

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

19 décembre 2011 – N° 943

Le « Bazooka » ce n'est pas la BCE, c'est la réglementation des banques, c'est la répression financière

Aujourd'hui, on ne sait pas qui va acheter les émissions de dette souveraine périphérique au début de 2012 : la BCE n'est plus acheteuse, les banques et les investisseurs institutionnels sont vendeurs, l'EFSF peut difficilement émettre...

Pour éviter une crise de liquidité brutale, certains suggèrent d'utiliser le « bazooka » : des interventions massives, à nouveau, de la BCE sur le marché des dettes publiques. Mais on sait que la BCE (l'Allemagne...) est très hostile à cette solution, en raison des aléas de moralité induits.

La seule solution, et le vrai « bazooka », est alors de forcer les banques de chaque pays à financer les déficits publics du pays par la réglementation, comme au Royaume-Uni, c'est-à-dire la « répression financière ». Cette solution est efficace à court terme, mais a beaucoup d'inconvénients :

- *dégradation de la qualité des actifs, et peut-être du rating, des banques ;*
- *détournement de l'épargne vers le financement des Etats, au détriment du secteur privé ;*
- *risques très élevés de liquidité et de taux d'intérêt dans les bilans des banques, d'où de fortes contraintes sur les politiques monétaires.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

Le problème de l'équilibre des marchés de dette souveraine dans la zone euro

On ne sait pas encore aujourd'hui comment s'équilibreront les marchés de dette souveraine de certains pays de la zone euro (Espagne, Italie), qui ont des besoins de financement importants, en 2012 (tableau 1).

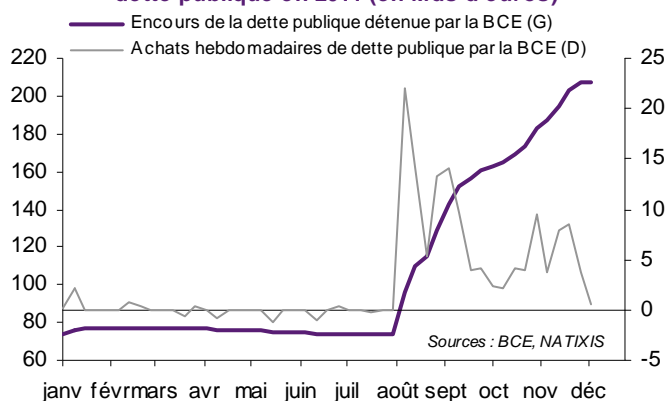
Tableau 1
Emission brute de dette publique (en Mds d'euros)

	Prévisions d'émissions souveraines MT/LT en zone Euro		2012			
	2011	2012	T1	T2	T3	T4
Allemagne	187	183	52	55	38	38
France	184	179	54	57	33	35
Italie	215	242	85	60	53	44
Espagne	94	86	26	20	15	26
Pays-Bas	50	60	23	17	12	8
Belgique	39	39	14	11	9	4
Autriche	17	22	9	6	4	3
Grèce	-	-	-	-	-	-
Finlande	16	13	6	3	3	2
Portugal	12	-	-	-	-	-
Irlande	-	-	-	-	-	-
Zone euro	813,8	824,268	269,49	228,30	166,98	159,51

La BCE ne souhaite pas continuer son programme d'achat ou en augmenter la taille (graphique 1) ; les banques sont vendeuses de dettes publiques (le tableau 2 montre le cas de la France, graphique 2), en particulier en raison de la valorisation au prix de marché de ces dettes pour les stress-tests ; les investisseurs institutionnels sont vendeurs aussi (au moins des dettes autres que leur dette nationale) en raison du risque sur leur performance et leurs fonds propres ; l'EFSF pourra difficilement émettre davantage (graphique 3).

