



Des Oiseaux dans la tourmente

Episode 18 Le rôle de la BCE

Chacun son rôle

Le rôle de la BCE est de faire le pompier

Mais il est indispensable de créer une autorité de contrôle de la dette,

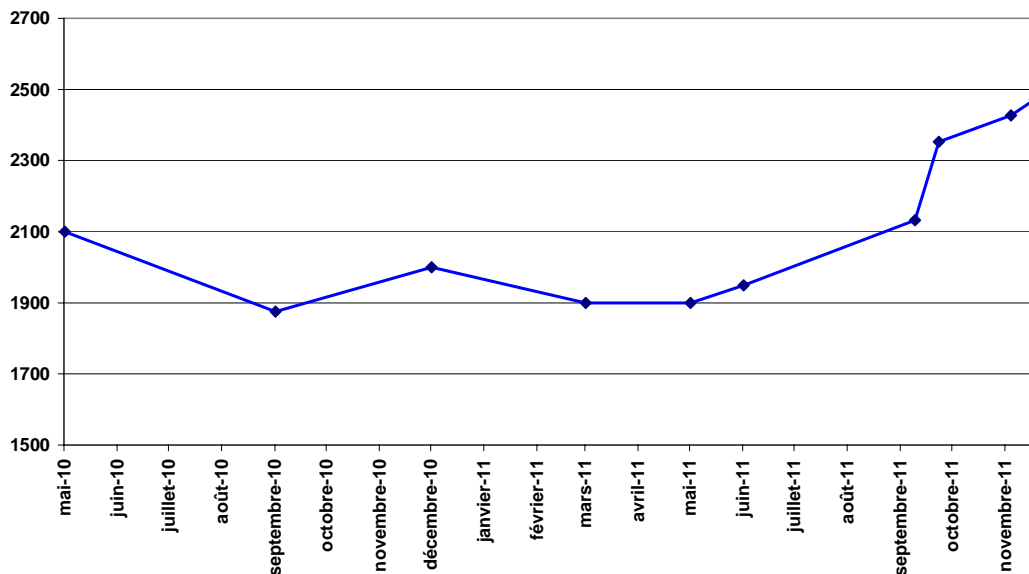
Et de prendre les bonnes décisions pour les pays structurellement déficitaires

Les emprunts de la zone Euro sont faits dans « une monnaie étrangère ». Les gouvernements ne peuvent garantir qu'ils auront la liquidité nécessaire pour rembourser, leurs dettes comme le fait un pays isolé. Les défauts grec et irlandais en 2010 ont entraîné la contagion dans toute la zone monétaire, comme le fait n'importe quel défaut dans un système bancaire, en l'absence de banque prêteur en dernier ressort. Les banques nationales ne jouent plus le rôle de tampon. Les pertes sont transférées collectivement à la BCE. L'Allemagne en supporte 27% ; la France 20%.

La crise grecque n'a pas été résolue à temps. **La crise de liquidité s'est transformée maintenant en crise de solvabilité**, y compris au Luxembourg., et en hausse des taux d'intérêt de l'euro zone, Les marchés attendent le nom du prêteur en dernier ressort. Seule la BCE peut le faire.

bilan de la BCE
(en Mds €)

Bilan de la BCE (maj 6 dec 11) © Hemve 31

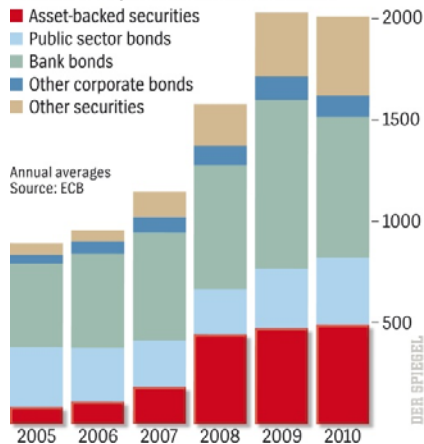


La force de frappe de la BCE.

