

<http://alaingrandjean.fr/2011/12/11/analyse-du-sommet-europeen-du-9-decembre-billet-invite-de-gael-giraud/>

[Analyse du sommet européen du 9 décembre \(Billet invité de Gaël Giraud\)](#)

Posté le décembre 11th, 2011

J'ai le grand plaisir de vous faire part de l'analyse que fait Gaël Giraud du sommet européen du 9 décembre. Gaël est jésuite et économiste au CNRS ; a édité avec Cecile Renouard le livre "[20 propositions pour reformer le capitalisme](#)" dont une nouvelle version va sortir fin janvier, à lire bien sûr - Alain Grandjean

Gaël Giraud ([En savoir plus](#))



Le sommet européen du 9 décembre et la rigueur budgétaire.

Ce qui a été décidé : une « Union de la stabilité budgétaire » sera constituée autour de la zone euro, dont le Royaume-Uni ne fera pas partie. L'Union repose sur une « règle d'or » budgétaire et des « sanctions automatiques ». Ces mesures sont inutiles pour stabiliser la progression des dettes publiques en Europe : en effet, tant qu'ils sont contraints d'emprunter à des taux réels (i.e., après déduction de l'inflation) supérieurs à leur taux de croissance, les pays "périphériques" verront leur dette publique augmenter de manière automatique. Ces mesures sont même probablement néfastes : elles font courir un risque déflationniste à l'ensemble de la zone euro, de sorte que même un pays comme la France (qui emprunte encore, pour l'instant, à un taux réel acceptable, en dépit de l'absence de perspective de croissance pour 2011-2012) pâtira des mesures d'austérité de ses voisins. L'Allemagne également, dont 70% des exportations atterrissent en Europe.

A la différence de ce qui s'est passé en 2009-2010, les entreprises (les PME en particulier), qui souffrent à la fois de la dépression globale et de la restriction de crédit de la part des banques privées (lesquelles ont quasiment cessé de jouer leur rôle de source de crédit pour l'économie réelle, y compris en France), tentent depuis 2011 de s'ajuster par l'emploi. En 2009-2010, elles s'étaient ajustées en rognant une partie de leurs marges (alors suffisamment importantes pour servir d'amortisseur). Aujourd'hui, elles ne le peuvent plus. C'est donc le chômage qui va augmenter (en France comme en Allemagne) en 2011-2012. Les classes moyennes françaises vont commencer à éprouver véritablement le poids de la crise (dont une partie d'entre elles avait été jusqu'à présent épargnée).

Dans ce contexte, l'austérité budgétaire non seulement ne servira à rien pour ce qui est de résoudre le

“problème des dettes publiques” mais encore risque de l’aggraver en réduisant les recettes fiscales des Etats (via la dépression économique).

Quant au Royaume-Uni, il n’a pas refusé de s’engager dans cette Union au motif que l’austérité est suicidaire (ce qui eût été une bonne raison) mais parce qu’il devine que, tôt ou tard, la contrepartie sera la réglementation sans état d’âme des marchés financiers (puisque en gros le bras de fer aujourd’hui engagé oppose les Etats et leurs contribuables d’un côté, les marchés financiers, les banques et les investisseurs, de l’autre). L’Europe continentale a donc eu raison de clarifier la situation en refusant d’accorder un énième statut d’exception à la Grande-Bretagne.

Il reste à souhaiter que nous nous engagerons bel et bien vers davantage de réglementation financière sur le continent.

Le sommet du 9 décembre et la monétisation.

Le seul véritable moyen d’endiguer à moyen terme (deux ou trois ans) la crise des dettes publiques (dont, rappelons-le, l’origine se trouve dans l’explosion des dettes privées en 2008, et non dans le laxisme prétendu des Etats) consiste, d’une manière ou d’une autre, à autoriser la BCE à racheter suffisamment de dette publique pour libérer les Etats du carcan des marchés financiers. Bien sûr, cela représenterait un potentiel manque à gagner substantiel pour les banques (et leurs créanciers) puisque les Traités européens, en contraignant les Etats à se refinancer exclusivement auprès des marchés, les placent *de facto* à la merci des banques.

