

Prendre la crise par les sentiments (du marché)

par Anne-Laure Delatte

Les facteurs fondamentaux seuls ne peuvent pas expliquer la crise européenne. Un [nouveau document de travail de l'OFCE](#) montre l'incidence des croyances de marché pendant cette crise. Dans cette étude, nous cherchons où se forment les sentiments de marché et par quels canaux ils se transmettent. Qu'est-ce qui fait basculer le marché de l'optimisme au pessimisme ? Nos résultats indiquent : 1) qu'il y a une forte dynamique auto-réalisatrice dans la crise européenne : la peur du défaut est justement ce qui conduit au défaut ; 2) le petit marché des dérivés de crédit, les *Crédit Default Swaps*, ces instruments d'assurance utilisés pour se protéger contre le risque de défaut d'un emprunteur, est le premier catalyseur des sentiments du marché. Ce résultat devrait inquiéter au plus haut point les politiques en charge de la régulation financière car le marché des CDS est opaque et concentré, deux caractéristiques favorables aux comportements abusifs.

Quel rôle les investisseurs jouent-ils pendant une crise ? Si des ventes massives de titres révèlent les faiblesses d'un modèle économique, alors il serait dangereux de les limiter : ce serait tuer le messager. Mais si ces ventes massives sont déclenchées par un soudain retournement du sentiment de marché, un mouvement de panique, une méfiance des investisseurs à l'égard d'un Etat, alors il est utile de comprendre comment se forment les croyances de marché, pour pouvoir mieux les maîtriser le moment venu.

Pour répondre à cette question dans le contexte de la crise

européenne, nous nous sommes inspirés des travaux portant sur la crise du système monétaire européen de 1992-93, qui présente de nombreux points communs avec la situation actuelle. Les investisseurs doutaient alors de la crédibilité du système monétaire européen et le mettaient à l'épreuve en spéculant contre les devises européennes (*sic*). La livre sterling, la lire, la peseta, etc. furent attaquées tour à tour et les gouvernements durent lâcher du lest en dévaluant leur monnaie nationale. Cette crise a, dans un premier temps, posé une énigme aux économistes qui n'arrivaient pas expliquer le lien entre les attaques spéculatives et les facteurs fondamentaux : d'une part tous les pays attaqués ne souffraient pas des mêmes maux ; d'autre part alors que la situation économique se détériorait progressivement, pourquoi les investisseurs décidaient-ils soudainement de s'en prendre à une devise et pas une autre ? Enfin pourquoi ces attaques étaient-elles couronnées de succès ? La réponse était que la spéculation n'était pas déterminée uniquement par la situation économique (dite fondamentale) mais qu'elle était auto-réalisatrice.

Il pourrait bien en être de même aujourd'hui. Si c'est le cas, la crise en Espagne, par exemple, trouverait ses racines dans les croyances des investisseurs : à partir de 2011 l'Espagne a été désignée comme le maillon faible de la zone euro, les investisseurs ont alors vendu leurs titres espagnols et fait grimper les taux d'emprunt. Les paiements d'intérêts ont plombé les comptes publics et la dette a dérapé. Le déficit public espagnol sera plus important en 2012 qu'en 2011 malgré des efforts d'austérité considérables. La crise est auto-réalisatrice dans la mesure où elle valide *a posteriori* les croyances des investisseurs.

Comment le prouver ? Comment tester la présence de dynamique auto-réalisatrice pendant la crise européenne ? Notre proposition est la suivante : les croyances du marché sont une variable déterminante si, pour la même situation économique,

les investisseurs exigent un taux d'intérêt différent : quand le marché est optimiste, l'écart de taux d'intérêt entre l'Allemagne et l'Espagne est plus bas que quand le marché est pessimiste.

Nos estimations confirment cette hypothèse pour un panel constitué de la Grèce, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal: sans une modification notable de la situation économique, les écarts de taux d'intérêt ont augmenté soudainement à la suite d'un changement dans les croyances de marché.

La question suivante est de savoir où se forment ces croyances du marché. Nous avons testé plusieurs hypothèses. Finalement le marché des *Credit Default Swaps* (CDSs) joue ce rôle de catalyseur des sentiments de marché. Les CDS sont des produits d'assurance conçus par des banques à l'origine pour s'assurer contre l'éventualité de défaut d'un emprunteur. Un investisseur qui détient des obligations peut se protéger contre le non remboursement du titre à échéance en achetant des CDS : il verse alors une prime régulière au vendeur qui s'engage à lui racheter ses obligations si l'emprunteur fait faillite. Toutefois, rapidement, le produit d'assurance est devenu un instrument de spéculation : une grande majorité des opérateurs qui achètent des CDS ne sont pas propriétaires d'une obligation associée (sous-jacente dans le jargon financier). En réalité ils s'en servent pour parier sur le défaut de l'emprunteur. C'est comme si les habitants d'une rue assuraient tous la même maison, sans y habiter, et espéraient qu'un incendie ait lieu.

Or nos résultats indiquent que c'est justement sur ce marché que se forment les croyances des investisseurs vis-à-vis de la dette d'un pays souverain. Dans un environnement rempli d'incertitudes et d'informations incomplètes, le marché des CDSs transmet un signal qui conduit les investisseurs à penser que d'autres investisseurs « savent quelque chose ». A situation économique égale, nos estimations indiquent que les

investisseurs exigent un taux d'intérêt plus élevé quand les primes de *CDS* grimpent.

Pour résumer, certains pays européens sont soumis à des dynamiques spéculatives auto-réalisatrices. Un petit marché d'assurance joue un rôle déstabilisant car les investisseurs croient en l'information qu'il transmet. C'est inquiétant pour deux raisons. D'une part, nous l'avons dit, cet instrument, le *CDS*, est devenu un pur produit de spéculation. D'autre part, c'est un marché non réglementé, opaque et concentré. Autrement dit, tout pour favoriser des comportements abusifs... 90% des transactions sont réalisées entre les 15 plus grandes banques du monde (JP Morgan, Goldman Sachs, Deutsche Bank, etc.). et ces transactions se font de gré à gré, c'est-à-dire pas sur un marché organisé. Difficile de surveiller ce qui s'y tracte dans ces conditions...