Avec un capital de 82Mds fin 2010, 4% du bilan. l'effet de levier est de 1 :23

Financial Guarantees

Collateral deposited at the ECB in € bil



Les craintes allemandes : la dette souveraine représente 10% des avoirs. Les avoirs grecs et irlandais ont consommé le capital

Miscalculated

The central banks with the highest liabilities in the ECB system* in € bil

Levels on December 31, 2010

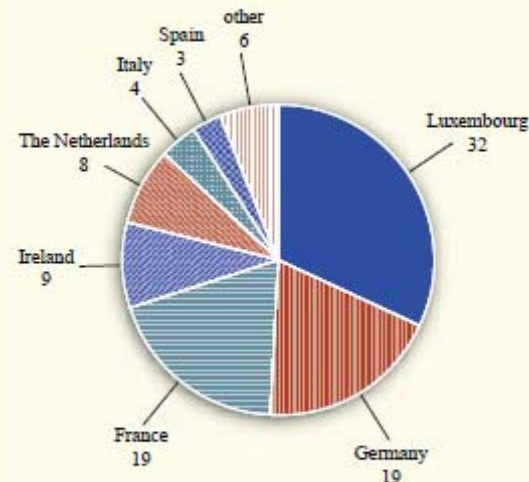


Source der Spiegel

Les intermédiaires utilisés pour la politique monétaire sont les fonds d'investissement dont 32% des avoirs transitent au Luxembourg, 9% en Irlande. Ceci explique pourquoi le Luxembourg entre dans la tourmente, et est menacé de dégradation. Par ailleurs, M Juncker ne pouvait pas être la personne adéquate pour résoudre la dette grecque, en étant partie prenante des prêteurs.

Chart 3 Total assets of euro area investment funds, broken down by country

(percentages; as at Q1 2010)



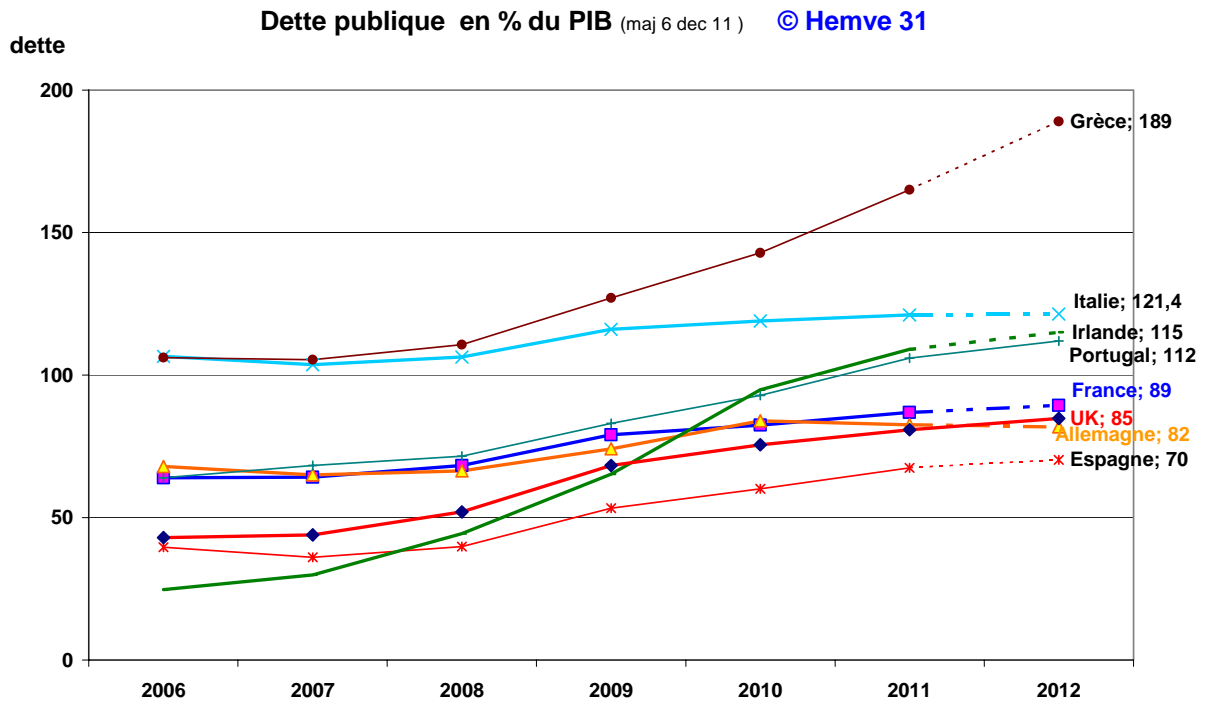
Source: ECB.

