

Document

Et si l'annonce de la fin de l'euro cachait un autre objectif ? – Partie 1

(Par Pascal Roussel – liesi)

18.01.2013

Pascal Roussel, analyste au sein du Département des Risques Financiers de la Banque Européenne d'Investissement (BEI). Auteur spécialisé dans les questions relatives aux risques liés aux changes et aux monnaies, Pascal Roussel a posé au cours de sa carrière un regard aigu sur l'économie. Il est, en outre, rédacteur indépendant pour les Editions Romaines.

Dans un climat grandissant de peur, les articles se multiplient pour annoncer la fin de l'euro. Cette disparition est bien entendu un scénario possible à terme mais la mise en place de l'euro a été un long processus ainsi sa disparition devrait lui aussi être un long processus, sous peine de provoquer un choc aux conséquences imprévisibles sur les bilans des banques et surtout sur le marché des produits dérivés. Il est très simple de demander aux banques centrales nationales d'imprimer des billets nationaux à la place de l'euro pour les mettre dans des distributeurs. La véritable difficulté vient après. Le but de l'article n'est pas de le démontrer mais lorsque l'on analyse la question un peu plus en profondeur, on s'aperçoit qu'aucune banque ne pourrait probablement résister à une disparition brutale de l'euro. Dans ces conditions, on peut légitimement se demander si les banques souhaitent vraiment la fin de l'euro ? **Et si ce climat de peur était entretenu pour mettre en place une autre politique nettement plus profitable pour les banques et bien plus désastreuse pour les populations ?**

On observe un large consensus, sur les deux points suivants, y compris parmi ceux qui proposent une analyse moins consensuelle de la crise et dénoncent la financiarisation de la société. Il existe des exceptions et je précise que je ne partage ni ce consensus ni les conclusions qui en découlent, mais cela permet de comprendre ce qui va vraisemblablement se produire dans les prochains mois :

- Les banques contiennent l'épargne des électeurs et fournissent les prêts aux Etats, aux entreprises et aux citoyens. Sans crédit, il n'y a ni consommation, ni investissement. Les banques portent une part de responsabilité dans la crise et devraient donc accepter de subir des pertes. Cependant la faillite d'une grande banque aurait des conséquences incalculables et doit absolument être évitée. Signalons également, sans approfondir, que de nombreuses institutions financières ont toujours servis de relais de pouvoir aux élites qui agissent en coulisse et il n'y a aucune raison de croire que ces élites voudraient se priver de ces fidèles relais.

- Les banques centrales aident l'économie en tentant de réguler les taux d'intérêts et de changes et en fournissant des « liquidités ». Avec les banques commerciales, elles permettent l'existence de monnaies adossées à des dettes, ce qui représente l'aboutissement le plus moderne de l'évolution de la finance.

En plus de ces points « quasi universellement » acceptés, rappelons deux constatations :

- Ce sont pour l'essentiel les banques qui détiennent les dettes souveraines.

