



27 octobre 2011

GESTION DE LA DETTE SOUVERAINE EUROPÉENNE : L'ART DE COMPOSER AVEC UNE ABSENCE D'INFORMATIONS

Les dirigeants de la zone euro ont mis au point un nouveau plan substantiel de règlement de la crise financière on ne peut plus crucial. S'ils avaient échoué à parvenir à un accord, il y aurait eu aggravation de la crise. Le plan, toutefois, souffre de l'absence d'informations. Selon nos hypothèses quant à son mode d'application, les nouvelles propositions pourraient ne pas suffire à s'attaquer avec grande efficacité aux enjeux budgétaires et financiers de l'Europe. Dans le présent billet, nous exposons les principales mesures du nouveau plan et mettons en exergue quelques aspects essentiels sans lesquels ne pourra réussir la dernière tentative de résolution de la crise financière européenne.

Nouvel échange de dettes grecques avec une réduction de 50 % de la valeur nominale des titres d'emprunt d'État acquis par les investisseurs privés. L'objectif poursuivi consiste à ramener le taux d'endettement de la Grèce d'un sommet prévu de 186 % du PIB en 2012 à 120 % du PIB d'ici 2020. Cet échange de dettes a été négocié avec l'Institut de finances internationales, un groupe de pression agissant au nom des banques. Les États membres de la zone euro contribueront à hauteur de 30 milliards d'euros afin de faciliter les modalités de l'échange. Il reste aux parties concernées à mettre au point les détails de la mise en œuvre dans le but d'assurer une participation « volontaire ». Il s'agit d'un élément essentiel visant à éviter qu'un incident de crédit n'entraîne des swaps sur défaillance de crédit. L'échange de dettes devrait être réalisé au début de l'année prochaine.

Instauration d'un nouveau financement d'un programme pluriannuel UE-FMI d'une valeur pouvant atteindre 100 milliards d'euros d'ici la fin de l'année en cours. Ce montant tient compte d'une somme de 30 milliards d'euros visant à recapitaliser les banques grecques. Il s'accompagnera d'un renforcement des mécanismes de contrôle de la mise en application des réformes.

Notre point de vue : Le premier échange de dettes, proposé le 21 juillet, visait une réduction de la valeur actualisée nette de 21 % et un taux de participation volontaire de 90 %. Ce dernier n'a pas été atteint. Par conséquent, les enjeux sont considérables pour qu'un taux de participation supérieur, et au demeurant strictement volontaire, soit atteint à cette deuxième tentative. Par ailleurs, si les investisseurs se méfient du taux d'endettement de l'Italie, qui correspond à 121 % de son PIB aujourd'hui, comment les convaincre que la dette grecque sera gérable à 120 % du PIB en 2020? Qui plus est, à supposer un taux de participation de 100 %, dévaluer de moitié la dette privée grecque pourrait ne pas suffire à créer une viabilité budgétaire pour la Grèce. Pour que la situation soit acceptable, le pays devrait renouer avec une croissance économique positive à court terme, ne pas déroger de son programme de privatisation, atteindre ses objectifs en matière d'assainissement des finances publiques puis retrouver et conserver l'accès au financement privé. Si aucune de ces conditions préalables n'est respectée, il devra y avoir encore une dépréciation à faire ou une autre aide financière à solliciter auprès des voisins membres de la zone euro.

En fin de compte, qu'elle soit ordonnée ou désordonnée, volontaire ou coercitive, une restructuration de la dette grecque plus en profondeur devra probablement avoir lieu. Le mode opératoire et le calendrier détermineront les conséquences pour l'ensemble du système bancaire européen et l'ampleur de la contagion des autres dettes souveraines. Cela dit, dévaluer de moitié les titres obligataires grecs marquerait un pas vers une résolution.

Optimisation des ressources du Fonds européen de stabilité financière (FESF). La réalisation de cet objectif passera par deux actions : 1) l'offre de garanties par le FESF aux investisseurs privés acquéreurs d'obligations sur le marché primaire; 2) l'affectation de fonds du FESF à la création d'instruments ad hoc visant à inciter les investisseurs privés et publics à acquérir des titres d'emprunt d'État sur les marchés primaire et secondaire. La mise en œuvre de ces plans pourrait se traduire par une valeur d'environ un billion d'euros sur le marché. L'Eurogroupe mettra au point les derniers détails de l'application des modalités en novembre.