Pourquoi la BCE ne joue-t-elle pas le rôle d'assureur ?

- Premièrement, par crainte chez les pays vertueux de perdre de l'argent, comparée au gain procuré par le rôle d'assurance. Sont en jeu les profits de la BCE, face à la stabilité financière de la zone euro. Son capital (4% du bilan) ne permet pas trop d'excentricités. Pas d'absorber les dettes de l'Italie. Mais il n'y a pas besoin de réfléchir longtemps. La BCE peut toujours imprimer de la monnaie si elle a des pertes.
- Ensuite, la crainte que les pays ne fassent aucun effort pour réduire leurs dettes

Dettes publiques de la zone euro (7800 Mds €) exprimée en % du PIB





(Source FMI)

Sans croissance les dettes ne peuvent qu'augmenter. L'erreur de la zone euro a été de tolérer les déficits supérieurs à 3% à partir de 2003, en particulier ceux de l'Allemagne et la France, et accepter un déficit de l'Italie de 100% dès le début.

La seule solution est d'imposer des limites à l'endettement des pays (comme le fait une banque). La BCE ne doit sauver que les pays qui ont un problème de liquidités et pas ceux qui ont un problème de solvabilité. Mais plus facile à dire qu'à faire. C'est le rôle des prêteurs. **S'il s'agit d'un problème de liquidité, les marchés sont prêts à prêter.**

C'est aux prêteurs à dire s'il s'agit d'un problème de liquidité ou de solvabilité. Ils le font plutôt bien, comme l'ont montré les épisodes précédents : A 15% du PIB, d'emprunt auprès des non résidents, les marchés réclament 7%. Ce sont les seuils actuels. La BCE ne doit intervenir que sur les anomalies.

