



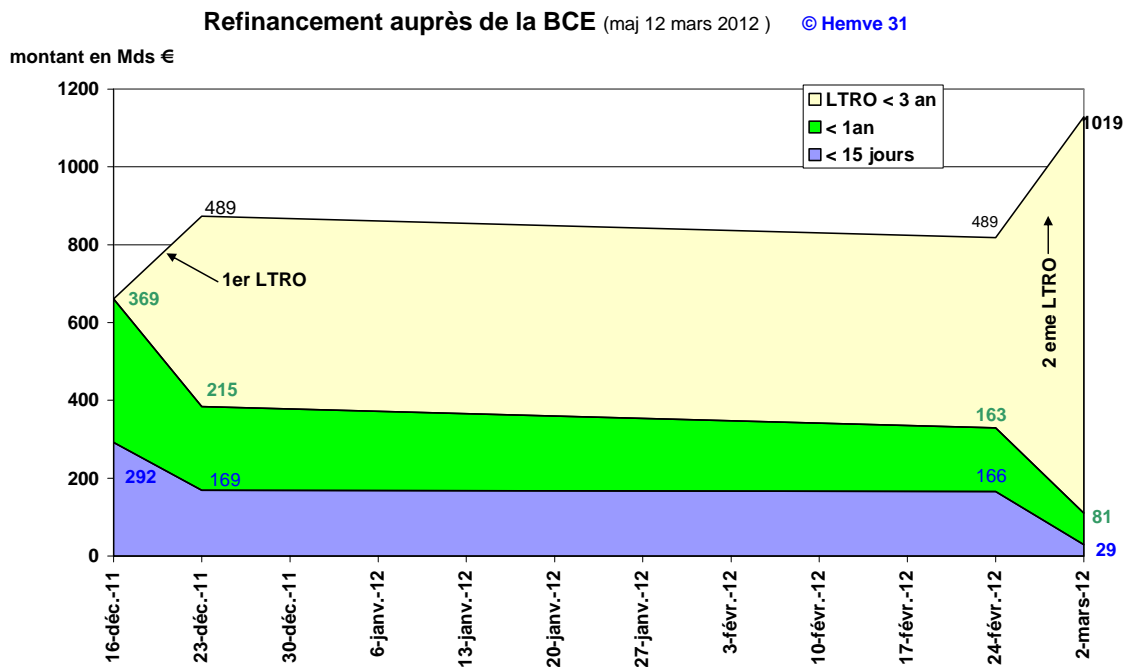
Des Oiseaux dans la tourmente

Episode 26 LTRO & TARGET. Qui finance les déséquilibres ?

Où sont passé les 1 000 Mds € de la BCE ?

Les 2 swaps de la BCE

Les 2 séances d'open bar de la BCE du 21 décembre 2011 et du 29 février 2012 ont créé moins de liquidités qu'on ne le pensait. Elles ont surtout transformé les prêts aux banques à 15 jours ou à quelques semaines en prêt longue durée de 1 à 3 ans, comme l'a fait la FED avec les deux QE en 2009 et 2010



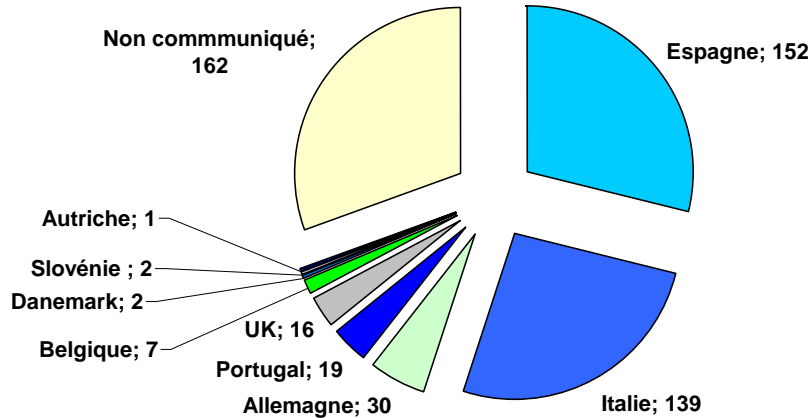
Les montants des refinancements à court terme sont devenus proche de zéro. La création nette de liquidité n'a été « que de » 213 Mds en décembre et que de 310 Mds le 29 février. Soit moitié moins que le montant de l'open bar annoncé.

Le bilan de la BCE est donc moins détérioré qu'imaginé. Et comme les banques centrales nationales prennent seules le risque sur les collatéraux pourris apporté à l'échange (tout ce qui n'est pas noté A), la BCE a peu chargé son bilan. L'incidence sur l'€ est faible. Cela soulage surtout les banques du sud qui ont beaucoup dettes vis-à-vis de celles du nord. On évite leur faillite à court terme, et la propagation de l'onde de choc au nord. Mais sans amélioration des économies du sud, rien n'est réglé. Les économies divergent

de plus en plus. Le sud doit emprunter toujours plus, pour financer les déficits commerciaux et les dettes publiques. Plus personne n'a confiance dans les dettes du sud. On n'a pas fini de mesurer les conséquences du défaut de la Grèce.