Notre point de vue : Il est trop tôt pour nous prononcer sur les nouvelles attributions du FESF sans que soient connus les détails essentiels de son fonctionnement, surtout lorsqu'un flou entoure encore la mise en œuvre de nombreuses modifications du FESF dont il a été convenu le 21 juillet. L'ampleur de la demande pour les titres d'emprunt d'État et le niveau des taux d'intérêt à payer sur les garanties du FESF seront fonction du mode de mise en œuvre. Les marchés resteront donc en suspens tant que ces détails n'auront pas été arrêtés.

Mesures de renforcement du capital des banques. Les banques sont tenues de se constituer une réserve temporaire pour faire face à leur exposition aux dettes souveraines en tenant compte des cours actuels du marché. Elles sont également tenues d'atteindre un ratio de capital de base de première catégorie de 9 % pour ce qui est des actifs à risques pondérés. Elles devront avoir constitué ces réserves d'ici fin juin 2012. Selon les estimations de la valeur marchande de septembre 2011 et l'exposition des banques signalée en juin 2011, l'Autorité bancaire européenne (ABE) a estimé à 40,6 milliards d'euros les réserves nécessaires pour les dettes souveraines et à 106,5 milliards d'euros les besoins en capital. Les chiffres estimatifs définitifs seront produits dès que les données sur l'exposition des banques seront publiées. Afin de financer cette augmentation de leur capital, les banques devraient d'abord utiliser les sources privées de capital, y compris par une restructuration et une conversion des titres d'emprunt en instruments de capitaux propres. Les

objectifs devront être atteints sans recours à un désendettement excessif, de manière à limiter l'incidence possible sur l'économie réelle. Jusqu'à ce qu'ils soient atteints, des restrictions seraient imposées aux banques en ce qui concerne la distribution de dividendes et le versement de primes. Au besoin, les gouvernements nationaux devraient offrir leur soutien et, en l'absence d'un tel soutien, la recapitalisation devrait être financée par un prêt du FESF, dans le cas de pays de la zone euro.

Notre point de vue : L'ABE n'a pas tenu une nouvelle série de tests de résistance. Par conséquent, les besoins en capital qu'elle a estimés tiennent uniquement compte de l'incidence des estimations de la valeur marchande actuelles des obligations d'État. Ne sont pas prises en compte dans l'équation les répercussions qu'auraient sur la santé financière des banques d'autres chocs, comme une détérioration de la croissance économique de la zone euro. Étant donné que les derniers indicateurs économiques pointent vers une décélération importante de l'activité économique de la zone euro, il est très probable que dans quelques mois les besoins en capital actuels seront jugés insuffisants. Cette affirmation est spécialement vraie pour les banques irlandaises et espagnoles, particulièrement exposées aux prêts immobiliers. Dans un tel contexte de volatilité des marchés persistante et d'activité économique faible, il est quelque peu irréaliste de s'attendre à ce que les banques puissent éviter un « important désendettement ». Dans l'ensemble, tant que la confiance dans le système bancaire ne sera pas complètement réinstallée, il faudra qu'il y ait désendettement, que ce soit au moyen de fusions et de regroupements ou de l'assainissement de leur bilan. Inexorablement, la croissance économique s'en trouvera davantage fragilisée, surtout que les banques européennes agissent comme moteur de financement des activités économiques beaucoup plus que leurs homologues américaines.

Rétablissement de l'accès des banques au financement à terme. L'ABE a été invitée à collaborer avec la Commission européenne, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque européenne d'investissement (BEI) à l'élaboration de plans de garantie publique pour appuyer l'accès des banques au financement à terme à des conditions raisonnables. Cette initiative vise à prévenir un processus de désendettement radical, résultat d'une combinaison des démarches des banques pour financer leur niveau de capital et de leur incapacité ou réticence à le faire en mobilisant de nouveaux capitaux sur les marchés.

