

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

27 octobre 2011 – N° 800

### Accord du 26 octobre : les gouvernements de la zone Euro continuent de prendre un énorme risque de procyclicité

*Le processus de résolution de la crise qu'ont choisi les gouvernements européens est le suivant :*

- valorisation à la valeur de marché (mark to market) des dettes souveraines de la zone euro, au moins pour les banques ;
- haircut massif (50%) sur la dette grecque ;
- recapitalisation en conséquence (du haircut et du mark to market) des banques, très rapidement (d'ici mi-2012) ;
- capacité à aider de grands pays de la zone (Italie) si en conséquence la crise s'étendait à eux (extension des moyens et des techniques de soutien de l'EFSF).

*Nous pensons que ces décisions provoquent l'apparition d'un « risque procyclique » très important :*

- le mark to market des dettes publiques déprécie des dettes qui seront très probablement finalement remboursées (Italie, Espagne, Irlande...); il va décourager la détention des dettes publiques de la zone euro alors qu'il faudrait au contraire l'encourager dans le cas des pays qui améliorent leur solvabilité ;
- le haircut massif et immédiat sur la Grèce et le mark to market des dettes associés à une recapitalisation très rapide des banques conduiront probablement les banques non seulement à lever des fonds propres supplémentaires mais aussi à vendre des actifs et à arrêter de prêter, d'où le recul induit de l'activité réelle qui va rendre en particulier la réduction des déficits plus difficiles ;
- le haircut immédiat sur la Grèce va aussi réduire en une seule fois le rendement des fonds d'assurance (et de l'actif des autres investisseurs institutionnels), d'où un risque de sortie des épargnants et de désorganisation de l'intermédiation financière ;
- passer le message qu'il faut accroître la taille de l'EFSF parce que de grands pays peuvent à leur tour être exclus des marchés financiers ne peut qu'aggraver l'inquiétude et l'aversion pour le risque. L'Espagne puis l'Italie ont pourtant pris des mesures sévères de consolidation budgétaire, et la BCE peut transitoirement soutenir les prix de leurs dettes sur les marchés financiers.

*Toutes les mesures prises sont donc violemment procycliques : mark to market, haircut et recapitalisation des banques dans l'urgence et non lissée dans le temps, passage du message qu'il y a risque majeur de contagion alors qu'en réalité ce risque s'amenuise. Il ne faut donc pas s'étonner si elles aggravent la crise économique et financière, en particulier si la BCE décidait, en contrepartie, de suspendre son programme d'achat de dette publique (SMP).*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

**Patrick ARTUS**

**Jean-Christophe CAFFET**

**Jean-François ROBIN**

Le processus de résolution de la crise prévu par les gouvernements

Le processus de résolution de la crise retenu par les gouvernements est le suivant :

1. Valorisation aux prix de marché des dettes souveraines détenues par les banques. Le tableau 1, les graphiques 1a/1b montrent que la perte en valeur de marché ainsi affichée est de 100 milliards d'euros environ.

Tableau 1

Encours de dettes publiques des pays de la zone euro détenu par les banques de la zone euro (en Mds d'euros)

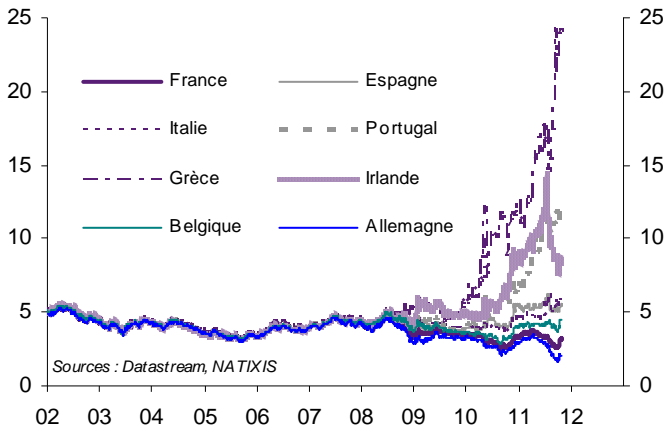
Dette de...	Autriche	Belgique	Chypre	Estonie	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande
<b>Banques de...</b>									
Autriche	14,59	0,44	0,02	0,00	0,12	0,40	1,44	0,46	0,05
Belgique	2,22	29,60	0,04	0,00	0,25	3,76	13,72	3,91	0,27
Chypre	0,33	0,04	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00	5,81	0,36
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,00	0,15	0,00	0,00	0,41	0,19	0,18	0,00	0,04
France	4,86	33,04	0,22	0,00	2,34	118,26	45,59	10,07	2,11
Allemagne	11,28	6,49	0,22	0,02	0,80	13,57	315,31	7,93	1,01
Grèce	0,02	0,00	0,31	0,00	0,00	0,16	0,41	54,45	0,02
Irlande	0,48	0,21	0,00	0,00	0,04	1,20	0,60	0,04	12,47
Italie	3,27	0,39	0,04	0,00	0,11	0,82	20,41	1,41	0,17
Luxembourg	0,11	0,16	0,01	0,00	0,01	0,03	0,00	0,08	0,00
Malte	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,01
Pays-Bas	2,39	12,25	0,03	0,00	1,03	23,60	26,39	1,17	0,44
Portugal	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,57	0,01	1,41	0,52
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,18	0,25	0,00	0,00	0,03	0,32	0,11	0,02	0,02
Espagne	0,13	0,72	0,00	0,00	0,50	3,82	2,17	0,45	0,08
Zone euro	39,86	83,73	2,33	0,02	5,64	166,72	426,37	87,23	17,55