Deux voies de réforme ont été adoptées en Europe cette année. D'une part l'interdiction d'acheter des *CDS* si on ne détient pas l'obligation sous-jacente. La loi entrera en vigueur en novembre 2012 dans toute l'Union européenne. D'autre part, l'obligation de passer par un marché organisé pour donner de la transparence aux transactions. Malheureusement aucune de ces deux réformes n'est satisfaisante. Pourquoi ? La réponse au prochain post...

Amis des acronymes, voici venu l'OMT

par [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

Il y avait eu OMD, et son *Orchestral Manœuvre in the Dark*, nous voici maintenant avec *Orchestral Manœuvre in the*

[liquidity] Trap, ou, plus précisément « Outright Monetary Transactions » ce qui, sans conteste, est plus clair. L'OMT est un dispositif potentiellement efficace qui donne à la BCE le moyen d'intervenir massivement sur la crise des dettes dans la zone euro pour limiter les écarts de taux d'intérêt sur les obligations publiques dans la zone euro. La possibilité d'une sortie de la zone euro d'un pays qui serait en opposition avec ses pairs est toujours possible, mais dans le cas où la volonté de préserver l'euro est partagée, la BCE peut intervenir et jouer un rôle comparable aux banques centrales des autres grands Etats. Beaucoup d'espoirs sont donc autorisés par cette porte ouverte vers une sortie de la crise des dettes souveraines en zone euro. Pour autant, certains éléments, comme la conditionnalité, pourraient vite poser problème.

OMT est tout simplement un programme de rachat de titres publics par la Banque centrale européenne, comme le SMP 1.0 (Securities Markets Programme) qu'il remplace, mais limité aux Etats qui seront sous programme du FESF/MES (Fonds européen de stabilité financière/Mécanisme européen de stabilité), bénéficiant donc d'une aide conditionnelle européenne. Ainsi, pour que la BCE intervienne, le pays concerné devra, d'une part, négocier un plan d'ajustement macroéconomique avec la Commission européenne et le Conseil Européen et l'appliquer. La BCE, potentiellement des membres du Parlement européen, ou le FMI peuvent être de la partie (ces institutions – Commission, BCE et FMI – forment la Troïka des hommes en noir, célèbres et redoutés en Grèce). D'autre part, et surtout, ledit pays sera sous surveillance de la Troïka par la suite.

Aussi, si l'Italie et l'Espagne veulent bénéficier du rachat de leurs titres publics par la BCE, leurs gouvernements devront se soumettre à un plan d'ajustement du FESF ou du MES. Ceci n'impliquera pas nécessairement que le plan imposé sera plus drastique en termes d'austérité que celui que ces gouvernements avaient d'ores et déjà imaginé ou instauré (la

pensée unique en matière de gestion des finances publiques est très contagieuse en Europe), mais obligera l'Italie et l'Espagne à se soumettre *ex ante* à un droit de regard extérieur sur le plan d'ajustement élaboré et *ex post* au contrôle de la Commission et du Conseil. Si les pays sous surveillance venaient à dévier *ex post* de l'application du plan d'ajustement, ils pourraient se soustraire au programme, certes, mais leurs obligations souveraines ne seraient plus absorbées dans le programme OMT. Ils perdraient le soutien de leurs pairs et devraient affronter les marchés financiers dans des conditions incertaines. Ce serait probablement le premier pas vers un défaut ou une sortie de l'euro.

Par ailleurs, la BCE ne s'est pas engagée à absorber *toutes* les obligations émises et dispose donc d'une réelle capacité de menace : si le pays fronde, il peut être obligé de faire face à des taux plus élevés. L'OMT introduit donc une carotte (faire baisser les taux) et un bâton (les laisser monter, vendre les obligations détenues en portefeuille par la BCE et donc pousser les taux à la hausse), et ce à chaque nouvelle émission. L'OMT s'apparente donc à une mise sous contrôle direct (la conditionnalité), avec sanction progressive et menace ultime (la sortie du programme).

La BCE indique que ses interventions couvriront principalement des titres à moyen terme (maturité entre 1 et 3 ans), sans pour autant exclure des maturités plus longues, et sans limite quantitative. Notons que les émissions de court/moyen terme représentent *habituellement* une proportion faible des émissions totales, qui se font plutôt à 10 ans. Cependant, en cas de crise, l'intervention sur des maturités courtes constitue une bouffée d'oxygène, d'autant que les titres à 10 ans arrivant à échéance peuvent être refinancés par des titres à 3 ans. Cela donne des moyens de pression supplémentaires à la Troïka en termes de conditionnalité : l'engagement de l'OMT sur les titres n'est que de 3 ans et doit être éventuellement renouvelé au bout de 3 ans. Le soulagement financier pour les

pays sous programme peut être appréciable à court terme. A titre d'exemple, l'Espagne, qui n'a pas encore franchi ce pas, aura émis en 2012 autour de 180 milliards d'euros de dette. Si l'OMT lui avait permis de réduire tout au long de l'année 2012 les taux souverains auxquels elle emprunte, le gain aurait été entre 7 et 9 milliards pour l'année 2012 (et aurait pu se répéter en 2013 et 2014 au moins). Ceci parce qu'au lieu d'emprunter à 10 ans au taux de 7%, l'Espagne aurait pu bénéficier des 2% auxquels la France emprunte à 10 ans ou, au lieu de 4,3% à 3 ans, l'Espagne aurait emprunté à 0,3% (le taux souverain de la France à 3 ans). C'est le gain maximal que l'on peut espérer de ce programme, mais il est conséquent : c'est approximativement l'équivalent de l'impact budgétaire de la récente hausse de TVA en Espagne (soit un peu moins d'un point de PIB espagnol). Cela ne changerait pas définitivement la situation budgétaire de l'Espagne mais cela mettrait fin à une absurdité complète qui conduit les Espagnols à devoir payer beaucoup plus cher leur dette pour compenser leurs créanciers d'un défaut qu'ils s'échinent à ne pas déclencher.