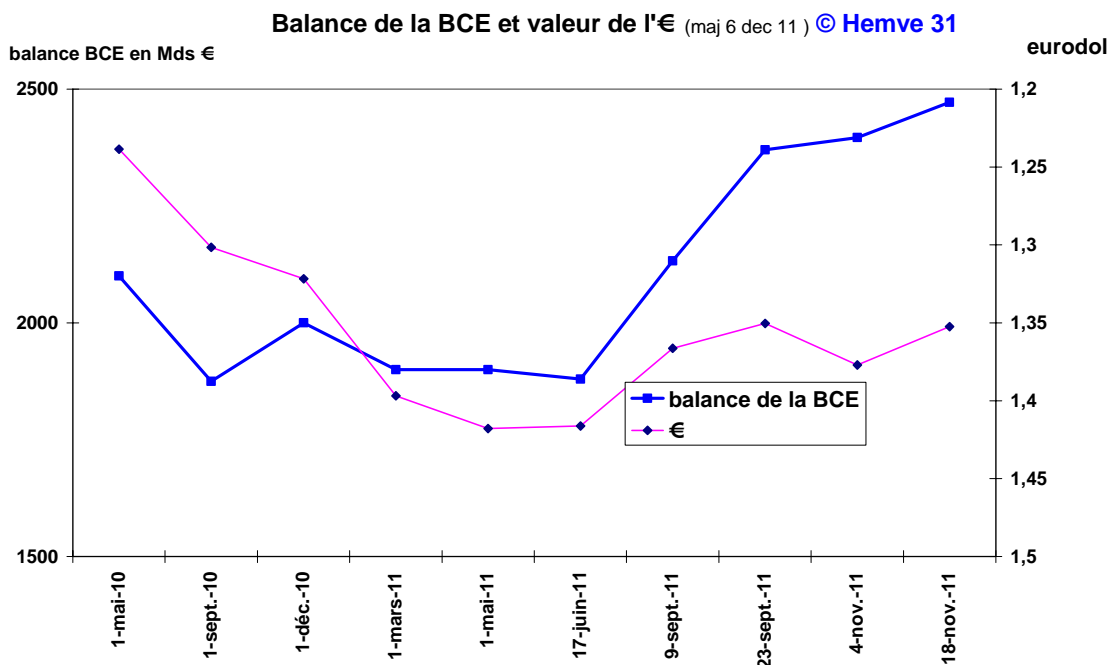
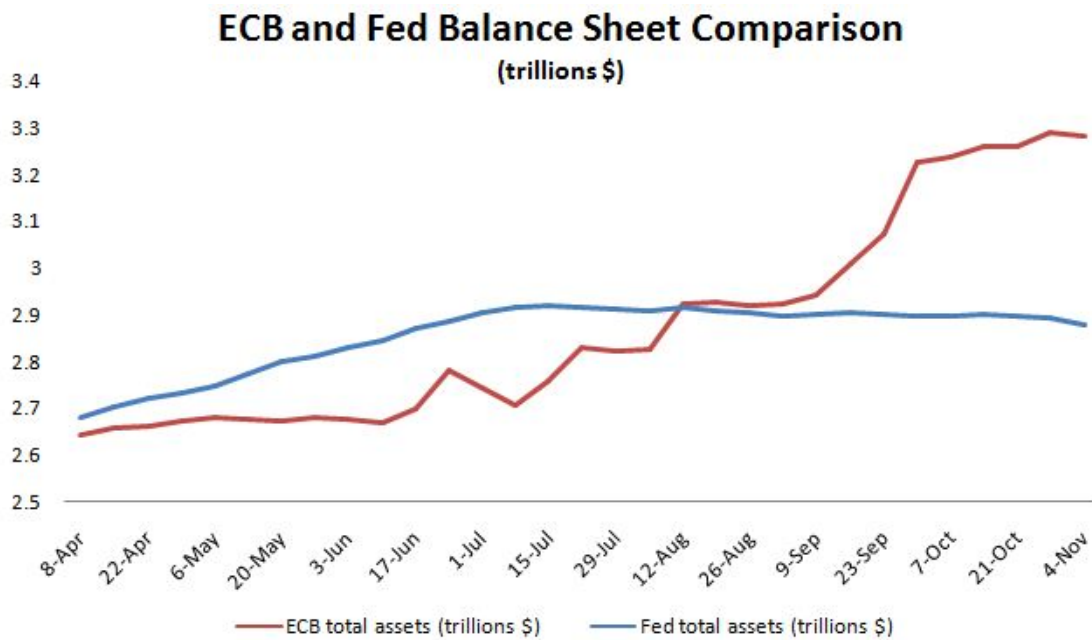
La BCE n'a donc pas à jouer le rôle prêteur en dernier ressort, comme elle l'a fait pour la Grèce, Portugal (problème de solvabilité) Elle doit jouer ce rôle pour l'Italie et l'Espagne (face à un problème de liquidité temporaire) **Super Mario (Mario Draghi) a très bien défini les limites, même s'il n'a pas été compris. La BCE confirme cette semaine qu'elle soutient les pays qui sont au minimum « A », c'est-à-dire solvable.**

La création d'inflation

Quand la BCE achète de la dette, elle augmente la « base monétaire » Base qui n'a a priori aucun effet sur le « stock monétaire » et donc sur l'inflation. Aucun effet sur le secteur non bancaire. Lors d'une crise, les agents économiques entassent des liquidités par précaution dont, ils ne font rien. Il faut alors que la BCE augmente les liquidités (la

« base monétaire ») et joue son rôle de prêteur en dernier ressort. C'est ce que les banques centrales n'ont pas fait lors de la crise de 1930. Pour ne pas créer de l'inflation, elle peut toujours prêter autre chose en échange.