- Les dirigeants des grandes banques dans le monde sont parfaitement conscients que la survie d'une banque dépend de la survie de l'autre. C'est un point essentiel que le grand public ne réalise absolument pas. On imagine les banques comme des grandes entreprises relativement indépendantes et en concurrence. Pour évaluer leurs pertes possibles, il suffirait simplement d'examiner la qualité de leurs prêts et des instruments qu'elles détiennent en trésorerie. Et pour évaluer leur degré d'interdépendance, il suffirait d'observer quelle banque prête à quelle autre. Mais ce faisant on passe à côté de l'essentiel qui est caché dans le « hors bilan ». A titre d'exemple, citons les innombrables opérations « over the counter » de swaps de taux, de changes, de crédits (CDS), ...etc. Citons également les opérations de « rehypothecation » dont on découvre la dangerosité avec la méga faillite de MF Global : certains clients de ce courtier ne savent toujours pas où sont passés leurs actifs. Cette pratique totalement légale consiste pour une banque à utiliser les titres reçus en gage pour réemprunter. Ainsi une banque A prête à une banque B et reçoit de celle-ci en gage des titres (actions, obligations, etc). Ces titres restent la propriété de la banque B, ils servent juste de garantie. Là où les choses prennent une étrange tournure c'est que la banque A emprunte ensuite à la banque C en gageant les titres donnés par la banque B, à son insu. La banque C fait de même auprès de la banque D. Et ainsi de suite, chaque banque demandant plus ou moins de gages pour couvrir le prêt, les banques peuvent ainsi habilement emprunter à un taux inférieur à celui auquel elles reprêtent. La banque B imagine que c'est bien la banque A qui garde ses titres mais en réalité une chaîne de risque s'est créée et c'est la banque Z qui détient les titres. Sans rentrer dans des détails qui ne font pas l'objet de cet article, ce qu'il faut bien comprendre c'est que dans ce que l'on qualifie de « shadow banking », l'interdépendance est telle que la faillite d'une seule grande banque provoquera une véritable onde de choc. La faillite de plusieurs grandes banques entraînera inévitablement la désintégration de toute la sphère financière au niveau mondial. C'est cela l'enjeu principal qui motive réellement les grandes banques centrales à sauvegarder prioritairement les banques.

Et si l'annonce de la fin de l'euro cachait un autre objectif ? – Partie 2

18.01.2013

Quelles conclusions logiques peut-on tirer sur les objectifs des décideurs politiques ?

- La survie des grandes banques est une priorité.
- Le rôle d'institutions financières supranationales destinées à créer et réguler la quantité de monnaie n'a aucune raison d'être remis en cause.

Sur base de ces conclusions, quelle « solution » va finalement émerger à terme ?

On observe que les divers mécanismes de sauvetage proposés jusqu'à présent ont ceci en commun : ils font tous appel au marché pour se financer.

Or c'est très précisément là que cela ne fonctionne pas. On le sait, l'argent est créé à partir de dettes et dans un environnement où les crédits nouveaux se ralentissent et où les prêts existants font de plus en plus défaut, il y a de moins en moins d'argent disponible. De ce fait, proportionnellement, le cash qui existe encore devient de plus en plus précieux et s'éloigne de plus en plus des zones à risques. C'est un peu imagé, mais la réalité est bien là, dans un environnement où l'avenir est incertain, **l'argent facilement disponible diminue, les investisseurs fuient le risque et donc se détournent du financement de plans de sauvetage imaginés par des politiciens.**

C'est pourquoi, pour de nombreux analystes, les seules entités capables de « sauver » les banques sont les banques centrales. Et ces mêmes analystes rappellent que c'est d'ailleurs leur rôle historique, les banques centrales sont au service de leurs actionnaires qui sont in fine, les banques commerciales.

C'est pour cela que l'on lit souvent que la BCE va inévitablement racheter de la dette en créant l'argent pour payer, autrement dit elle va monétiser.

Il est exact que certains décideurs, particulièrement en Allemagne, ne veulent pas que la BCE monétise, mais ils souhaitent encore moins voir l'effondrement d'une ou plusieurs grandes banques allemandes.

On peut raisonnablement imaginer que la BCE va simplement attendre que la situation soit encore plus désespérée pour que la peur de grandes faillites bancaires soit tellement forte que tout devienne acceptable pour éviter cela. Et c'est dans ce contexte que tous ces articles sur la fin imminente de l'euro prennent tout leur sens.

Quelles seront les conséquences d'une monétisation par la BCE ?

Officiellement les autorités nous diront que cette monétisation se fera à petite dose, sous contrôle strict et uniquement en vue de rassurer les marchés : ils peuvent continuer à prêter aux Etats puisque la BCE veille et rachètera ce que le marché ne veut plus. Mais il est utile de regarder précisément ce qui va alors arriver et pour cela il faut envisager deux scénarios :

Scénario 1 : la BCE monétise sur le marché secondaire (là où s'échangent des titres financiers déjà existants).