On peut même espérer (ce qui apparaît dans la détente des taux souverains espagnols de presque un point qui a suivi l'annonce de la BCE jeudi 6 septembre 2012, ou de celle de presque un demi point pour les taux italiens) que l'existence du dispositif, même si l'Espagne ou l'Italie n'y recourent pas (et ne se soumettent donc pas au contrôle) suffira à rassurer les marchés, à les convaincre qu'il n'y aura ni défaut ni sortie de l'euro et que rien ne justifie donc une prime de risque.

La BCE a annoncé qu'elle allait mettre fin à son statut de créancier privilégié sur les titres publics. Cette disposition, censée réduire le risque pesant sur la BCE, conduisait à dégrader la qualité des titres détenus en dehors de la BCE et donc à réduire l'impact des interventions de la BCE sur les taux. En acquérant une obligation publique, la BCE

reportait le risque sur les obligations détenues par le secteur privé, puisqu'en cas de défaut, elle était un créancier prioritaire passant avant les détenteurs privés d'obligations du même type.

La BCE précise que ses opérations dans le cadre de l'OMT seront intégralement stérilisées (l'impact sur la liquidité en circulation sera neutre), ce qui impliquerait, si cela était pris au mot, que d'autres types d'opérations (achats de titres privés, crédits aux banques) en soient réduits d'autant. Qu'en sera-t-il ? L'exemple du SMP 1.0 peut être mobilisé à ce sujet. Le SMP 1.0 était en effet lui aussi assorti d'une stérilisation. Cette stérilisation passait par des dépôts à court terme (1 semaine, au passif de la BCE), alloués pour un montant égal aux sommes engagées dans le SMP (209 milliards d'euros à ce jour, à l'actif de la BCE). Chaque semaine, la BCE collecte donc des dépôts à terme fixe mais court pour 209 milliards d'euros. Il s'agit donc d'une partie des dépôts des banques que la BCE affecte à l'instrument de stérilisation, sans que pour autant il y ait stérilisation *stricto sensu* (parce que cela n'empêche ni la hausse de la taille du bilan de la BCE ni ne réduit en soi la liquidité potentielle en circulation). La mention de la stérilisation dans l'OMT apparaît comme un effort de présentation pour tenter de convaincre certains Etats, tels l'Allemagne, que la politique monétaire ne sera pas inflationniste, et donc contraire au mandat que le Traité d'Union européenne lui a imposé. Actuellement, et parce que la crise reste entière, les banques privées ont des dépôts importants auprès de la BCE (par peur de confier ces dépôts à d'autres institutions financières), ce qui lui confère une marge de manœuvre appréciable pour éviter que la stérilisation annoncée modifie la liquidité en circulation (il y a un peu plus de 300 milliards d'euros de dépôts auprès de la BCE qui ne sont pas mobilisés pour la stérilisation). Ensuite, la BCE peut probablement utiliser les comptes courants (en les bloquant pour une semaine), ce qui ne pose pas de difficulté puisque la BCE prête aux banques à

guichet ouvert par le LTRO, sa politique de refinancement des banques à long terme. Au pire, la BCE perdrait de l'argent dans l'opération de stérilisation en cas d'écart de rémunération entre les dépôts à terme et les prêts consentis aux banques. La stérilisation pourrait donc conduire à cette comptabilité absurde, mais n'avoir, dans une situation de crise monétaire et financière aucune incidence sur la liquidité. En revanche, si la situation se normalise, la contrainte de stérilisation pèsera plus lourdement. Nous n'en sommes pas encore là mais quand nous y serons, la BCE devra limiter les crédits à l'économie ou accepter une hausse de la liquidité si l'OMT continue d'être mis en œuvre pour certains Etats membres de la zone euro.

Le marché qui est maintenant sur la table place aujourd'hui les pays de la zone euro dans un dilemme redoutable. D'un côté, l'acceptation du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de la zone euro (TSCG) conditionne l'éligibilité au FESF et au MES [\[1\]](#) et elle conditionne donc désormais l'éligibilité au programme OMT. Refuser de signer le traité budgétaire, c'est refuser par avance l'intervention potentielle de la BCE et donc accepter que la crise se prolonge jusqu'à l'éclatement de la zone euro ou jusqu'à un défaut dévastateur sur une dette souveraine. D'un autre côté, signer le traité, c'est accepter le principe d'une stratégie budgétaire restrictive sans discernement (la règle de réduction de la dette publique inscrite dans le TSCG sera dévastatrice) qui va enclencher en zone euro une récession en 2012 et peut-être en 2013.

Signer le traité, c'est aussi relâcher la pression des marchés, mais pour s'en remettre uniquement à la Troïka et à la conviction infondée que les multiplicateurs budgétaires sont faibles, que les ménages européens sont ricardiens ou que la dette publique pèse toujours sur la croissance. Or, abaisser les taux d'intérêt souverains, et en particulier ceux de l'Italie ou de l'Espagne, procure une relative bulle

d'oxygène. Mais le gain principal à abaisser ces taux consisterait à étaler la consolidation budgétaire sur une période de temps plus grande. Les taux d'intérêt donnent une valeur au temps et les baisser, c'est se donner plus de temps. Les dettes contractées à des taux réels négatifs ne sont pas des dettes ordinaires et ne sont pas les fardeaux que sont des dettes émises à des taux prohibitifs.

Trouver une nouvelle marge de manœuvre (l'OMT) pour se lier immédiatement les mains (le TSCG et l'aveuglement de la Troïka sur la stratégie budgétaire) serait un gâchis formidable. Seul un revirement dans la stratégie budgétaire permettrait d'exploiter la porte ouverte par la BCE. Bref, sauver l'euro ne servira à rien si on ne sauve pas d'abord l'Union européenne des conséquences sociales désastreuses de l'aveuglement budgétaire.