Notre point de vue : Il s'agit d'une démarche con-

structive, étant donné qu'une approche coordonnée des États membres a assurément plus de chance d'influer sur l'ensemble des conditions de financement à l'échelle de l'Europe que des initiatives distinctes. Néanmoins, ce sont les détails qui permettront de déterminer si le coût de ce financement sera attractif pour les banques. Par ailleurs, l'atténuation du risque de crédit se fera à divers degrés selon l'État européen qui offrira les garanties. L'opération pourrait notamment justifier la réalisation de transactions transfrontalières.

Engagement de l'Italie envers d'autres réformes structurelles. L'Italie s'était déjà engagée à réussir l'équilibre budgétaire d'ici 2013 et à dégager un excédent budgétaire structurel en 2014, pour abaisser la dette publique brute à 113 % du PIB en 2014. Elle mettra maintenant en œuvre les réformes structurelles proposées afin d'augmenter la compétitivité en éliminant les lourdeurs administratives, en abolissant l'imposition de tarifs minimaux pour les services professionnels et en libéralisant davantage la fonction publique à l'échelle locale et les services publics. Le pays envisage également de porter à 67 ans l'âge de la retraite d'ici 2026.

Notre point de vue : Mettre en œuvre les promesses annoncées ne se fera pas du jour au lendemain. Malheureusement, nombreux sont les pays européens à avoir démontré une tendance persistante à mettre en branle les réformes à petits pas plutôt qu'au pas de course. Les variables inconcues demeurent les vraies raisons de cette lente progression.

Renforcement de l'Union européenne. Un rapport intermédiaire rédigé par le président du Conseil européen, le président de la Commission et le président de l'Eurogroupe sera remis en décembre 2011. Il recensera d'éventuelles mesures de renforcement de l'union économique, y compris la possibilité d'envisager des modifications de faible ampleur au Traité. Un rapport relatif au mode de mise en œuvre des mesures dont il aura été convenu sera finalisé d'ici mars 2012.

Notre point de vue : Ce type de démarche donnera des résultats dans un certain nombre d'années. Malheureusement, c'est aujourd'hui qu'il faut composer avec cette crise. Cependant, grâce aux progrès qui seront marqués sur ce front, la zone euro pourra graduellement former une union fiscale. Ce point a toujours été d'une grande vulnérabilité

pour cette région à monnaie commune. La récente crise financière découle, dans une large mesure, de l'absence d'un Trésor central européen. La survie de l'euro appelle l'avènement d'un nouveau cadre financier.

Observations finales

Encore une fois, comme ce fut le cas le 21 juillet, les dirigeants européens ont accouché d'un embryon de mesures officielles qui reste muet sur les renseignements essentiels. Oublions le rebond des actions d'aujourd'hui, concentrons-nous sur la réaction du marché des obligations d'État : les taux des obligations italiennes, espagnoles et irlandaises n'ont reculé que de quelques points de base par rapport aux niveaux observés hier. Même à très court terme, les annonces faites hier n'apportent pas de réponse à certaines questions importantes de logistique. À titre d'exemple, si tout se déroule pour le mieux, le nouvel échange de dettes grecques devrait s'être réalisé d'ici le début de la prochaine année. Par ailleurs, le nouveau programme UE-FMI pour la Grèce devrait avoir été appliqué avant la fin de la présente année. Le sort de la Grèce est incertain si, décembre arrivé, elle rate certaines de ses cibles initialement fixées – ce qui risque de nuire à l'analyse de viabilité de sa dette – et si la contribution du secteur privé n'a pas encore pris forme. Nous tiendrons alors exactement la même discussion que nous tenons depuis trois mois, et la Grèce risquera une autre fois de tomber en défaut technique de paiement.

Pourtant, il nous faut être reconnaissants envers les dirigeants européens pour s'être véritablement entendus sur ces mesures. Si le sommet n'avait pas débouché sur une série d'annonces de cette nature, nous discuterions aujourd'hui du spectre imminent d'une crise bancaire systémique. Bien que nous soyons d'avis que le nouveau plan puisse plus ou moins convenir, il marque assurément un pas dans la bonne direction, et ce, à plusieurs égards.

Craig Alexander
Premier vice-président et
économiste en chef
416-982-8064

Martin Schwerdtfeger
Économiste principal
416-982-2559

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à titre informatif seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Il ne vise pas à communiquer de renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans le rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, le rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs et sont sujettes à des risques inhérents et à une incertitude. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et divisions apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.