Dette de...	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie	Espagne
<b>Banques de...</b>								
Autriche	1,20	0,03	0,06	0,12	0,14	6,08	0,36	0,21
Belgique	21,40	0,18	0,00	0,36	2,09	2,52	0,29	2,87
Chypre	0,04	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
France	53,00	0,78	0,00	13,66	4,75	0,60	1,16	14,63
Allemagne	36,82	1,74	0,08	4,39	3,58	0,85	0,55	18,61
Grèce	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	0,85	0,00	0,00	0,52	0,24	0,00	0,00	0,33
Italie	164,01	0,51	0,00	0,17	0,37	3,83	0,32	3,23
Luxembourg	2,39	2,91	0,00	0,03	0,18	0,01	0,00	0,17
Malte	0,00	0,00	0,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	10,18	0,21	0,03	45,22	0,84	0,19	0,11	2,28
Portugal	1,02	0,00	0,00	0,01	19,57	0,07	0,00	0,25
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,10	0,01	0,00	0,21	0,02	0,02	1,46	0,03
Espagne	7,20	0,00	0,00	0,34	4,85	0,00	0,00	222,82
Zone euro	298,31	6,37	1,00	65,03	36,62	14,18	4,27	265,50

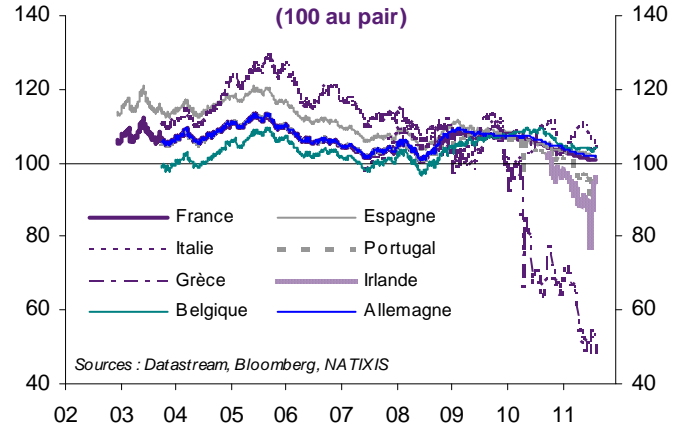
Source : European Banking Authority

Graphique 1a

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



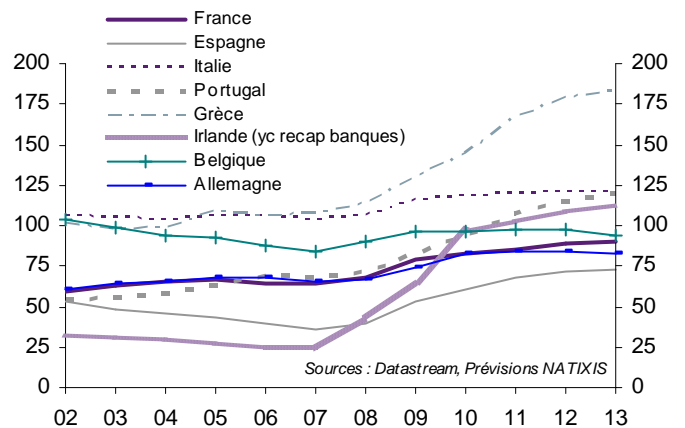
Graphique 1b

Prix des obligations d'Etat à 10 ans  
(100 au pair)

2. **Haircut immédiat de 50% sur la détention de dette grecque** pour ramener le taux d'endettement public de la Grèce à la « normale » (graphique 2a).