[\[1\]](#) Le paragraphe 5 du préambule au traité instituant le Mécanisme européen de stabilité précise : « Le présent traité et le TSCG sont complémentaires dans la promotion de la responsabilité budgétaire et de la solidarité au sein de l'Union économique et monétaire. Il est reconnu et convenu que l'octroi d'une assistance financière dans le cadre des nouveaux programmes en vertu du MES sera conditionné, à partir du 1^{er} mars 2013, par la ratification du TSCG par l'État membre concerné et, à l'expiration de la période de transition visée à l'article 3, paragraphe 2, du TSCG, par le respect des exigences dudit article. »

L'union bancaire : une solution à la crise de l'euro ?

par Maylis Avaro et [Henri Sterdyniak](#)

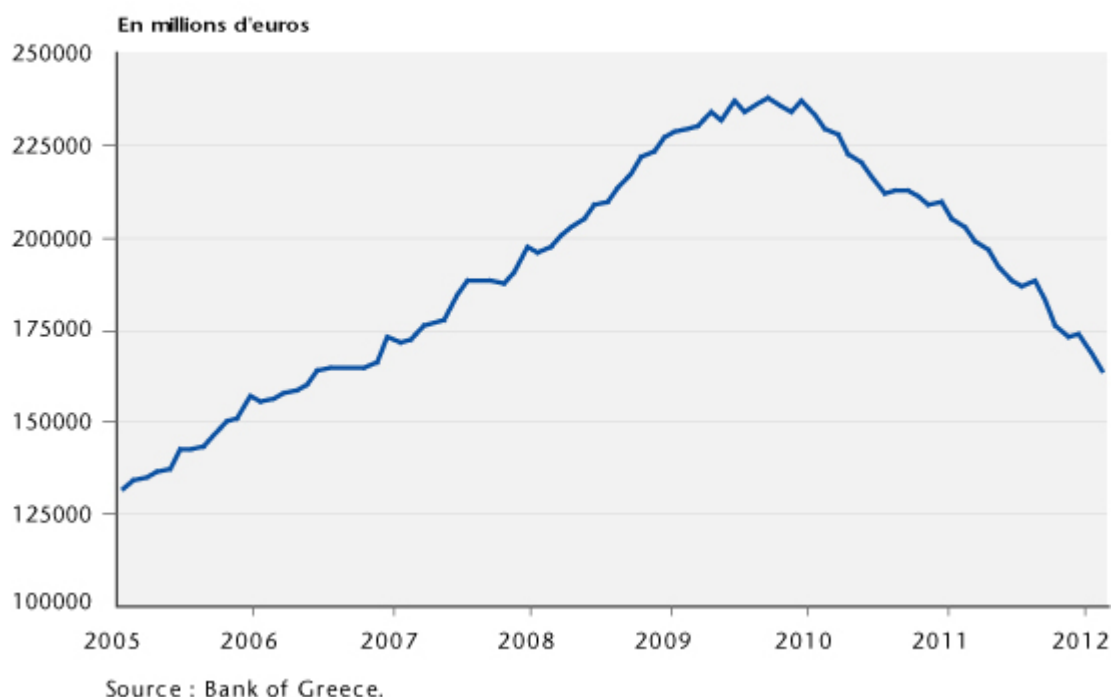
Le sommet européen des 28 et 29 juin marque une nouvelle tentative des instances européennes et des pays membres pour sortir de la crise de la zone euro. Un prétendu Pacte de croissance a été adopté mais il comprend pour l'essentiel des engagements des pays membres à entreprendre des réformes structurelles ; les fonds dégagés d'un montant limité (120 milliards sur plusieurs années) étaient déjà prévus pour la plupart. En revanche, la stratégie consistant à imposer des politiques budgétaires restrictives n'est pas remise en cause et la France s'est engagée à ratifier le Pacte budgétaire. Les interventions du FESF et du MES seront moins rigides ; elles pourront aider, sans conditions supplémentaires, des pays que les marchés financiers refusent de financer alors que ceux-ci respectent leurs objectifs en termes de politique budgétaire ou de réformes structurelles. Mais la garantie mutuelle des dettes publiques et les euro-obligations ont été repoussées. Le sommet a lancé un nouveau projet : l'union bancaire. Est-ce un complément obligé de l'Union monétaire ou est-ce une nouvelle fuite en avant ?

La crise actuelle est en grande partie une crise bancaire. Les banques européennes avaient nourri les bulles financières et les bulles immobilières (particulièrement en Espagne et en Irlande) ; elles avaient investi dans des fonds de placement ou de couverture aux Etats-Unis. Elles ont connu des pertes importantes avec la crise de 2007-2010 ; les Etats ont dû venir à leur secours, ce qui a été particulièrement coûteux pour l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Espagne et surtout l'Irlande. La crise des dettes souveraines de la zone euro a

encore accentué leurs difficultés : les dettes publiques qu'elles détenaient sont devenues des actifs risqués. La question de la régulation des banques est posée au niveau international (nouvelles normes de Bâle III), aux Etats-Unis (règle Volcker et loi Dodd-Frank) comme en Grande-Bretagne (rapport Vickers).

En juin 2012, les doutes sur la solidité des banques européennes ont une nouvelle fois resurgi. Les mesures prises depuis 2008 pour stabiliser le système financier sont apparues insuffisantes. Lorsque Bankia, la quatrième banque d'Espagne a annoncé qu'elle demandait une aide à l'Etat de 19 milliards d'euros, l'inquiétude sur les bilans des banques espagnoles s'est fortement accentuée. Le taux de créances douteuses des banques espagnoles, dont les bilans ont été fragilisés par le krach immobilier, est passé de 3,3% fin 2008 à 8,7% en juin 2012[1]. Par ailleurs, de nombreux Grecs[2] commencent à réduire leurs dépôts dans les banques de leur pays craignant une sortie de la zone euro.