Le sommet admet que le FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) et le MES (Mécanisme Européen de Stabilité) pourront coexister pendant une année environ. Le montant cumulé de leurs moyens financiers est – comme l’exigeait l’Allemagne – plafonné à 500 milliards d’euros. Cela ne représente que le double de ce que la France emprunte en moyenne chaque année, sur les marchés financiers. C’est insuffisant, comparé aux besoins des pays périphériques au cours des mois qui viennent. Un apport supplémentaire au FMI de 200 milliards a été évoqué, mais ses donateurs n’ont pas encore été désignés. Ils devraient l’être d’ici le 29 décembre.

Le rôle d’opérateur du FESF et du futur MES a été attribué à la BCE. C’est un premier pas mais le principe d’une licence bancaire donnant accès au refinancement par la BCE a été refusé au MES. Or c’est le point crucial, me semble-t-il, de ces négociations. La BCE, depuis des mois, met à disposition des banques privées des quantités de liquidité illimitées. Attribuer au MES le statut de banque, ce serait lui permettre de bénéficier de ces largesses, lui aussi — largesses dont il ferait bénéficier, à leur tour, les Etats en détresse. L’Allemagne, qui a bien compris qu’il s’agirait d’une monétisation déguisée, s’y refuse.

Pourquoi l’Allemagne est-elle opposée à la monétisation ?

L’Allemagne est contre pour des motifs bien connus : il y a, d’une part, l’argument historique selon lequel un surcroît de création monétaire par la BCE provoquerait de l’inflation, donc de l’hyperinflation, donc l’arrivée au pouvoir de politiciens populistes. Cet argument ne tient pas la rampe plus d’un instant : compte tenu du contexte déflationniste dans lequel se trouve l’Europe, il n’est pas du tout clair qu’un surcroît de monnaie alimenterait une tension inflationniste. Ensuite, l’inflation n’induit pas *ipso facto* l’hyperinflation. Au contraire, si la création monétaire provoquait, disons, 6% d’inflation en Europe, ce serait une bonne chose pour les dettes. Enfin, Hitler est arrivé au pouvoir en période de politique d’austérité budgétaire et de déflation (cf. le chancelier Brüning). Ce sont les plans d’austérité que le sommet tente d’inscrire dans le marbre qui préparent le terrain à l’extrême-droite (en France et ailleurs), et non pas une éventuelle politique de création monétaire.

Si l’argument historique ne tient pas (ce que savent fort bien nos amis Allemands cultivés), pourquoi sont-ils néanmoins opposés à la monétisation ? Parce que la Cour de Karlsruhe a jugé qu’autoriser une

telle pratique serait contraire à la Constitution allemande. Et parce que la classe politique allemande est engagée, depuis vingt ans, dans une espèce de contrat social implicite avec les classes moyennes d'outre-rhin : vous consentez à ce qu'il n'y ait pas d'augmentation de salaire (réunification allemande puis compétitivité internationale obligent) en échange de quoi il n'y aura ni sous-emploi, ni inflation. Consentir explicitement à la monétisation serait perçu comme une trahison par une partie de l'opinion publique allemande (dont le pouvoir d'achat a diminué depuis dix ans). Il faut donc des trésors de pédagogie aux politiques allemands pour expliquer à leurs électeurs que la création monétaire n'implique pas l'inflation. Peut-être les mauvais chiffres du chômage qui tomberont en janvier en Allemagne ouvriront-ils une fenêtre à la classe politique allemande ? Si cette dernière n'en tire pas avantage en janvier-février, il est à craindre que la proximité des échéances électorales ne paralyse les politiques allemands. De sorte que la monétisation deviendrait impossible. Dans ces cas, le sommet du 9 décembre (et tous ceux qui ne manqueront pas de suivre dans les prochains mois) n'aura servi à rien : il imposera une austérité inutile et nocive à tout le monde sans contrepartie monétaire.

