



9 décembre 2011

CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE EN EUROPE : ÉLABORER UN CADRE BUDGÉTAIRE

Faits saillants

- Les chefs d'État européens se sont réunis pendant deux jours à Bruxelles pour discuter des modifications des traités européens qui pourraient favoriser la création d'une union budgétaire dans la zone euro et paver la voie à la résolution de la crise de la dette souveraine
- Toutefois, la mise en œuvre de ces mesures comporte des risques importants
- Par conséquent, les taux de rendement des obligations d'État européennes atteindront de nouveaux sommets avant que ces mesures portent leurs fruits
- Sur une note positive, la Banque centrale européenne a adopté quelques politiques qui aideront à contrebalancer le gel croissant du financement bancaire

Les chefs d'État européens se sont réunis pendant deux jours à Bruxelles pour discuter des modifications des traités européens qui pourraient favoriser la création d'une union budgétaire dans la zone euro. Ils n'y ont pas participé de leur plein gré, mais parce qu'ils y ont été forcés par la crise de la dette souveraine et par le fait que l'inaction pourrait faire éclater la zone monétaire. Ainsi, ce sommet pourrait non seulement façonner le paysage économique et politique européen des prochaines décennies, il pourrait aussi déterminer si le système financier mondial sera jeté dans l'œil de l'ouragan d'ici quelques semaines.

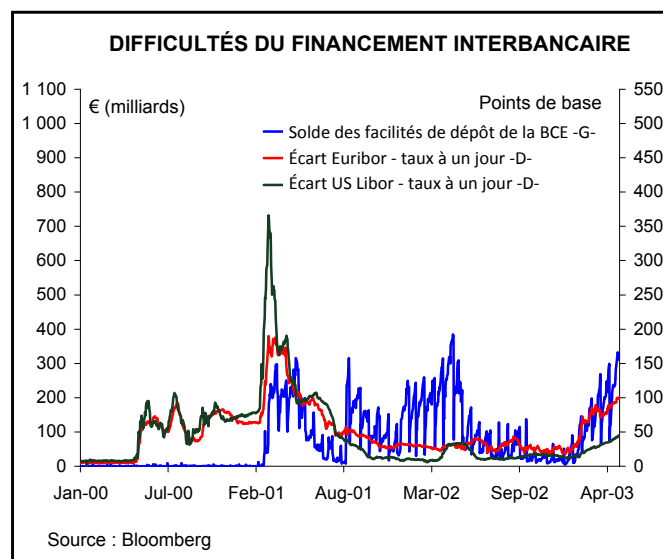
En prévision d'une rencontre où les enjeux sont déjà grands, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé clairement savoir hier que son Conseil des gouverneurs n'entend pas réparer à coups d'argent les fissures des fondations institutionnelles européennes. Cependant, l'autorité fiduciaire a présenté certaines politiques qui auraient comme effet d'alléger – dans une certaine mesure – les pressions en matière de financement qui pèsent sur le système bancaire européen et qui menacent de déclencher une crise généralisée du crédit.

Pas de sauveur à la rescousse

Hier, la BCE a abaissé son taux directeur de 25 points de base pour le fixer à 1,0 %. Elle a aussi élargi la portée de ses mesures « non conventionnelles » en vue de s'attaquer au durcissement des conditions de crédit observé dans la zone euro au cours des dernières semaines.

Les principales mesures prises par la BCE sont les suivantes :

- Le recours à deux opérations de refinancement à plus long



terme ayant une échéance de 36 mois, la première ce mois-ci et la seconde en février 2012. Ces opérations seront menées sous forme d'appels d'offres à taux fixe intégralement servis et seront assorties d'une option de remboursement anticipé après un an.

- L'élargissement de la disponibilité de sûretés accessoires i) en réduisant le seuil de notation de certains titres adossés à des actifs et ii) en permettant aux banques centrales nationales, à titre de solution temporaire, d'accepter comme sûretés accessoires des demandes de crédit supplémentaires (des prêts bancaires) qui satisfont à des critères d'admissibilité précis.

Ces deux mesures devraient avoir une incidence positive sur les conditions de financement des banques européennes. Toutefois, un refinancement estimé de la dette bancaire d'au moins 200 milliards d'euros au premier trimestre de 2012 représentera quand même un fardeau important pour certaines banques européennes. D'autant plus qu'il coïncidera avec la fin des garanties gouvernementales sur la dette bancaire établies après la faillite de Lehman Brothers en 2008. En effet, au cours des dernières semaines, les banques européennes hésitent de plus en plus à s'accorder des prêts mutuellement, même si elles continuent d'accumuler des réserves de liquidités auprès de la BCE. Parallèlement, la détérioration de la valeur des obligations d'État a aggravé la pénurie de sûretés accessoires de bonne qualité permettant d'accéder aux lignes de liquidité de secours de la BCE. Cette situation pourrait empirer si les agences de notation abaissent la cote de crédit de certaines obligations d'État européennes qu'elles ont placées sous surveillance à cause de perspectives récemment négatives.