Total des dépôts des entreprises et des ménages dans les banques grecques



En réponse à ces risques, le projet d'une Union bancaire

européenne, relancé par Mario Monti, qui proposait d'étendre des projets en préparation à la DG Marché Unique de la Commission européenne, est actuellement mis en avant par la Commission, la BCE, et plusieurs Etats membres (Italie, France, Espagne,...) En sens inverse, l'Allemagne estime qu'une union bancaire serait impossible sans union budgétaire. Même si Angela Merkel a reconnu[3] qu'il était important d'avoir une supervision européenne avec une autorité bancaire supranationale ayant une meilleure vision d'ensemble, elle a refusé clairement que l'Allemagne prenne le risque de nouveaux transferts ou garanties, sans une intégration budgétaire et politique renforcée[4]. Le sommet de la zone euro du 29 juin a demandé à la Commission de faire prochainement des propositions concernant un mécanisme de surveillance unique pour les banques de la zone euro.

Une telle Union bancaire reposerait sur trois piliers :

- une autorité européenne chargée d'une surveillance centralisée des banques,
- un fonds européen de garantie des dépôts.
- un schéma commun de résolution des crises bancaires.

Chacun de ces piliers fait l'objet de problèmes spécifiques, les uns sont liés à la complexité du fonctionnement de l'UE (l'Union bancaire est-elle limitée à la zone euro ou inclut-elle tous les pays de l'UE ? Est-ce un pas vers plus de fédéralisme ? Comment le concilier avec les prérogatives nationales ?), les autres sont liés à des choix structurels à faire quant au fonctionnement du système bancaire européen.

Le choix de l'institution devant exercer le nouveau pouvoir de supervision bancaire fait débat entre l'Autorité bancaire européenne (EBA) et la BCE. L'EBA, créée en novembre 2010 pour améliorer la surveillance du système bancaire de l'Union européenne, a déjà réalisé deux séries de « stress tests » sur les banques. Le résultat de Bankia pour les tests d'octobre

2011 signalait un déficit de fonds propres de 1,3 milliards. Cinq mois plus tard, ce déficit était de 23 milliards ; la crédibilité de l'EBA en a souffert. De plus, l'EBA, installée à Londres, a autorité sur le système britannique alors que le Royaume-Uni ne veut pas participer à l'Union bancaire. De son côté, la BCE a reçu le soutien de l'Allemagne. L'article 127.6 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne^[5] qui a été cité au sommet de la zone euro du 29 juin pour servir de fondement à la création d'une autorité bancaire européenne permet de donner à la BCE un pouvoir de supervision. Le Vice-président de la BCE, M. Constancio, a déclaré le 12 juin que « la BCE et l'Eurosystème sont préparés » pour recevoir ces pouvoirs ; « il n'y aurait donc pas besoin de créer une nouvelle institution ».

Un contrôle européen suppose une vision commune sur la réglementation du système bancaire. Il faut s'accorder sur des questions cruciales comme par exemple : « Faut-il séparer les banques de dépôts des banques d'affaires ? », « Faut-il interdire aux banques d'intervenir sur les marchés financiers pour leur compte propre ? », « Faut-il favoriser le développement de banques publiques, mutualistes ou régionales ou au contraire celui de grandes banques internationalisées ? », « Faut-il inciter les banques à faire crédit en priorité aux entreprises et administrations de leur pays d'origine ou au contraire à se diversifier ? », « Les règles macro-prudentielles devront-elles être nationales ou européennes ? ». Selon nous, confier ces questions à la BCE comporte le risque de franchir une nouvelle étape de la dépolitisation de l'Europe.

L'application des directives de cette nouvelle autorité posera des problèmes. Un groupe bancaire en difficulté pourrait être sommé de vendre ses parts d'actions de grands groupes nationaux. Mais le gouvernement national accepterait-il d'exposer un champion national à un contrôle étranger ? Les gouvernements perdraient la capacité d'influencer la

distribution de crédit par les banques, ce qui, pour certains, est souhaitable (pas d'interférence politique dans le crédit), mais pour nous est dangereux (les gouvernements perdront un outil de politique industrielle qui pourrait être mobilisé pour financer les PME, les ETI ou pour impulser la transition écologique).

Ainsi, sur le dossier Dexia, l'opposition entre la Commission européenne d'une part et la France, la Belgique et le Luxembourg d'autre part, bloque le plan de démantèlement. Ce plan comporte la reprise des activités de financement des collectivités locales françaises de Dexia Crédit Local par une banque des collectivités, issue d'une coopération entre la Banque postale et la Caisse des dépôts. Au nom de la concurrence loyale, Bruxelles remet en cause les financements aux collectivités locales par une telle banque car Dexia a bénéficié d'aides publiques pour son plan de démantèlement. Cela menace la continuité du financement des collectivités locales françaises et pourrait bloquer les projets de ces dernières et surtout interdire à la France de prévoir des mécanismes spécifiques et sécurisés de financement des collectivités locales par de l'épargne locale.

L'objectif d'un fonds de garantie des dépôts est d'éloigner le risque de retrait massif de dépôts lors de paniques bancaires. Ce fonds pourrait être financé par une contribution des banques européenne garanties par le fonds. Selon Schoenmaker et Gros[\[6\]](#), une union bancaire doit se créer sous un « voile de l'ignorance », c'est-à-dire en ne sachant pas quel pays présente plus de risques : ce n'est pas le cas en Europe aujourd'hui. Les auteurs proposent un fonds de garantie qui n'accepterait, au départ, que les grandes banques transnationales les plus solides, mais ceci accentuerait immédiatement les risques de dislocation de la zone si les déposants se précipitaient sur les banques garanties. Il faut donc que le fonds garantisse toutes les banques européennes. Selon Schoenmaker et Gros, sous l'hypothèse d'un plafond de

100 000 euros garantis, la somme des dépôts couverts serait de 9 700 milliards d'euros. Les auteurs proposent que le fonds dispose d'une réserve permanente représentant 1,5% des dépôts couverts (soit près de 140 milliards d'euros). Mais ceci permettrait seulement de sauver une ou deux grandes banques européennes. La crédibilité d'un tel fonds en cas de crise bancaire et de risque de contagion est donc faible. La garantie des dépôts continuera à dépendre des Etats et du MES, qui devraient venir à l'aide du fonds, éventuellement en demandant des contributions supplémentaires aux banques.