Contrairement à l'idée répandue, la balance de la BCE croit beaucoup plus que celle de la FED depuis le mois d'août. Elle n'imprime pas du papier monnaie, mais accumule les avoirs

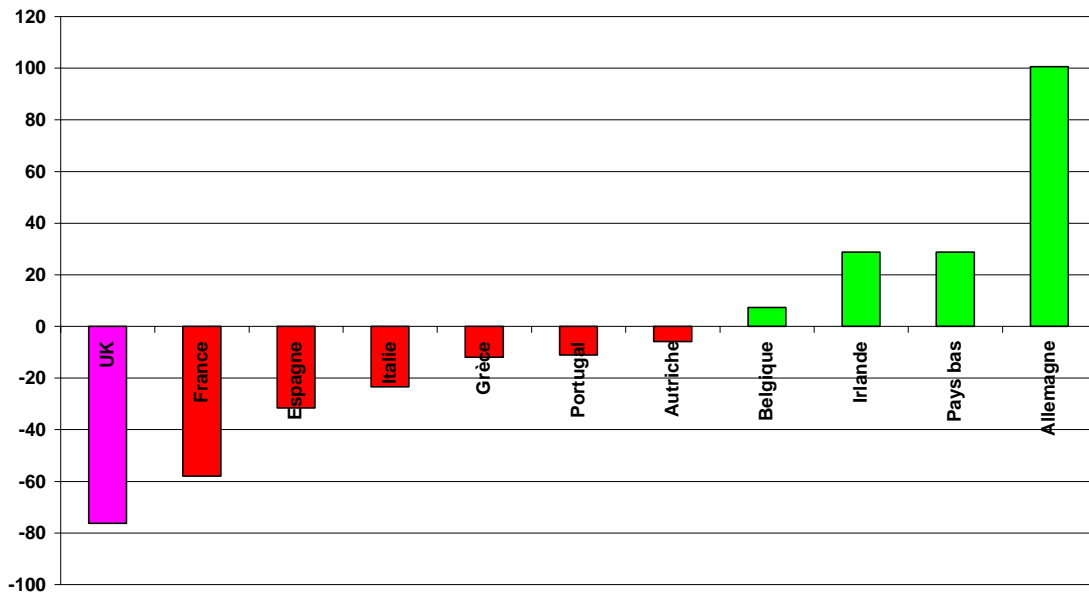


La BCE a de plus en plus de mal à stériliser ces avoirs .Et donc tôt ou tard l'inflation finira par partir. Et l'euro par perdre de sa valeur.

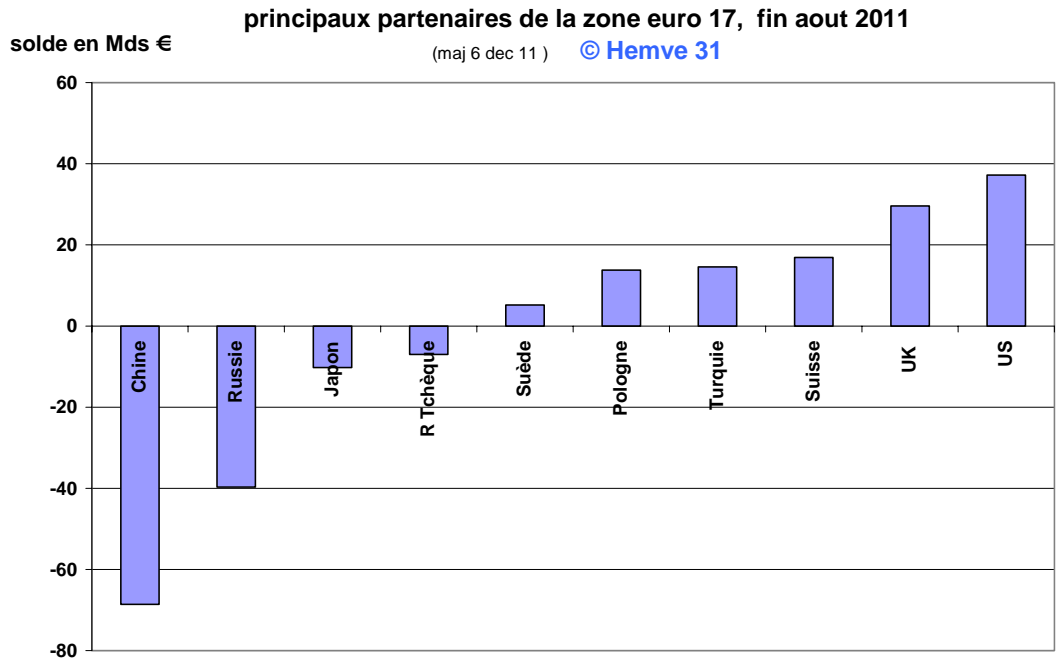
Parce que la BCE ne joue pas son rôle de prêteur en dernier ressort, les institutions européennes ont inventé des trucs compliqués FESF, ESM. Ces institutions n'ont pas le pouvoir de liquidité, même si on double ou triple leurs capacités d'emprunt .Et on leur demande de jouer le double rôle de facilitateur de liquidités et d'imposer des conditions draconiennes aux gouvernements défaillants. C'est la 2^{ème} erreur des sommets européens, de mélanger les rôles.