Cela veut donc dire qu'un énorme pool d'investisseurs (banques, fonds de pension, assurances, ...) va se retrouver avec un gros montant de cash frais en trésorerie à la place de leurs dettes souveraines. Et que vont faire les détenteurs de ce cash frais avec ces montants ? Ici, plusieurs visions s'affrontent : certains pensent que les détenteurs vont investir dans l'économie (c.à.d. prêter aux particuliers pour consommer, aux entreprises, etc.) et donc "relancer" la consommation et tout redeviendra comme avant. Nous serons sauvés.

Personnellement j'estime que ceux qui pensent cela commettent deux erreurs :

- Ils sous-estiment largement le montant d'actifs défaillants camouflés par les banques et par d'autres gros détenteurs. Ceux-ci savent qu'ils doivent provisionner pour encaisser ces dépréciations inévitables et seront ravis d'accumuler ce cash providentiel. C'est exactement ce que font les banques américaines (car la FED a déjà purgé une partie des bilans bancaires des grosses banques américaines).

- Ils ne comprennent pas la logique du monde financier : une banque prête si elle est convaincue qu'elle pourra titriser le prêt, le revendre avec profit à un fonds de pension, à des Chinois ou à d'autres. Alors, dans ce cas, certaines banques ne sont pas toujours trop regardantes en ce qui concerne la qualité de l'emprunteur. Mais le marché des ABS étant congelé, on peut oublier la titrisation. Donc la banque sait qu'elle devra garder le prêt dans ses livres et elle est nettement plus regardante sur la qualité de l'emprunteur dans le contexte incertain. Même gavée de cash, elle ne prêtera pas "aveuglement" (offre faible). De plus les demandeurs de crédits pour des projets industriels, immobiliers ou autres (créateurs d'emplois), face à l'avenir incertain, préféreront reporter leur demande en crédit (demande faible).

En attendant où dormira ce fameux cash dans un contexte de grandes incertitudes ?

- Dans les coffres électroniques de la BCE (sécurité maximale).
- Dans les valeurs refuges les plus sûres (or, argent, métaux précieux).
- Là où il y aura toujours une demande garantie des consommateurs : on pense principalement à la nourriture d'autant plus que toutes les lois interdisant de spéculer sur la nourriture ayant été abolies, la nourriture est considérée comme un instrument financier. **On peut inévitablement s'attendre à une flambée des prix de la nourriture avec des conséquences dramatiques.**

Naturellement ce cash ira sur le marché des devises ultra spéculatif ce qui affaiblira l'euro avec un impact difficile à prédire sur le marché des swaps.

- Finalement une partie ira aussi en bourse qui devrait donc remonter provisoirement et fictivement.

Comment vont réagir les autres détenteurs de dettes souveraines qui n'ont pas pu profiter de la première vague d'action promotionnelle de rachat par la BCE ?

Dans un premier temps ce sera l'euphorie car l'idée est très répandue que cette action devrait relancer l'économie. Les taux baisseront, ce qui contribuera à renforcer cette euphorie, et les économistes nous diront qu'ils avaient eu raison. Puis comme l'économie ne repartira pas, la nourriture devenant plus chère, le marché des devises turbulents, ... etc, les détenteurs de dettes souveraines se diront que la BCE va « remettre le couvert » car la première action n'aura pas été suffisante, une 2ème semblera bien vite nécessaire. Les taux repartiront à la hausse et tout le monde sera en attente de cette 2ème vague. Soit la BCE recommencera et on sera alors dans un cycle infernal qui se terminera très mal. Soit la BCE ne fera rien et la déception sera immense, et là aussi cela se terminera très mal.

Retenons surtout une conséquence douloureuse : la nourriture qui devient plus chère.

Il existe un deuxième scénario, la BCE monétise sur le marché primaire (à l'émission).