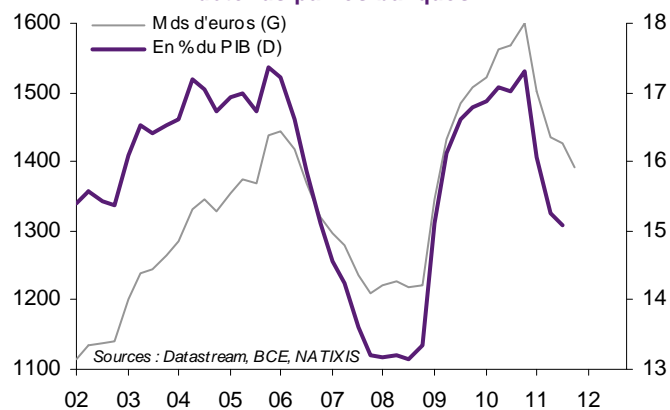
Graphique 1

BCE : achats hebdomadaires et encours de dette publique en 2011 (en Mds d'euros)



Graphique 2

Zone euro : encours d'obligations publiques détenus par les banques



Graphique 3
EFSF : spread de taux contre swap (2011)

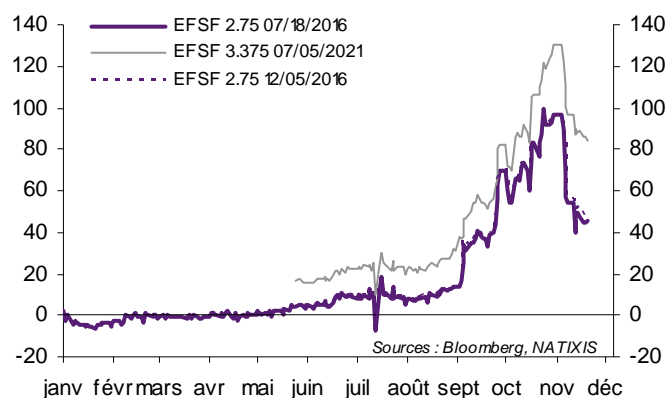


Tableau 2
Exposition des banques françaises à la dette italienne, espagnole, portugaise et grecque (en Mds d'euros)

Italie

	BNP Paribas*	Société Générale	Crédit Agricole	BPCE
juin-11	20,80	5,00	8,72	4,16
sept-11	12,20	2,50	6,75	3,01

Grèce

	BNP Paribas*	Société Générale	Crédit Agricole	BPCE
juin-11	4,00	1,90	0,32	1,19
sept-11	1,60	0,80	0,18	0,54

Espagne

	BNP Paribas*	Société Générale	Crédit Agricole	BPCE
juin-11	2,70	2,30	1,79	1,03
sept-11	0,50	1,80	1,52	0,41

Portugal

	BNP Paribas*	Société Générale	Crédit Agricole	BPCE
juin-11	1,40	0,60	0,80	0,26
sept-11	1,40	0,50	0,70	0,33

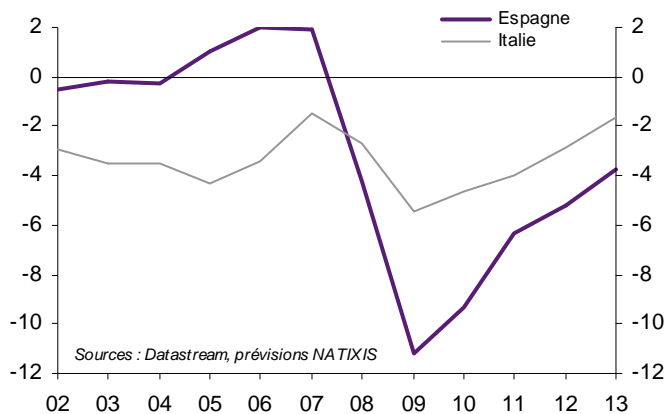
(*) portefeuille bancaire uniquement
Sources : Reuters, Rapports Financiers des Banques, Natixis

On pourrait donc bien avoir une situation de très faible demande pour ces dettes publiques.

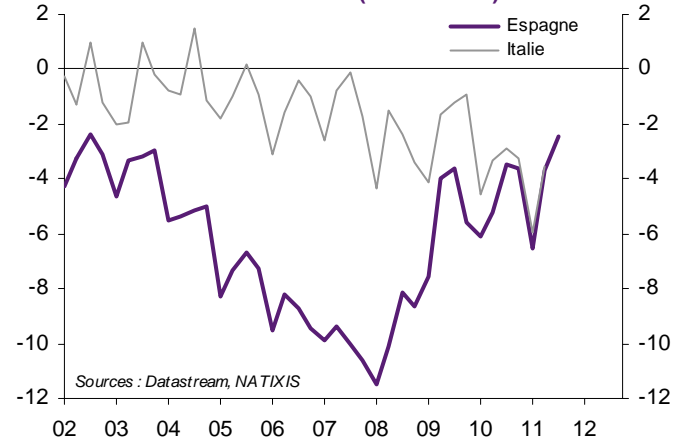
Que faire s'il n'y a pas de demande pour certaines dettes publiques au début de 2012 ? Le vrai « bazooka »

Le risque est alors clairement un risque de défaut des pays qui seraient dans cette situation (Italie, Espagne), même s'ils sont solvables (ce qui est le cas pour ces deux pays avec le programme de réduction des déficits budgétaires, graphique 4a, la diminution des déficits extérieurs, graphique 4b).

