ces liquidités ont cependant été rendues nécessaires par le fait que les banques commerciales ont cessé de se prêter entre elles. La banque centrale est devenue le dépositaire unique des liquidités de toutes les banques, et les balances se sont donc accumulées à l'intérieur du système européen TARGET, là où il n'existait aucun solde auparavant. C'est la manifestation concrète des changements de comportement lorsqu'une économie est dans la trappe à liquidité. Le Japon y est depuis plusieurs décennies. Il n'a pas encore fait faillite car il s'appuie en particulier sur une épargne domestique élevée. C'est exactement la situation de l'Europe. Cela ne doit cependant pas empêcher les Banques Centrales du Système Européen de tout faire pour sortir de cette trappe à liquidité et rétablir la confiance.