Banques ayant publié une participation au LTRO 2 (530 Mds)

(maj 14 mars 2012) © Hemve 31



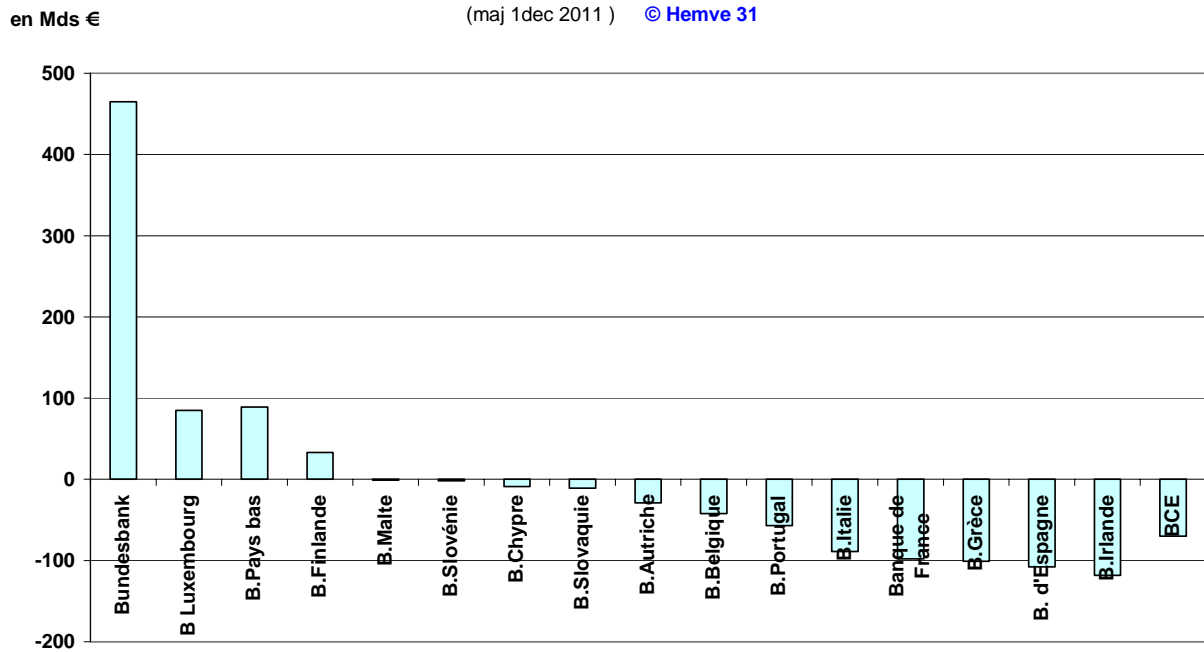
La participation au LTRO n'est pas public .Mais un certain nombre de banques ont rendu public leur participation. Essentiellement les pays du Sud. On comprend pourquoi les taux des dettes espagnoles et italiennes se sont détendus depuis janvier .Les banques nationales renflouées par la BCE, participent aux émissions nationales de dettes. Les banques portugaises ont plus de mal ; et les taux portugais n'ont pas baissé. On estime à plus de 50 Mds la participation des banques espagnoles et italiennes au rachat de dettes nationales depuis 2 mois. Une détente provisoire des taux est observée sur les taux du sud, par l'action de la BCE. Pour combien de temps ?

L'opération était nécessaire aussi pour financer, sur du long terme, les déséquilibres du marché interbancaire de la zone euro.

La BCE apporte des liquidités au marché interbancaire, grippé et surtout durablement déséquilibré, mais en laissant le risque dans les banques centrales des Etats. Elle joue son rôle de pourvoyeur de liquidité et ne change en rien à la solvabilité des acteurs. En cas de défaillance d'un état, comme la Grèce le 8 mars, la banque centrale nationale grecque doit apporter d'autres collatéraux aux banques créancières. D'où son renflouement par les membres de la zone euro. La nouveauté est qu'on vient de séparer risque et taux d'intérêt, en partant pour de nouvelles aventures. Les banques privées nationales empochent certes une prime en achetant des dettes nationales à des taux plus élevés que ceux de la BCE, mais elles paient un risque de défaut national, sans aucune visibilité. Elles dépendent maintenant des défauts de leurs consœurs, via la banque

centrale nationale. Les risques dettes publiques et prêts bancaires sont transférés et mutualisés au niveau national et non au niveau européen. C'est le début de l'éclatement de la zone euro : la monétarisation des dettes au niveau national. On revient 10 ans en arrière : à l'époque du serpent monétaire, sans la possibilité d'ajuster les parités. Les banques européennes vont redevenir purement nationales. L'euro est de plus en plus une monnaie étrangère qu'il faut acheter à des taux d'intérêt, fonction de la solvabilité de son pays.