Graphique 4a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 4b
Balance courante (en % du PIB)

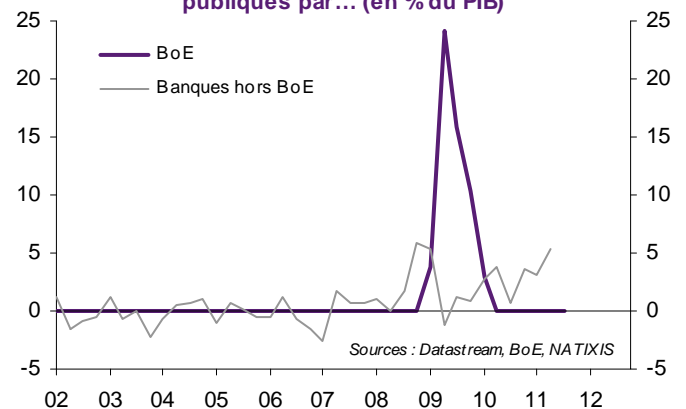


Comment éviter ce défaut ?

- on parle souvent de « bazooka » au sujet de possibles interventions massives de la BCE sur les marchés de dettes publiques. Mais, on l'a vu plus haut, la BCE rejette cette idée en raison des aléas de moralité induits : incitation des gouvernements à ne pas réduire les déficits publics ;
- le vrai « bazooka » est sans doute différent : la mise en place de réglementations « forçant » les banques à financer les déficits publics.

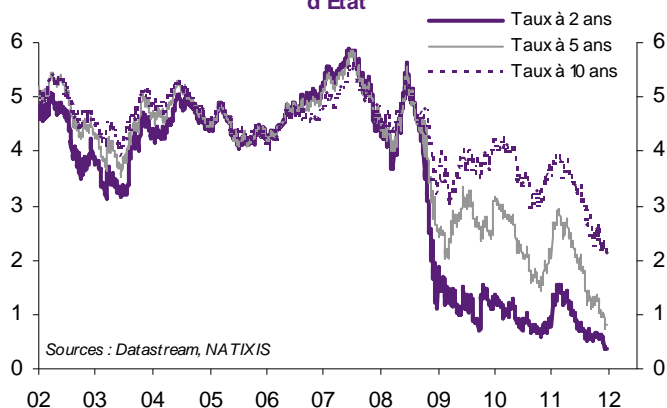
Ceci a été le cas au Royaume-Uni : le ratio de liquidité pour les banques mis en place a conduit les banques britanniques à accroître considérablement leurs achats de titres publics, sauf lorsque la Banque d'Angleterre le fait elle-même (graphique 5).

Graphique 5
Royaume-Uni : achats nets d'obligations publiques par... (en % du PIB)

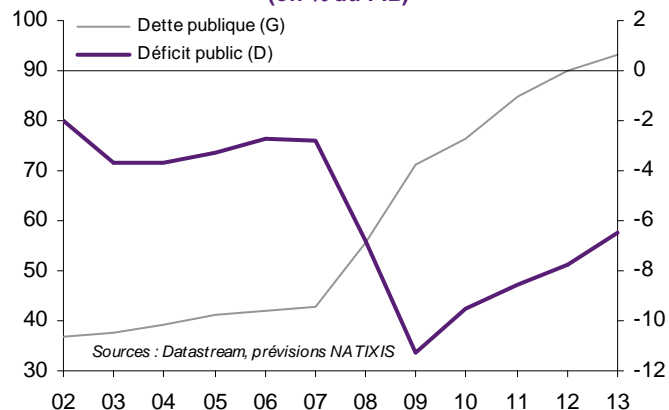


Ceci a permis de garder des taux d'intérêt très bas malgré la taille du déficit public du Royaume-Uni (graphiques 6a/6b).

Graphique 6a
Royaume-Uni : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



Graphique 6b
Royaume-Uni : dette publique et déficit public (en % du PIB)



Le « bazooka » le plus profitable n'est donc pas la BCE mais la « répression financière » : la réglementation contraignant les banques à acheter des dettes publiques.