Le secteur bancaire européen en faillite.

Moody's vient d'annoncer la dégradation de trois banques françaises : Crédit Agricole, BNP Paribas et Société Générale. Leur note à long terme est dégradée d'un cran, avec perspective négative, l'agence considérant comme « très élevée » la probabilité que ces trois banques françaises « bénéficient du soutien des pouvoirs publics », en raison « des contraintes en matière de liquidité et de financement ». Même s'il est exact que les prédictions des agences de notation ont perdu toute crédibilité depuis 2008, celle-ci signifie tout de même que les banques elles-mêmes (dont l'opinion est reflétée assez fidèlement par celle des agences de notation, qui sont payées par les banques) estiment que les trois banques françaises ne sont plus fiables. Cela participe de la nouvelle crise de défiance majeure au sein des banques elles-mêmes.

La BCE vient, du coup, d'engager un sauvetage herculéen du système bancaire européen. Jeudi 8 décembre, elle a pris trois mesures inédites destinées à aider celui-ci à sortir d'une crise de liquidité majeure : l'ouverture de deux guichets pour des crédits à 36 mois, à taux fixe de 1 % et en quantité illimitée, un fort assouplissement des règles d'éligibilité du collatéral apporté en garantie, et une diminution du pourcentage des réserves obligatoires. Il serait prévu d'aider les banques à hauteur de 104 milliards d'euros, en présentant cette aide comme une lutte contre la récession.

Les banques françaises ne cessent de répéter depuis des mois, à grand renfort de publicité de dans les journaux, qu'elles vont bien. Pourquoi, dans ces conditions, leurs titres ont-ils dégringolé en août dernier ? Pourquoi Moody's estime-t-elle qu'elles sont au bord de la faillite ? Pourquoi la BCE prend-elle des mesures inédites, encore plus incroyables qu'en 2008, pour les secourir ?

On peut aussi s'interroger : pourquoi la BCE est-elle instituée prêteur en dernier ressort des banques, et non des Etats ? La raison invoquée, habituellement, est celle de l'aléa moral : si la Banque Centrale devenait le prêteur en dernier ressort des Etats, cela encouragerait ces derniers à ne plus surveiller leurs comptes publics (surtout à l'approche d'une échéance électorale, à l'heure des cadeaux électoraux). Les banques privées, elles, seraient immunisées contre cette tentation. Qu'observe-t-on ? L'absence de prêteur en dernier ressort n'a nullement empêché le gouvernement français, depuis cinq ans, d'accumuler les cadeaux fiscaux dans des proportions encore jamais vues. En revanche, la présence d'un prêteur en dernier ressort a bel et bien encouragé les banques à prendre des risques démesurés, tant sur les actifs "*subprime*" (ou les crédits extravagants qui ont alimenté la bulle immobilière en Irlande et en Espagne) que les titres de dette publique...

Pour qui travaille la BCE ?

Certains font valoir qu'en secourant les banques, la BCE aiderait les Etats en détresse. Recevant, en effet, de l'argent frais de la part de la BCE (et en quantité illimitée !), les banques pourraient être

“incitées” à racheter de la dette publique européenne, et donc à aider les Etats européens en difficulté. Rien n’est plus faux. Les banques européennes (françaises en particulier) se sont débarrassées, ces neuf derniers mois, du plus grand nombre possible d’obligations souveraines qu’elles détenaient, craignant d’enregistrer des dépréciations de leurs actifs et le risque d’une décote (*haircut*). 65 milliards d’euros d’obligations souveraines auraient été cédés à la BCE, qui s’est prêtée à la manœuvre pour sauver les banques. Si les banques allemandes (*Commerzbank* en particulier) vont aujourd’hui plus mal que les françaises, ce n’est pas parce qu’elles seraient moins efficaces que les nôtres : c’est parce qu’elles n’ont pas vendu les titres de dette publique aussi massivement que les nôtres. En ce sens, elles se sont montrées plus “européennes” que les banques françaises.