Graphique 2a

Dettes publiques (en % du PIB)



3. **Recapitalisation très rapide des banques pour amener les core-tier 1 (CT1) en Bâle III à 9% dès juin 2012 (tableaux 2a/2b)**, et couvrir les provisions dues au mark to market des dettes publiques. Un point de fonds propres en core tier 1 représente environ 135 Mds €. Au total, entre mise au mark to market et recapitalisation pour atteindre un CT1 de 9%, les besoins de recapitalisation vont de 30 Mds € pour les banques grecques à 5,2 Mds € pour les banques allemandes (26 Mds € pour les banques espagnoles et 8,8 Mds € pour les banques françaises) (tableau 2c).

Tableau 2a

Ratio de fonds propres des grandes banques sous Bâle III (core tier 1)

	juin-11
Intesa Sanpaolo	9,2
HSBC	8,5
BNP Paribas	7,8
Barclays	7,6
Unicredit	7,3
Commerzbank	6,9
Santander	6,5
Société Générale	6,2
Crédit Agricole	5,5
Deutsche Bank	5,7
BPCE	7,3

Source : Thomson Reuters

**Tableau 2b**  
Fonds propres des banques des pays de la zone euro (Mds d'euros)

	au 31/12/2007	au 31/12/2008	au 31/12/2009	au 31/12/2010	au 30/09/11
En Mds d'Euros					
Allemagne	141,99	135,05	148,68	141,38	167,04
Belgique	41,52	32,30	35,79	39,40	39,84
Chypre	5,75	6,17	6,47	6,52	8,08
Espagne	100,67	118,00	137,38	144,86	157,79
Finlande	1,85	1,69	2,21	2,36	2,38
France	147,66	152,53	173,07	194,83	210,56
Grèce	22,09	22,84	27,21	22,77	24,45
Irlande	7,18	6,48	6,48	7,06	6,52
Italie	143,12	168,33	174,77	183,57	192,06
Luxembourg	0,78	0,61	0,97	1,07	0,91
Malte	0,78	0,79	0,87	0,95	0,99
Pays-Bas*	87,39	74,64	64,79	88,28	93,03
Autriche	14,76	18,25	18,58	21,51	23,36
Portugal	10,54	11,31	14,33	14,47	13,94
Slovénie	0,31	0,70	0,74	0,78	0,85
<b>Zone euro</b>	<b>726,37</b>	<b>749,71</b>	<b>812,33</b>	<b>869,81</b>	<b>941,77</b>

(\*) yc bancassurance  
Sources : Datastream, Natixis

**Tableau 2c**  
Besoins de recapitalisations des  
banques européennes

Country	Estimated target capital buffer
Autriche	2938
Belgique	4143
Chypre	3587
Allemagne	5184
Danemark	47
Espagne	26161
Finlande	0
France	8844
Royaume-Uni	0
Grèce	30000
Hongrie	0
Irlande	0
Italie	14771
Luxembourg	0
Malte	0
Pays-Bas	0
Norvège	1312
Portugal	7804
Suède	1359
Slovénie	297
<b>Total</b>	<b>106447</b>

Source: EBA  
Montants en Millions d'euros

4. Mise en place de mécanismes accroissant la capacité de réaction (capacité de l'EFSF portée à 1000 Mds €) si de grands pays (Espagne, Italie) ne pouvaient plus se financer sur les marchés financiers (tableau 3). L'Italie doit lever 240 Mds € en 2012 et l'Espagne 86 Mds €

Tableau 3  
France : besoins de financement de l'Etat

	2011 révisé	2012
Amortissement dette LT	48,7	56,1
Amortissement dette MT	46,1	42,8
Amortissement dette reprise par Etat	0,6	1,3
Déficit budgétaire	95,5	81,8
<b>Total</b>	<b>190,9</b>	<b>182</b>

Source : PLF 2012

Allemagne, Italie, Espagne :  
besoins de financement de  
l'Etat en 2012

	Emissions mds €
<b>Italie</b>	<b>240,5</b>
<b>Allemagne</b>	<b>182,2</b>
<b>Espagne</b>	<b>86,0</b>