Considérons donc le cas d'un Etat qui se tourne vers la BCE pour qu'elle lui crée de l'argent en échange de sa dette souveraine. La question devient très politique puisque dans ce cas, cet Etat émetteur va recevoir le cash et lui ne va pas accumuler. Ce cash va filer dans l'économie mais et c'est mon point de vue, pas là où il sera le plus productif, car l'Etat est incapable de savoir avec certitude où se trouve la véritable demande économique. Mais imaginons que j'ai tort et même si l'Etat est très habile dans ses dépenses, le risque est énorme que le marché interprète cette monétisation pour financer cet Etat comme une manière de résoudre un problème d'insolvabilité. Très clairement, in fine, la valeur d'échange de l'euro sera diluée, autrement dit on observera une inflation des prix. Bien entendu une autre conséquence sera que cet Etat sera beaucoup moins poussé à limiter son endettement. Certains Etats abuseront plus que d'autres. Donc il faudra encadrer l'usage de la monétisation sur le marché primaire au niveau européen mais certains Etats interpréteront les règles d'une manière ou d'une autre tandis que d'autres Etats seront en violation "provisoire". ..etc.

C'est d'ailleurs pour éviter toute cette complexité et dangerosité que c'est actuellement interdit par les traités.

Devant le risque d'émissions de plus en plus nombreuses, liées à la facilité avec laquelle les Etats pourront accéder à du cash frais venant de la BCE, les détenteurs de dettes souveraines seront tentés de vendre. Cela amorcera une spirale vicieuse : les détenteurs vendent ou refusent de rouler la dette, les Etats doivent donc se tourner encore plus vers la BCE, ce qui pousse les détenteurs à vendre encore plus, ...etc.

Dans cette hypothèse, on se dirigerait vers une hyperinflation à la Weimar/Zimbabwe avec une fuite encore plus marquée des investisseurs vers des valeurs refuges (métaux précieux et nourriture). Si les traités devaient un jour autoriser ce scénario, ce sera alors la fin de l'euro.

Ainsi la monétisation permettra aux banques de se délester d'actifs incertains (les dettes souveraines) et de se repositionner dans des actifs de refuge (par exemple la nourriture). Elles pourront ainsi se préparer tranquillement à l'étape suivante, à savoir la conversion des monnaies moribondes (euros, dollars, yen , livre, ...etc.) en une monnaie mondiale via le processus de recyclage offert par les DTS du FMI.

Existe-t-il des preuves ou des études universitaires sur le danger de la monétisation ?

Bien entendu, des économistes réputés estiment qu'une monétisation légère sera très bénéfique et sans danger. Ils citent souvent l'exemple de la banque centrale japonaise. Pour tordre le cou à ce canard, rappelons que cette dernière monétise relativement peu et uniquement sur le marché secondaire. Par contre le Royaume-Uni est un exemple plus intéressant : des chiffres officiels d'inflation des prix de 5% montrent les premiers effets de la monétisation de la banque centrale anglaise. Quant à la Fed qui monétise l'actuelle monnaie de réserve mondiale (le USD) cela se traduit par un soutien artificiel des prix (sur la bourse américaine et sur le marché des matières premières)

Comme expliqué ci-dessus, il est illusoire de croire que la monétisation une fois commencée peut s'arrêter.

Ces mêmes économistes avancent à juste titre, qu'il n'existe aucune preuve universitaire chiffrée pour soutenir les thèses des monétaristes. Et c'est exact. La théorie quantitative de la monnaie et ses variantes sont bien trop rudimentaires pour tenter d'être, même vaguement, appliquées dans le monde financier actuel dont la complexité empêche toute modélisation crédible.

Historiquement, les exemples abondent sur les conséquences de la dilution monétaire (cf. la chute de l'empire romain rongé par l'hyperinflation, les assignats français, ...etc). Mais il y a plusieurs différences fondamentales qui rendent la situation unique :

- Le monde financier est interconnecté comme jamais dans l'histoire.
- L'impact d'une monétisation sur le marché colossal des produits dérivés et plus généralement de ce que l'on qualifie de « shadow banking » est impossible à prédire car infiniment trop complexe.

Il n'y a donc aucun moyen de prouver, dans l'univers financier actuel, que l'empilage de nouvelles dettes sur d'anciennes mauvaises dettes n'a aucune chance de résoudre quoique ce soit. Mais ne faut-il pas tout simplement un peu de bon sens pour le comprendre ?