Le transfert des titres de dette publique des banques privées vers le bilan de la BCE a-t-il aidé les Etats en détresse ? Au contraire : en facilitant la vente de leurs titres de dette publique, la BCE a permis aux Etats d’emprunt des Etats en difficulté de continuer d’augmenter. Elle aurait tout aussi bien pu “contraindre” les banques privées à conserver leurs titres. Ce qui, pour le coût, aurait aidé à ralentir l’augmentation des taux d’intérêt que les contribuables devront payer sur la dette de leur pays. Mais, à coup sûr, cela aurait encore davantage fragilisé le secteur bancaire européen – les banques françaises en particulier –, obligeant les Etats à les recapitaliser plus tôt. Las, ces précautions n’auront servi à rien : il faudra tout de même recapitaliser les banques. Mais entre-temps, les banques auront continué de distribuer des dividendes substantiels (qui augmenteront la facture lors de la faillite) tandis que la situation des Etats sur le marché de l’emprunt se sera dégradée. Ces derniers seront donc moins “forts” dans le bras de fer avec les banques, quand il s’agira d’imposer des conditions à leur recapitalisation (voire leur nationalisation). Une fois de plus, la politique de la BCE visait, *d’abord*, à favoriser les banques (aux dépens des Etats).

Que se passera-t-il, dès lors, en cas de décote (*haircut*) brutale de la part d’un Etat périphérique ? C’est la BCE qui encaissera la perte de valeur des dettes souveraines qu’elle a rachetées (ou qu’elle détient sous forme de collatéral). Ses fonds propres ne sont que de 80 milliards, et pourraient être rapidement épuisés. Que se passera-t-il alors ? Il semble que l’interprétation actuellement dominante des Traités consisterait à exiger des Etats européens qu’ils refinancent la BCE ! Ce qui est tout de même le comble de l’aberration puisque c’est la BCE qui détient le monopole de création monétaire. Autrement dit : ce sont les contribuables européens qui devront recapitaliser l’institut d’émission monétaire... Les 220 milliards de titres de dette publique que détient la BCE (et dont la presse s’est émue) ne représentent que le montant de ce que la BCE a racheté sur le marché secondaire (i.e., aux banques). Si l’on y ajoute le montant des titres qu’elle détient sous forme de collatéral, l’addition est bien plus lourde. Sauf erreur de ma part, en juillet dernier, elle représentait plus de 120 milliards pour la seule dette grecque. Une décote grecque de 50% aurait alors fait perdre 60 milliards à la BCE... Où en est-on aujourd’hui ?

Quant aux banques privées, les manœuvres de la BCE leur auront permis de se débarrasser des encombrants titres de dette publique qu’elles détenaient et de recevoir en échange une quantité inouïe de liquidité qui ne sera jamais remboursée si les titres de dette publique qui ont été placés à la BCE en collatéral viennent à s’effondrer (i.e., en cas de défaut souverain majeur). Il y aura bien eu, alors, de la création monétaire massive mais cela ne semble pas troubler nos amis orthodoxes : la création monétaire pour sauver les banques, depuis 2008, n’est pas tenue pour inflationniste ; celle qui permettrait de sauver les Etats, oui.

Il devrait être clair, en tout cas, que les largesses de la BCE à l’égard des banques privées ne fourniront aucune incitation à ces dernières pour racheter de la dette publique. Depuis le début de la crise, d’ailleurs, la totalité des actions entreprises par la BCE a servi essentiellement les intérêts des banques. Dit autrement, l’indépendance politique de la BCE est avant tout un alibi qui dissimule (mal) son inféodation complète au secteur bancaire privé.

Les bilans des banques : de vrais contes de fée ?