Enfin il faut mentionner le taux de change de l'€ lié à la balance commerciale, la convertibilité, le rôle de monnaie de réserve. Les membres de la zone euro ont perdu le contrôle du niveau de change de la monnaie.

solde en Mds € balance commerciale de l'UE à fin aout 2011 (maj 6 dec 11) © Hemve 31

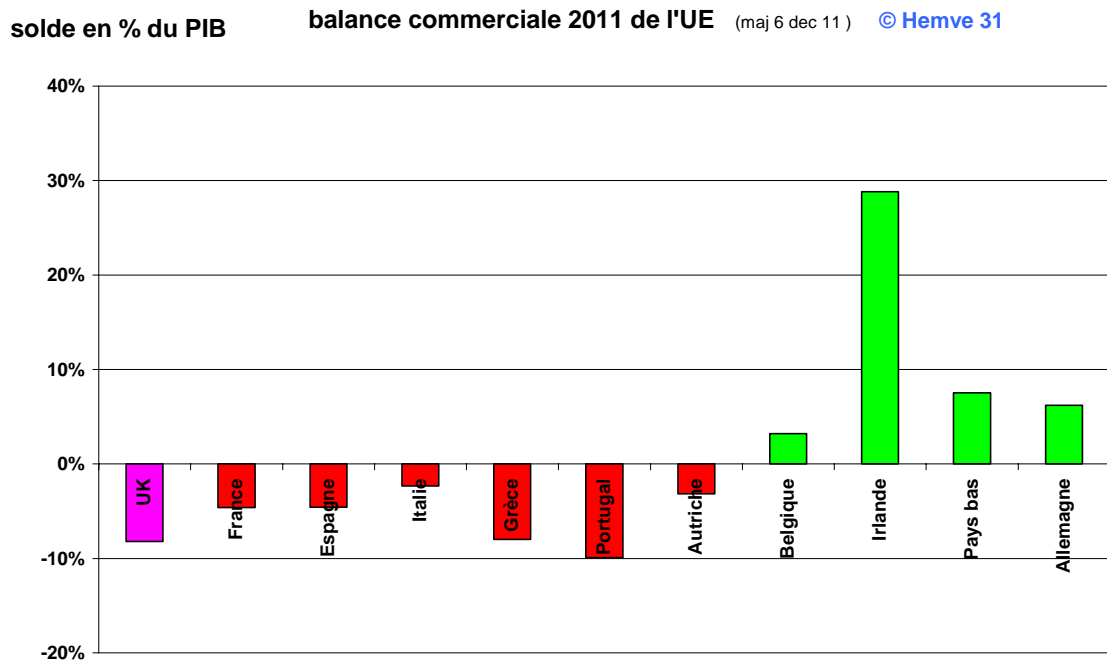


Une balance équilibrée au niveau des 17, mais avec des disparités fortes entre les membres



Les principales importations sont liées à l'énergie : 65 Mds pour la France en 2011

Les membres dont la balance commerciale est structurellement déficitaire (Grèce, Portugal..) à 10% du PIB n'ont pas d'autres solutions que de sortir de la zone Euro et de dévaluer, faute de prêteurs privés, pour retrouver leurs compétitivités. Ils ne seront jamais solvables, avec un tel taux de change. Quitte à revenir dans la zone euro, après dévaluation.