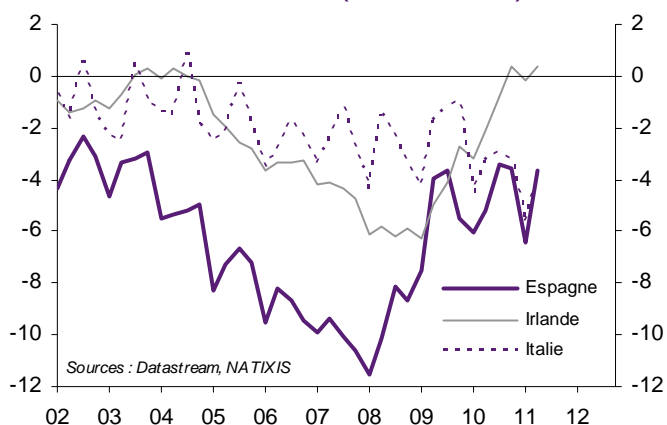
Source : NATIXIS

Ces décisions génèrent  
un risque procyclique  
important

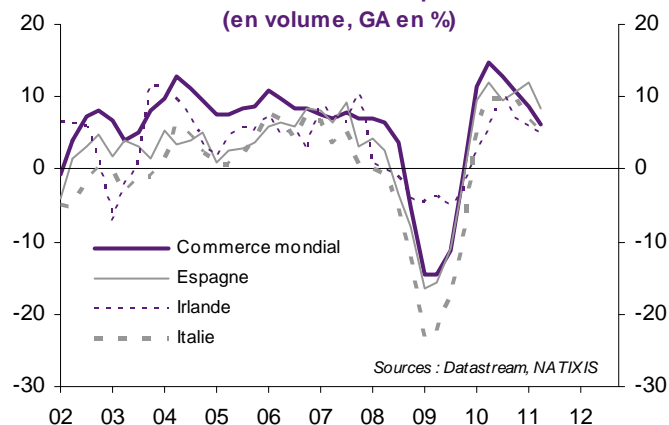
Nous pensons que toutes ces décisions vont dans le même sens en générant  
un risque procyclique massif alors que des progrès apparaissent.

1. **Beaucoup de pays de la zone euro montraient des signes d'amélioration** : réduction (voire disparition) du déficit extérieur, donc du besoin de financement extérieur, **en Irlande et en Espagne (graphique 2b)**, en particulier grâce à la croissance rapide des exportations (**graphique 2c**) ; réduction conforme aux annonces des déficits publics de ces pays (**graphique 2d**).

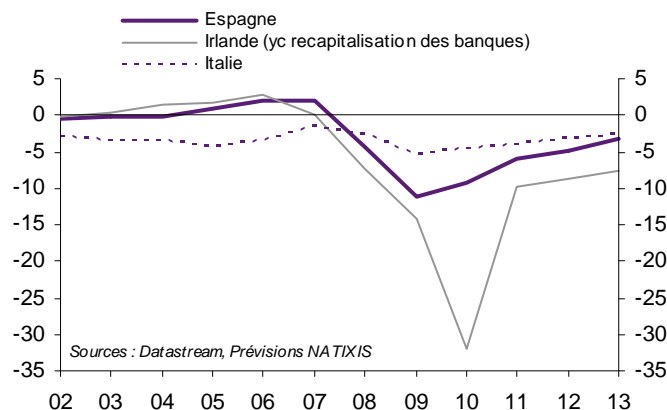
Graphique 2b  
Balance courante (en % PIB valeur)



Graphique 2c  
Commerce mondial et exportations  
(en volume, GA en %)



Graphique 2d  
Déficit public (en % du PIB valeur)



En **Italie**, si le déficit extérieur et le déficit public ne se résorbent pas encore en 2011 (**graphiques 2b/2d**), le programme fiscal annoncé pour 2012-2013 devrait conduire à une nette réduction de ces deux déficits (**encadré 1**).

#### Encadré 1

Le gouvernement italien a annoncé mi-août un nouveau plan de consolidation budgétaire, voté mi-septembre par le Parlement, qui doit permettre le retour à l'équilibre budgétaire à horizon 2013. L'ensemble du plan s'élève à près de EUR 60 milliards, soit plus de 3,5 points de PIB d'ici à 2014.