Autorisation vient également d'être donnée aux banques privées de ne plus valoriser les titres de dette publique qu'elles détiennent dans leur bilan à leur valeur de marché (plus grand chose, donc) mais à une valeur théorique (le *marked-to-model*) calculée par des ingénieurs sous des hypothèses qui écartent soigneusement, bien sûr, le risque réel d'un défaut souverain. Il s'agit d'une entorse supplémentaire qui permet, une fois encore, de maquiller les bilans bancaires. Comment s'étonner, ensuite, si les banques irlandaise sont parvenues à passer toutes, avec succès, les tests de résistance aux risques extrêmes (les fameux *stress tests* de la BCE) en juin 2010, et à se retrouver toutes en faillite, trois mois plus tard ? Ces *stress tests*, eux-mêmes extrêmement complaisants, sont établis à partir de bilans qui ne reflètent plus la réalité de ce que vivent les banques aujourd'hui.

C'est la même manipulation comptable, et le même régime d'exception, qui avaient été accordés par l'IASB (l'institut privé londonien en charge de l'édiction des normes comptables européennes) aux banques européennes au sujet des titres pourris "*subprimes*". Autrement dit, les comptables bancaires reconnaissent aujourd'hui que les titres de dette publique ont le même statut que les actifs toxiques *subprime*... Et puisque l'on ne change pas une recette qui marche, l'autorisation actuelle revient à permettre aux banques de ne plus comptabiliser dans leurs bilans les pertes qu'induit la dégradation de la situation des pays européens en détresse. C'est par ce type de manipulation que les banques ont "réussi" à exhiber de nouveau des profits en 2009 (alors qu'elles étaient toutes en faillite au 31 décembre 2008), et donc à distribuer dividendes et bonus.

Cela démontre, une fois de plus, que la philosophie qui présidait aux normes comptables internationales IFRS (basées sur la valeur de marché des actifs négociables) s'effondre : pour la seconde fois en trois ans, autorisation est donnée aux banques de se libérer du carcan des normes qu'elles ont elles-mêmes façonnées. (Car l'indépendance de l'IASB signifie la même inféodation au secteur bancaire que pour la BCE.) Cela constitue aussi un aléa moral majeur (comme en 2008) : pourquoi les banques accorderaient-elles la moindre attention aux actifs qu'elles achètent (et qui permettent, à très court terme, de valoriser leur bilan, donc, de nouveau, de gonfler les bonus et les dividendes) ? Elles savent qu'en cas de problème, elles auront accès à un crédit illimité et quasiment gratuit de la part de la BCE ; elles savent aussi qu'elles pourront cesser de comptabiliser les pertes de ces actifs quand la situation deviendra vraiment trop dangereuse.

Pendant ce temps, l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) vient d'exiger une augmentation des fonds propres des banques. Il s'agit d'une mesure de prudence élémentaire destinée. Bien entendu, la réponse unanime du secteur bancaire européen consiste à faire valoir que, si l'on ne lui accorde pas d'exemption à ces exigences de renforcement de capital, il diminuera les crédits à l'économie réelle.

Quelle réponse apporter à cette menace ? Céder sur les exigences en fonds propres, ce serait accepter que les banques continuent de prendre des risques qu'elles sont incapables de contrôler (tout le démontre depuis 2007 puisqu'elles n'ont à peu près rien modifié de leurs pratiques en dépit de la crise et se retrouvent moins de trois ans plus tard, dans la même déroute qu'en 2008, malgré le sauvetage massif dont elles ont alors bénéficié et qui coûte aujourd'hui si cher aux Etats). Ce serait donc accepter, une fois de plus, que le contribuable soit *in fine* condamné à recapitaliser les banques. Puisqu'il serait suicidaire de céder au chantage sur les fonds propres, tout comme de laisser les banques couper le robinet du crédit aux entreprises, y a-t-il une autre solution que la prise de participation de l'Etat dans le capital des banques, afin de les contraindre à faire leur travail, i.e., à continuer de financer l'économie réelle en cessant de jouer au casino sur les marchés financiers ?

Gaël Giraud ([En savoir plus](#))