L'autorité en charge de ce fonds n'est pas encore désignée. Si la BCE semble bien placée pour recevoir la surveillance du système bancaire, il est beaucoup plus délicat de lui confier la gestion du fonds de garantie des dépôts. Selon Repullo^[7], la garantie des dépôts doit être séparée de la fonction de prêteur en dernier ressort. En effet, dans le cas contraire, la BCE pourrait utiliser sa capacité de création monétaire pour recapitaliser les banques, ce qui gonflerait la masse monétaire. Les objectifs de politique monétaire et de soutien aux banques entreraient en conflit. Il faudrait donc créer une autorité de garantie des dépôts et de résolution des crises, distincte de la BCE, qui aurait obligatoirement un droit de regard sur le comportement des banques, qui s'ajouterait à celui de l'EBA, de la BCE, des régulateurs nationaux. Par contre, la BCE continuerait à jouer son rôle de prêteur en dernier ressort. On voit mal la viabilité d'un système si compliqué.

Le risque d'une sortie d'un pays de la zone euro n'étant pas encore écarté, la question se pose de la garantie qu'offrirait l'Union bancaire face à la conversion en monnaie nationale des dépôts libellés en euros. Une garantie des dépôts en monnaie nationale en cas de sortie de l'euro pénaliserait fortement les clients des banques qui subirait la dévaluation de la monnaie nationale par rapport à l'euro et verraient leur pouvoir d'achat fortement diminuer. Une telle garantie ne

résout pas le problème de la fuite des capitaux que connaissent aujourd'hui les pays menacés d'un risque de défaut. C'est donc une garantie des dépôts en euros qui serait nécessaire, mais, dans la situation actuelle, compte-tenu du risque qu'elle doit jouer sous peu pour certains pays, elle est plus difficile à mettre en place.

Ainsi, des hommes politiques allemands, finlandais ou des économistes comme H. W. Sinn dénoncent-ils des risques trop importants pour l'Allemagne et les pays du Nord. Selon plusieurs économistes allemands, aucune autorité supranationale n'a le droit d'imposer de nouvelles charges (ou risques de charge) aux banques allemandes sans l'accord du Parlement, et ces risques de charges doivent être explicitement limités. La Cour constitutionnelle allemande pourrait s'opposer au fonds de garantie des dépôts au nom d'une exposition au risque illimité pour l'Allemagne. Par ailleurs, selon George Osborne, le chancelier de l'Echiquier britannique, une garantie des dépôts bancaires à l'échelle européenne exigerait une modification des traités et l'accord de la Grande-Bretagne.

La Commission européenne a commencé à élaborer un schéma commun de résolution des crises bancaires en adoptant le 6 juin les propositions de Michel Barnier. Ce schéma comporte trois volets. Le premier consiste à améliorer la prévention en obligeant les banques à mettre en place des *testaments*, c'est-à-dire prévoir des stratégies de redressement et même de démantèlement en cas de crise grave. Le deuxième donne aux autorités bancaires européennes un pouvoir d'intervention pour mettre en œuvre les plans de redressement et changer les dirigeants d'une banque si celle-ci ne respecte pas l'exigence de fonds propres. Le troisième indique qu'en cas de défaillance d'une banque, les pouvoirs publics nationaux devront prendre le contrôle de l'établissement et utiliser des instruments de résolution tels que la cession des activités, la création d'une banque de défaisance (une « bad-bank ») ou

le renflouement interne (en obligeant les actionnaires et les créanciers d'apporter de l'argent frais). Si nécessaire, les banques pourront bénéficier de fonds émanant du Mécanisme européen de solidarité (MES). Ainsi, les risques liés aux banques seraient-ils mieux partagés : les actionnaires et les créanciers non couverts par la garantie seraient mis à contribution les premiers, de sorte que les contribuables ne paieraient pas pour rembourser les créanciers des banques insolvables. En contrepartie, les actions et les créances des banques deviendraient beaucoup plus risquées ; la réticence des banques envers le crédit inter-bancaire et l'assèchement du marché interbancaire dû à la crise perdurerait ; les banques auraient des difficultés à émettre des titres et devraient augmenter leur rémunération. Or, les normes de Bâle III imposent aux banques de lier leur distribution de crédits à leurs fonds propres. Le risque est grand de voir la distribution de crédit freinée, ce qui contribuerait à maintenir la zone en récession. Selon les décisions du sommet du 29 juin, l'Espagne pourrait être le premier pays dont les banques seraient recapitalisées directement par le MES. Cependant, ceci n'interviendrait pas avant début 2013 ; les modalités d'une telle procédure et l'impact de l'aide du MES sur la gouvernance des banques recapitalisées doivent encore être précisés. Comme le montre l'exemple de Dexia, les modalités de reconstitution d'une banque peuvent avoir de lourdes conséquences pour le pays où elle opérait ; les gouvernements (et les citoyens) sont-ils prêts à perdre tout pouvoir en ce domaine ?