L'essentiel des mesures (plus de 50 Mds EUR) est concentré sur 2012-2013. Celles-ci jouent à la fois sur les recettes et les dépenses, et concernent le secteur public et le secteur privé.

Du côté des recettes :

- L'augmentation d'un point de la TVA, de 20% à 21%, doit rapporter 0,7 Md EUR en 2011 puis 4,2 Mds par an.
- L'augmentation de la taxe sur les plus-values financières (hors obligations d'Etat) passe de 12,5 à 20%. Cette mesure, effective à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012, doit rapporter entre 1,5 Md et 2 Mds EUR par an.
- L'accroissement de taxes indirectes (jeux d'argent, timbres, tabac...) doit rapporter 1,2 Md EUR en 2011, puis entre 5 et 7 Mds EUR par an.
- Une taxe « Robin des Bois », appliquée entre 2011 et 2013, avec une augmentation de 4 points de l'impôt sur les sociétés du secteur de l'énergie, et interdiction de la reporter sur les consommateurs. Elle doit rapporter entre 1 et 1,5 Md EUR par an.
- Contribution de solidarité : une surtaxe de 3% est appliquée aux revenus annuels supérieurs à 300 k€. Avant tout symbolique, elle doit rapporter entre 50 et 100 Mn EUR par an.
- La révision des dépenses fiscales doit rapporter 4 Mds EUR en 2012, 16 Mds en 2013 et 20 Mds en 2014.
- Renforcement de la lutte contre la fraude et l'évasion fiscales.

Du côté des dépenses :

- Les coupes dans les dépenses de l'Etat central doivent atteindre plus d'un milliard EUR en 2011 puis entre 5 et 7 Mds EUR par an, avec en particulier un gel des salaires dans la fonction publique jusqu'en 2014.
- Les transferts aux collectivités locales seront réduits de 4 Mds EUR en 2012, puis 6 Mds en 2013 et 2014.
- Les modifications apportées au système de retraite permettront d'économiser 1 Md EUR en 2012, puis 3,5 Mds par an.

**Le plus probable aujourd'hui est donc que l'Irlande, l'Espagne et l'Italie rembourseront leurs dettes.** Imposer la valorisation en valeur de marché, qui n'est pas une estimation sans biais du risque de défaut, **conduit à décourager la détention des dettes de ces pays**, à la fois par les non résidents (**tableau 4**) et les investisseurs domestiques, **au moment où au contraire il faudrait encourager la détention de ces dettes** dans la perspective de l'amélioration de la situation fondamentale de ces pays.

Tableau 4  
Part des non résidents dans la détention de la dette publique en 2010 (en % du total)

	Finlande	Autriche	Belgique	France	Italie	Espagne
Part de la dette publique détenue par les non-résidents	74,0	85,0	55,0	66,0	52,0	55,0

	Allemagne	Pays-Bas	Irlande	Grèce*	Portugal*	Allemagne
Part de la dette publique détenue par les non-résidents	52,0	73,0	82,0	79,0	86,5	52,0

(\*) dette négociable  
Sources : Datastream, Natixis

(2) La recapitalisation très rapide des banques, à la suite du haircut sur la Grèce et du mark to market des dettes souveraines (voir plus haut) ne pourra pas être réalisée uniquement par la mise en réserve des profits des banques (tableau 5), ni par la levée de capitaux en bourse, en raison du niveau des cours (graphique 3). Il faudrait selon nous lisser cette recapitalisation dans le temps.