Créances et dettes court terme entre banques TARGET 2, en oct 2011



Dans l'euro zone ce qui tient lieu de banque centrale, est l'Eurosystème qui regroupe les banques centrales. Un thermomètre pertinent des déséquilibres entre membres de la zone euro est le système de paiement à court terme TARGET 2, qui permet aux banques de transférer pour le compte de leurs clients les gros paiements intra européens. On parle d'échange en monnaie banque centrale. Les banques centrales nationales sont engagées sur les règlements.

Aujourd'hui l'Allemagne est créditeur net de plus de 465 Mds €, alors que le montant était proche de zéro en 2007. Ses exportations sont supérieures aux importations, et les pays du sud préfèrent placer leur argent en Allemagne. Sans crédit court terme, faute de pouvoir emprunter sur les marchés, le sud se finance par Target 2.

La BUBA est créancière net du système. Ses créances sont adossées sur les dettes des Etats du sud, apportés en garantie collatérale. On voit ce que cela a donné avec la Grèce. La Grèce a du fournir de nouveaux collatéraux, financés par la zone euro, et à 30% par l'Allemagne !

On arrive à la création d'une bulle qui ne se régule pas, sauf par les taux d'intérêts, poussant les taux du sud à la hausse et ceux du nord à la baisse. On a remplacé le mécanisme de correction des déséquilibres opérés par les dévaluations, par des écarts de taux de plus en plus importants.

Sans réévaluation de l'Allemagne, et en l'absence de sortie de fonds, la BUBA est condamnée à accumuler des créances, comme le fait la Chine. Jusqu'au jour, pas très lointain, où elle prendra peur. Il fallait trouver une solution plus durable à ces déséquilibres, comblés avant décembre 2011 par des prêts BCE à 15 jours. La BCE permet de gagner du temps, sans rien régler.

Mais les liquidités supplémentaires ne financent en rien l'économie réelle

Les 600 Mds non placés en bons du trésor ou en caution pour les déséquilibres du marché interbancaire sur TARGET, sont replacés tous les soirs à la BCE, faute d'emploi dans l'économie réelle.

L'Europe est donc exactement dans la même situation que les USA, où personne ne veut plus acheter la dette US. Ni les chinois, ni les japonais, ni les européens. Seul Bernanke le fait et gage les avoirs de la FED. En Europe, personne ne veut acheter les dettes des pays du sud, sauf les banques centrales nationales ou la BUBA qui demande la garantie des banques centrales nationales.

Dans les deux cas c'est de la cavalerie pure et simple, comme le schéma de Ponzi de Maddof. Un particulier qui monterait une telle opération irait en prison. Mais les Etats ont tous les droits. On distribue des taux d'intérêts où il n'y a aucune production en face. On a gagné quelques mois, mais l'issue est certaine.Enfin tant que ce montage dure, la face est sauvée.... Au Japon cela dure depuis 15 ans.

Peu probable que l'Allemagne poursuive le scénario au delà de ses élections en 2013. De plus en plus les allemands s'offusquent des déséquilibres en hausse continue et craignent le défaut de la banque centrale espagnole, qu'il serait impossible de combler.

Au moins on connaît maintenant le nom des prêteurs en dernier ressort : ce sont les banques centrales nationales. Quant à la dette, elle est monétarisée aussi au niveau national, Tous utilisent l'unité de l'€ mais avec des taux d'intérêt spécifiques, fonction de la solvabilité des pays. Impossible pour les banques privées d'y échapper. Une banque italienne n'a aucun intérêt à apporter des emprunts allemands moins rémunérés, pour garantir ses paiements dans le système TARGET. La mauvaise dette chasse la bonne. L'euro devait harmoniser les économies nationales. Force est de constater qu'aujourd'hui, il liquide impitoyablement les économies des pays les moins performants dans une concurrence féroce, de fait. Le retour sur les identités nationales est violent. Ce n'était pas l'objectif. L'euro n'est plus qu'une unité de change. Ce n'est plus une monnaie. Le défaut de la Grèce l'a définitivement tué. Et les économies nationales sont soumises à des taux d'intérêt élevés, en fonction de la solvabilité du pays. Les pays en difficulté n'ont aucune chance de s'en sortir. Comment a-t-on pu en arriver à un tel enchaînement ?

Hemve 31

A suivre

Rappel des épisodes précédents

29 jul. 13/ la tragédie grecque

6 aout 14 /la dette US

Des oiseaux dans la tourmente

*13 aout 15/ le trou d'air
12 nov. 16/ sauver l'Italie
25 nov. 17 / sortir de la Dette
9 déc. 18/ le rôle de la BCE
16 déc. 19/ les créanciers
23 déc. 20/ les créanciers (2) / la chine
6 janv. 21/ les créanciers (3) /l'indispensable flexibilité
13 janv. 22/ la sortie de la Grèce de la zone euro
20 janv. 23/ ou va la France (1)
27 janv. 24/ ou va la France (2) L'ajustement
3 fév. 25/ l'immobilier*

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