Synthèse : les dangers de la « répression financière »

Supposons que plusieurs pays de la zone euro mettent en place une régulation forçant les banques à financer les déficits publics.

Quels sont les risques ?

- **de mettre des actifs considérés comme risqués** (les dettes publiques souveraines) dans les bilans des banques (**tableau 3**), ce qui dégrade encore la qualité (le rating) des banques ;

Tableau 3
Encours de dettes souveraines des pays de la zone euro détenus par les banques des pays de la zone euro
(sept 2011, en Mds d'€)

Dette de	Autriche	Belgique	Chypre	Estonie	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande	Italie
Banques										
Autriche	11,63	0,40	0,02	0,00	0,16	0,29	1,45	0,13	0,05	1,05
Belgique	2,06	24,90	0,04	0,00	0,25	2,30	12,49	4,27	0,38	18,45
Chypre	0,34	0,04	0,97	0,00	0,00	0,49	0,00	4,93	0,36	0,10
Allemagne	10,75	7,01	0,11	0,02	0,62	17,34	315,84	6,35	0,89	30,01
Espagne	0,26	0,91	0,00	0,00	0,13	4,49	3,44	0,25	0,00	6,95
Finlande	0,00	0,15	0,00	0,00	0,14	0,01	0,15	0,00	0,04	0,00
France	4,00	34,70	0,19	0,00	2,05	108,64	32,01	7,52	1,79	41,79
Royaume- Uni	2,89	7,24	0,00	0,00	3,39	43,19	46,68	1,42	0,84	22,54
Irlande	0,23	0,00	0,00	0,00	0,07	1,03	0,27	0,02	12,46	0,24
Italie	2,94	0,19	0,02	0,00	0,03	0,28	20,02	1,47	0,19	156,04
Luxembourg	0,09	0,16	0,01	0,00	0,01	0,07	0,06	0,08	0,00	1,40
Malte	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
Pays-Bas	3,08	15,07	0,02	0,00	2,08	22,84	29,49	0,87	0,37	4,52
Portugal	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,24	0,01	1,02	0,55	0,96
Slovénie	0,18	0,23	0,00	0,00	0,03	0,27	0,21	0,01	0,01	0,03
Total des banques de la Zone euro	38,47	91,01	1,38	0,02	8,96	201,50	462,15	28,33	17,95	284,08

Dette de	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie	Espagne	Royaume- Uni	Zone euro
Banques									
Autriche	0,02	0,06	0,12	0,03	6,40	0,37	0,10	0,01	22,26
Belgique	0,18	0,00	0,30	1,99	1,60	0,26	2,61	0,50	72,08
Chypre	0,01	0,13	0,00	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	7,41
Allemagne	0,37	0,08	7,54	3,97	0,89	0,51	19,17	7,38	421,49
Espagne	0,00	0,00	0,72	3,39	0,00	0,00	167,58	12,68	188,12
Finlande	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
France	0,27	0,00	14,07	3,57	0,53	1,14	11,42	5,49	263,68
Royaume- Uni	0,75	0,10	13,38	1,84	0,23	0,55	7,31	123,98	152,38
Irlande	0,00	0,00	0,36	0,10	0,00	0,00	0,03	3,52	14,81
Italie	0,00	0,00	0,18	0,29	3,18	0,34	3,77	0,41	188,94
Luxembourg	2,20	0,00	0,03	0,14	0,01	0,00	0,17	0,00	4,44
Malte	0,00	0,80	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,87
Pays-Bas	0,25	0,00	55,42	0,66	0,13	0,08	1,32	1,18	136,20
Portugal	0,00	0,00	0,01	22,74	0,04	0,00	0,10	0,00	25,70
Slovénie	0,01	0,00	0,22	0,00	0,02	1,43	0,02	0,00	2,64
Total des banques de la Zone euro	4,06	1,18	92,35	38,73	13,04	4,72	213,59	155,15	1501,52

Source : European Banking Authority

- de détourner l'épargne (les dépôts) vers le financement des Etats, au détriment des autres emprunteurs ;
- d'accroître fortement le risque de liquidité et de taux d'intérêt des banques ;
- de contraindre la BCE (comme la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre) à ne jamais remonter ses taux directeurs, pour ne pas ruiner les banques en les mettant en carry négatif sur leurs portefeuilles de dettes publiques.