Graphique 3  
Eurostoxx : indice boursier et PER financières

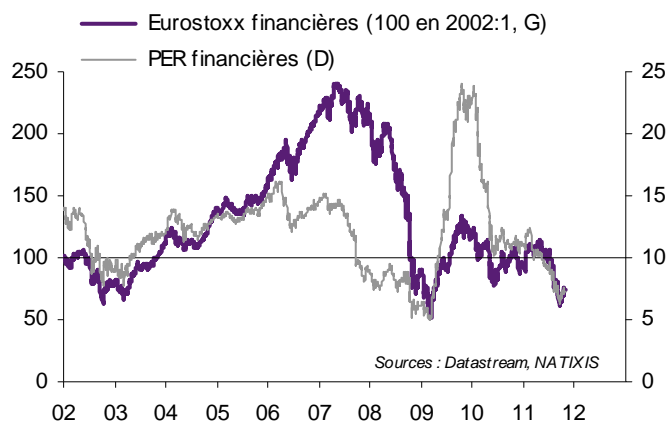


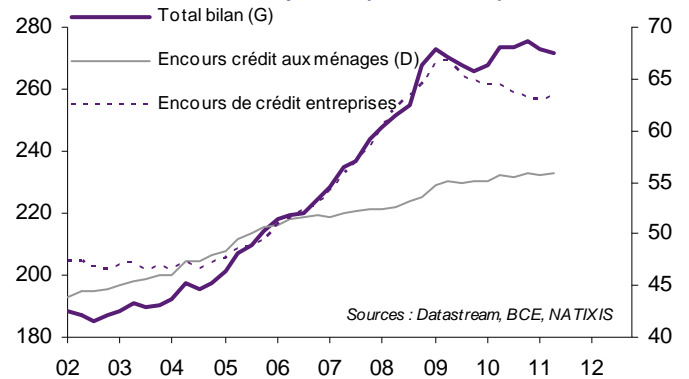
Tableau 5  
Profits des banques de la Zone euro (Mds d'euros)

Pays	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (1er semestre)
Allemagne	14,33	22,40	26,12	-5,01	9,25	13,37	6,49
Autriche	1,30	2,36	2,33	1,54	1,36	2,40	1,29
Belgique	4,78	6,61	6,35	-5,08	-0,80	2,79	1,51
Espagne	1,38	1,56	2,00	1,84	1,70	1,66	1,51
Finlande	0,11	0,18	0,21	0,09	0,19	0,23	0,13
France	15,99	20,15	15,90	3,58	6,61	15,54	8,10
Grèce	2,48	2,66	4,47	2,71	0,88	-1,11	-0,42
Irlande	1,08	1,31	1,65	1,70	-1,90	-0,61	-0,31
Italie	12,55	15,67	18,17	12,08	9,00	9,53	4,93
Pays-Bas	14,91	14,48	16,39	-7,14	-1,23	6,74	3,63
Portugal	1,35	1,59	1,63	0,81	0,98	0,98	0,44
Slovénie	0,05	0,07	0,09	0,04	0,03	0,01	0,00
<b>Zone euro</b>	<b>70,30</b>	<b>89,04</b>	<b>95,30</b>	<b>7,17</b>	<b>26,07</b>	<b>51,53</b>	<b>27,30</b>

Sources : Datastream (Worldscope), NATIXIS

Les banques voulant pour la plupart d'entre elles éviter l'entrée d'actionnaires publics dans leur capital, **elles vont probablement céder des actifs pour réduire la taille de leurs bilans et réduire l'offre de crédits (graphique 4), ce qui est évidemment procyclique.**

**Graphique 4**  
Zone euro : taille du bilan des banques et encours de crédit aux ménages et aux entreprises (en % du PIB)



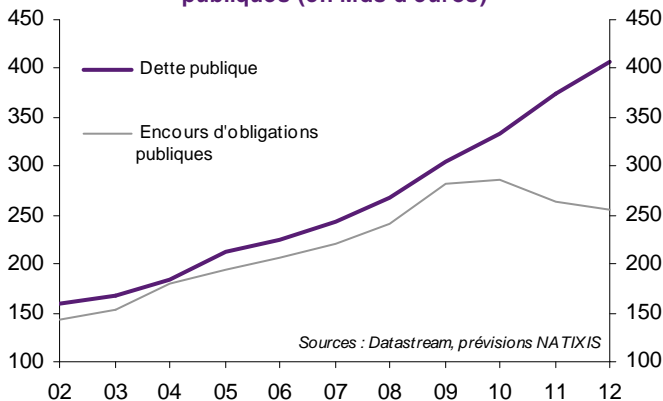
**(3) Les assureurs et d'autres investisseurs institutionnels ne valorisent pas en mark to market leurs portefeuilles obligataires, mais ils devront réaliser une perte qui correspond au haircut sur la Grèce.**

**Les investisseurs institutionnels européens détiennent 125 Mds€ d'obligations publiques grecques** (le graphique 5a montre la taille de la dette publique de la Grèce).