Avec une monnaie nationale, les équilibres auraient été rétablis depuis longtemps (dévaluation baisse des importations, hausse des exportations). Ou bien il faudrait que l'Europe du Nord accepte de les financer, pendant des années, avec des transferts massifs. Les déficits commerciaux transfèrent des euros en Chine et en Russie, où ils servent de réserve ; ils sont financés à crédit par la zone \$. D'où la montée continue de l'€ et l'effet récessionniste des €stérilisés.

Quelle action ?

Il est indispensable de séparer les 2 fonctions :

- **la liquidité par la BCE**, sans se poser de questions (rôle de pompier)
- **la solvabilité assurée par un superviseur pour réguler les déficits et limiter les dettes des pays membres**. Il ne faut pas mélanger le rôle de pompier et de responsabilités (police ou justice). Mais la BCE ne doit intervenir que dans son rôle, et ne pas créer une dette en croissance permanente.

Il est aussi indispensable de trancher sur la sortie de l'euro des pays non solvables, de par un déficit public et un déficit commercial excessifs (sortie temporaire ou définitive)

Comment détermine-t-on si un pays est solvable ? Le plan de trésorerie sur plusieurs années. Ce que font plutôt bien, les agences de notation, en occupant le vide, et que l'autorité de surveillance doit faire

Voilà l'enjeu du sommet européen des 8 et 9 décembre.

Que peut-on comprendre de l'accord du 9 décembre ?

- Un renforcement de la discipline budgétaire, suivant un accord intergouvernemental à finaliser en mars 2012. L'accord comprend la réduction des déficits annuels à 0,5%, sans préciser quelle année, et la réduction automatique des budgets. Qui aura autorité ? Mystère. l'Union européenne a sorti des milliers de directives qui sont vérifiées nationalement de manière différente. L'autorité de surveillance des dettes ne peut être que supranationale, pour être efficace et appliquer les sanctions au niveau européen (arrêts des subventions de l'UE....).
- Un prêt de 150 Mds au FMI. Qui paye ? Les banques nationales ? Mystère
- Un mélange des genres entre le FESF et la BCE qui « jouerait un rôle pilotage », sans que le FESF soit doté du statut bancaire.
- Aucune action pour sortir de la récession Grèce et Portugal, et renforcer la croissance

Un petit pas ; mais toutes les conditions sont là pour créer un 16 eme sommet dans un mois, avec une nouvelle crise. Le diable est dans les détails qui ne sont pas résolus.

Hemve 31

Rappel des épisodes précédents

22 Oct. 2010. 1/ L'impasse, la crise mondiale de l'endettement

30 oct. 2 /la globalisation la concurrence mondiale des salaires, des systèmes sociaux, des dettes
6 nov. 3/ l'ajustement
12 nov. 4/ Gain contre risque, la volatilité, le VIX, le trading
25 Nov. 5/ le marché de la dette,
3 déc. 6/ les gagnants et les perdants
10 déc. 7 / les gagnants, le DAX
31dec10 8/ les gagnants, jouer les taux
7 janv11. 9/ les gagnants, les matières premières
14janv 10/ retour sur les matières premières
4 fév. 11/ faut il acheter de l'or ?
4 mars 12/ la crise du pétrole
29 jul. 13/ la tragédie grecque
6 aout 14 /la dette US
13 aout 15/ le trou d'air
12 nov. 16/ sauver l'Italie
25 nov. 17 / sortir de la Dette

Sur votre site <http://hemve.eklablog.com/>