L'Union bancaire permettrait de briser la corrélation entre crise souveraine et crise bancaire. Quand les agences de notations dégradent la note de la dette publique d'un pays, ses titres subissent une perte de valeur et passent dans la catégorie « actifs à risque » et sont moins liquides. Cela accroît le risque global des banques du pays concerné. Si une banque fait face à un risque global trop important et n'arrive plus à satisfaire les exigences de fonds propres de Bâle III,

l'Etat doit la recapitaliser, mais pour cela il est obligé de s'endetter, et il augmente ainsi son risque de défaut. Ce lien entre les bilans fragilisés des banques et les dettes publiques génère une spirale dangereuse. Ainsi depuis l'annonce de la faillite de Bankia, les taux espagnols de refinancement à 10 ans ont atteint le seuil critique de 7% alors qu'ils étaient proches de 5,5% depuis un an. Au sein d'une Union bancaire, les banques seraient incitées à se diversifier à l'échelle européenne. Cependant, la crise de 2007-09 a montré les risques de la diversification internationale : de nombreuses banques européennes ont perdu beaucoup d'argent aux Etats-Unis ; les banques étrangères connaissent mal le tissu local, que ce soient les PME, les ETI ou les collectivités locales. La diversification sur critère financier s'accorde mal avec une distribution avisée du crédit. D'ailleurs, depuis la crise, les banques européennes ont tendance à se replier sur leur pays d'origine.

Le projet d'Union bancaire suppose que la solvabilité des banques dépende avant tout de leurs fonds propres, donc de l'appréciation des marchés ; que les liens entre les besoins de financement d'un pays (administrations, entreprises et ménages) et les banques nationales soient coupés. On pourrait préconiser la stratégie inverse : une restructuration du secteur bancaire, où les banques de dépôts devraient se concentrer sur leur cœur de métier (le crédit de proximité, basé sur une expertise fine, aux entreprises, ménages et collectivités locales), où leur solvabilité serait garantie par l'interdiction de procéder à certaines opérations risquées ou spéculatives.

L'Union bancaire poussera-t-elle à la financiarisation ou marquera-t-elle un salutaire retour vers le modèle rhénan ? Imposera-t-elle la séparation des banques de dépôts et des banques d'affaires ? Interdira-t-elle aux banques dont les dépôts seront garantis d'intervenir sur les marchés financiers pour leur compte propre ?

[1] Selon la Banque d'Espagne.

[2] Le total des dépôts bancaires des ménages et des entreprises ont baissé de 65 milliards en Grèce depuis 2010. Source : Banque centrale de Grèce.

[3] « La supervision bancaire européenne s'annonce politiquement sensible », *Les Echos Finance*, jeudi 14 juin 2012, p. 28.

[4] « Les lignes de fracture entre Européens avant le sommet de Bruxelles », *AFP Infos Economiques* 27 juin 2012 .

[5] Art 127.6 : « Le Conseil, statuant par voie de règlements conformément à une procédure législative spéciale, à l'unanimité, et après consultation du Parlement européen et de la Banque centrale européenne, peut confier à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurances ».

[6] D. Schoemaker et Daniel Gros (2012), *A European Deposit Insurance and Resolution Fund*, CEPS working document, n° 364, Mai.

[7] Repullo, R. (2000), Who Should Act as Lender of Last Resort? An Incomplete Contracts Model, *Journal of Money, Credit, and Banking* 32, 580-605.

Quels sont les risques du retour à la drachme encourus par les Grecs ?

par Anne-Laure Delatte (chercheure associée au département des Etudes)

Le débat sur le maintien ou non de la Grèce dans la zone euro s'intensifie. La directrice du FMI, Christine Lagarde, fustige le gouvernement grec. Le ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, estime que la zone euro peut désormais supporter une sortie de la Grèce et maintient que les Grecs n'ont pas le choix. Quels sont les risques pour les Grecs du retour à la drachme ? Cette option conduirait-elle nécessairement le pays au chaos ? Quelques éléments de réponse peuvent être trouvés dans l'expérience argentine du retour au peso en 2002.

En Argentine, la parité fixe peso/dollar au taux de un peso pour un dollar fut établie par la loi du 1^{er} Avril 1991. Le dollar pouvait être utilisé indifféremment dans les transactions internes. Il en résulta une circulation de dollars dans les transactions courantes et la dénomination des actifs financiers en dollars. Concrètement, en moyenne, dans les années 1990, plus de 70 % des dépôts bancaires et deux tiers des crédits au secteur privé étaient libellés en dollars. Ce montant a culminé au dernier trimestre 2001, la veille de l'abandon du régime, quand 75 % des dépôts privés et 80 % de l'ensemble des crédits étaient libellés en dollars.

Le fort attachement de la population argentine au dollar a été conforté tout au long des années 1990 par la promesse de

chaque candidat aux élections présidentielles de maintenir ce régime. Aussi l'abandon du dollar en janvier 2002 s'est fait dans un contexte politique particulièrement dramatique, marqué par la démission successive de cinq présidents et un désarroi populaire qui a retenti bien au-delà des frontières argentines. Le peso a subi une dévaluation de plus de 70 % par rapport au dollar et l'épargne domestique a fui de façon massive vers des comptes bancaires étrangers. Si le troc est resté marginal, les provinces et l'Etat central ont commencé à émettre leur propre monnaie pour payer les fonctionnaires et leurs fournisseurs. Selon la Banque centrale argentine, ces monnaies parallèles ont représenté 30 % des billets en circulation en moyenne tout au long de 2002.

Ainsi, le contexte dans lequel l'Argentine a rétabli sa monnaie nationale en 2002 était en partie comparable au contexte grec actuel : une forte confusion politique, une grave récession et surtout une monnaie nationale sans réelle crédibilité.

Contre toute attente, malgré l'ampleur de la crise, le désordre social et politique et la fragmentation monétaire qui laissaient prédire une période de 10 ans pour retrouver le niveau de PIB d'avant la crise, la reprise économique s'est amorcée dès le second semestre 2002. Avec une croissance nominale de 9 % par an et une inflation maîtrisée, l'Argentine a finalement récupéré son niveau d'avant-crise en 2004. Comment l'Argentine est-elle sortie du dollar « par le haut »?