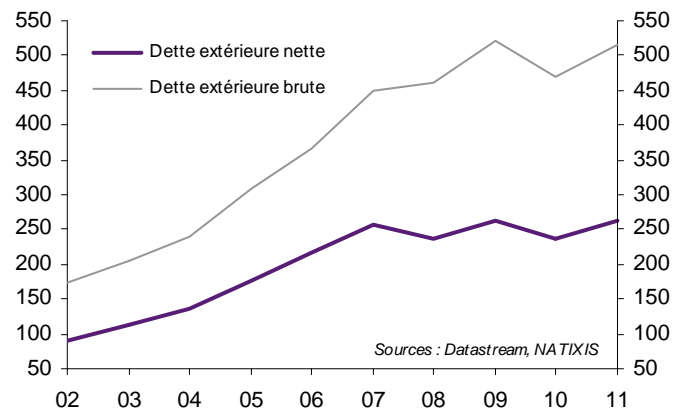
Le chiffre est plus élevé si on prend l'ensemble des actifs grecs (publics, bancaires, d'entreprise...) détenus par les non résidents (la dette extérieure brute de la Grèce est de 520 Mds €, graphique 5b). Le haircut va donc générer une perte instantanée pour les épargnants au travers des investisseurs institutionnels

**Cette perte pour les épargnants risque de provoquer des retraits, une désorganisation des circuits de l'épargne.**

**Graphique 5a**  
Grèce : dette publique et encours d'obligations publiques (en Mds d'euros)



**Graphique 5b**  
Grèce : dette extérieure (en Mds d'euros)





#### (4) Renforcement de l'inquiétude et de l'aversion pour le risque

Passer le message qu'il faut se préparer à devenir acheteur de dette de grands pays de la zone euro (Espagne, Italie) qui ne pourraient plus se financer sur les marchés financiers, donc qu'il faut disposer de fonds européens de très grande taille, est pour le moins maladroit alors que les bonnes politiques étaient mises en œuvre en Irlande, en Espagne, en Italie à partir de 2012, comme on l'a vu plus haut.

**La BCE peut soutenir les prix des dettes publiques espagnole et italienne sur les marchés par le programme d'achats sur le marché secondaire (tableau 6), et le message qui est passé renforce l'inquiétude et l'aversion pour le risque des investisseurs.**

**Tableau 6**  
**Encours de dettes publiques de la Zone euro détenu par la BCE (Mds d'euros)**

07/01/2011	74,14
14/01/2011	76,38
21/01/2011	76,43
28/01/2011	76,43
04/02/2011	76,43
11/02/2011	76,43
18/02/2011	77,11
25/02/2011	77,46
04/03/2011	77,46
11/03/2011	77,46
18/03/2011	77,34
25/03/2011	76,72
01/04/2011	77,02
08/04/2011	76,97
15/04/2011	76,05
22/04/2011	76,05
29/04/2011	76,10
06/05/2011	76,10
13/05/2011	76,10
20/05/2011	74,87
27/05/2011	74,87
03/06/2011	74,87
10/06/2011	74,87
17/06/2011	73,91
24/06/2011	73,91
01/07/2011	74,21
08/07/2011	74,21
15/07/2011	74,21
22/07/2011	73,96
29/07/2011	73,96
05/08/2011	73,96
12/08/2011	95,96
19/08/2011	110,25
26/08/2011	115,58
02/09/2011	128,83
09/09/2011	142,86
16/09/2011	152,66
23/09/2011	156,53
30/09/2011	160,69
07/10/2011	163,01
14/10/2011	165,25
21/10/2011	169,34

Sources : BCE, NATIXIS

## Synthèse : le piège de la procyclicité

## Nous pensons que les gouvernements sont tombés dans le piège de la procyclicité:

- valorisation au prix de marché des dettes publiques, y compris celles qui seront très probablement remboursées ;
- haircut sur la Grèce et recapitalisation des banques brutale et non lissée dans le temps, ce qui forcera les banques à vendre des actifs, à réduire l'offre de crédit, d'où des économies plus faibles et des difficultés pour réduire les déficits publics, etc... ;
- pertes rapides pour l'investisseur institutionnel, ce qui peut déclencher un mouvement de retrait des épargnants ;
- risque de contagion accru par le haircut rapide et important sur la Grèce et par le message qu'il faut se préparer à ce que de grands pays (Italie ?) ne puissent plus se financer sur les marchés.

**On aurait pu avoir une approche contracyclique** : lisser dans le temps les pertes et les besoins de recapitalisation, soutenir les dettes par les interventions de la BCE en donnant le temps aux pays de montrer l'amélioration effective de leur situation, transitoirement garantir les dettes obligataires des banques pour réduire leurs coûts de financement (**graphique 6**).

**Graphique 6**  
**Zone euro : spread contre swaps de la dette senior des banques et CDS banques**