Le défaut sur 90 milliards de dollars de dette publique, suivi d'un pacte fiscal entre les provinces et l'Etat central et de maîtrise des dépenses ont redressé les finances publiques. Mais ce qui fait l'originalité de l'expérience argentine, c'est la réforme monétaire opérée dès janvier 2002.

En effet, la dévaluation du peso bouleversait les équilibres financiers à l'intérieur du pays. Avec 80 % des crédits

contractés en dollars, la plupart des ménages et des entreprises ont vu la valeur de leur dette multipliée par près de quatre ! Après la dévaluation, le montant des dettes privées atteignait en 2002 120 milliards de dollars tandis que le PIB argentin ne pesait plus que 106 milliards de dollars. Pour éviter la faillite de l'ensemble du secteur privé, les autorités argentines ont alors imaginé une règle de remboursement des dettes.

En effet, pour éviter la faillite, la logique voulait que les revenus des entreprises soient libellés dans la même monnaie que les dettes. C'est ainsi que le 4 février 2002, par le décret 214/02, le gouvernement a imposé la « pesification » de l'ensemble de l'économie : tous les prix, les contrats dans les secteurs réel et financier, salaires et dettes ont été convertis en pesos au taux de un peso pour un dollar alors que le cours du marché atteignait presque 4 pesos pour un dollar. Les contrats dans le secteur financier ont subi une conversion du même ordre : les dépôts ne dépassant pas trente mille dollars ont été convertis au taux de 1,4 peso pour 1 dollar^[1]. Comment une telle règle s'est-elle imposée malgré les effets de richesse désastreux sur les créanciers ?

La conversion au taux de un pour un (ou 1,4 pour 1) imposée par les autorités a opéré un règlement du conflit sur les dettes en faveur des débiteurs au détriment des créanciers nationaux et étrangers. Or le principal agent débiteur dans l'économie est le secteur productif, c'est-à-dire les entreprises. En leur offrant une sortie de crise protégée, les nouvelles règles monétaires ont neutralisé les effets de bilan et permis que la dévaluation retrouve des effets expansionnistes classiques. En effet, la balance commerciale est devenue excédentaire et l'économie argentine a pu alors profiter du contexte mondial florissant du début des années 2000. Les exportations sont passées de 10 à 25 % du PIB et dès 2004, le niveau du PIB était de 2 % supérieur à la moyenne des années 1990. Autrement dit la règle monétaire a permis le

retour à la croissance et à l'emploi, ce qui explique qu'une majorité de la population y a adhéré.

En fait, les Argentins, comme les Grecs aujourd'hui, étaient pris au piège : avec des contrats de dettes libellés en dollar, le retour au peso, après dévaluation, entraînait une faillite généralisée du secteur privé. Si les Grecs abandonnaient l'euro aujourd'hui, le pays entier serait en faillite. En effet, si la drachme était dévaluée de 50 %, comme certaines prévisions l'indiquent actuellement, la dette privée serait multipliée par deux. Avec des revenus libellés en drachmes et des dettes en euro, les entreprises et les ménages seraient incapables de rembourser leurs créanciers. C'est bien le même phénomène de piège qui paralysait les autorités argentines avant 2002.

Au total, plusieurs enseignements peuvent être tirés de l'expérience argentine. Premièrement, le principal risque pour la Grèce d'une sortie de l'euro est une faillite généralisée du secteur privé. Après le secteur public qui a déjà restructuré 50 % de sa dette, le retour à la drachme, toutes choses égales par ailleurs, fera émerger des conflits financiers entre créanciers et débiteurs privés qui paralyseront le système de paiement. Deuxièmement, pour résoudre la crise, l'Etat doit jouer un rôle central d'arbitre. Dans ces conditions, la nature des règles retenue n'est pas neutre. Les solutions sont multiples, exprimant des orientations politiques et ayant des conséquences économiques divergentes. En Argentine, le choix de favoriser les débiteurs nationaux est allé à l'encontre des intérêts des détenteurs de capital et des investisseurs étrangers. Aussi, contrairement à ce qu'affirme Wolfgang Schäuble, le gouvernement grec a le choix. C'est le troisième enseignement. La résolution de la crise grecque est plus qu'un projet économique et les options qui s'offrent au peuple grec relèvent de choix politiques. Le choix déterminera des conditions plus favorables à certains groupes économiques

(comme les créanciers européens, les salariés grecs, les détenteurs de capital, etc.).

Selon la nature de l'ordre politique, l'Etat pourra chercher à conserver la matrice des rapports de force ou au contraire à la bousculer. Une réforme peut en effet entraîner une rupture et être l'occasion d'une définition de nouveaux rapports de force. L'option poursuivie jusqu'ici a consisté à répartir le coût de la résolution de la crise grecque sur les créanciers d'une part, *via* la restructuration de la dette publique, et sur les débiteurs d'autre part, *via* les efforts structurels (réduction des salaires et transferts sociaux) et l'augmentation de la pression fiscale. A contrario, une sortie de la zone euro accompagnée d'une restructuration des dettes privées et publique « façon Argentine » imposerait le coût de la résolution davantage aux créanciers, principalement le reste de l'Europe. Cela explique le regain de tension dans les propos de certains pays européens créanciers à l'égard de la Grèce, ainsi que la confusion qui règne dans le débat européen actuel : en l'absence d'une solution optimale aux effets neutres, chaque partie défend ses propres intérêts au risque d'y laisser la peau de l'euro.

[\[1\]](#) Les dépôts de montants supérieurs étaient au choix convertis dans les mêmes conditions ou transformés en obligations du Trésor libellées en dollars.

Mettre fin à la crise, dès

2008

par [Jean-Paul Fitoussi](#)

Dans une interview accordée au quotidien [Libération](#) fin septembre 2008, Jean-Paul Fitoussi préconisait déjà de procéder à une nationalisation temporaire des banques, à l'instar de la Corée après les crises survenues en 1997-1998. Trois ans plus tard, l'intervention de l'Etat reste une nécessité.