Cependant, l'élément le plus important de la rencontre d'hier du Conseil des gouverneurs de la BCE a été abordé au cours de la conférence de presse par M. Mario Draghi, président de la Banque, alors qu'il a répondu à des questions sur certaines des mesures que la BCE pourrait mettre en œuvre pour freiner la progression de la crise.

Ainsi, M. Draghi a rappelé que les actions de la BCE sont

régies par les dispositions des traités européens, qui interdisent à la banque centrale de financer les déficits budgétaires par la création de monnaie. Dans le même ordre d'idées, il a affirmé que le Programme pour les marchés de titres, par l'entremise duquel la BCE achète des obligations d'État, n'est pas éternel ni illimité.

M. Draghi a indiqué que la même règle empêcherait la BCE de mettre des fonds à la disposition du Fonds monétaire international (FMI) si ce dernier entendait les utiliser pour accorder des prêts aux pays en difficulté de la zone euro. M. Draghi a également souligné la nature juridique très complexe de cette mesure, étant donné que la BCE n'est pas membre du FMI. De plus, lorsqu'on lui a demandé quelle serait la réaction du Conseil des gouverneurs si la banque centrale d'un pays prenait une action semblable, il a de nouveau insisté sur le fait que toute mesure pouvant être considérée comme ayant pour effet de monétariser le déséquilibre budgétaire d'un pays membre ne respecterait pas l'esprit des traités. Il a néanmoins affirmé que la situation serait différente si une banque centrale nationale prêtait des fonds au FMI afin de venir en aide à un pays hors de la zone euro.

Le président de la BCE a rejeté une autre idée qui avait gagné quelques appuis parmi les analystes des marchés, soit la possibilité que la BCE procède à l'achat de titres à grande échelle, à l'instar des programmes d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine. M. Draghi a déclaré que le Conseil des gouverneurs n'avait même pas abordé cette possibilité et il a mentionné que les cadres institutionnels au sein desquels œuvrent les deux banques centrales sont très différents. Il a mentionné que la Réserve fédérale américaine a un double mandat – garantir un maximum d'emplois tout en assurant la stabilité des prix – tandis que le mandat de la BCE se limite à assurer la stabilité des prix. Il a ajouté que le Conseil des gouverneurs n'entrevoit pas de risque important de déflation dans la zone euro à l'heure actuelle, ce qui laisse entendre que les conditions économiques devraient se détériorer considérablement avant que la BCE lance un programme d'assouplissement quantitatif.

REMBOURSEMENT DE LA DETTE SOUVERAINE (capital intérêts; milliards d'euros)																
	Belgique		France		Allemagne		Grèce		Irlande		Italie		Portugal		Espagne	
Dec-11	6.84	0.62	29.98	0.47	35.50	0.59	6.87	0.12	0.00	0.04	22.46	1.70	2.28	0.09	12.08	0.15
Jan-12	7.37	2.04	49.52	2.72	51.25	12.76	4.02	0.35	0.00	0.47	15.60	1.27	3.96	0.01	9.18	6.16
Feb-12	7.16	0.04	36.16	0.46	13.00	0.92	2.30	0.21	0.00	0.00	53.14	9.91	4.00	0.26	14.66	0.37
Mar-12	9.62	6.48	25.93	0.00	31.25	0.59	15.89	1.56	5.55	0.66	44.20	7.42	2.78	0.05	8.82	0.64
Apr-12	3.45	0.02	34.39	15.90	30.64	3.53	1.60	0.47	0.00	1.30	44.09	2.30	0.43	0.58	22.72	4.01
May-12	2.46	0.03	19.00	0.00	17.09	0.16	10.05	1.50	0.00	0.00	15.17	4.28	0.35	0.02	8.51	0.40
Jun-12	1.84	0.26	7.81	0.00	30.11	0.86	0.55	0.44	0.00	0.34	8.36	2.84	10.16	1.88	6.51	0.23

Source : Bloomberg, Services économiques TD

Le cadre budgétaire de M. Draghi

Ces propos ont jeté une douche froide sur les marchés financiers, car dans un discours prononcé devant le Parlement européen la semaine dernière, M. Draghi avait mentionné que si les chefs d'État européens s'entendaient sur un nouveau « cadre budgétaire », « d'autres mesures suivraient ». Pour les observateurs des marchés, la BCE se préparait à intervenir plus vigoureusement sur les marchés des obligations d'État. C'est pourquoi les marchés financiers ont réagi de façon négative lorsque M. Draghi a frustré ces attentes. Qui plus est, pour dissiper toute confusion, le président de la Banque a précisé ce qu'il entendait par « cadre budgétaire ». Il s'agit d'un nouveau pacte entre les pays de l'Union européenne qui comporte trois volets essentiels :

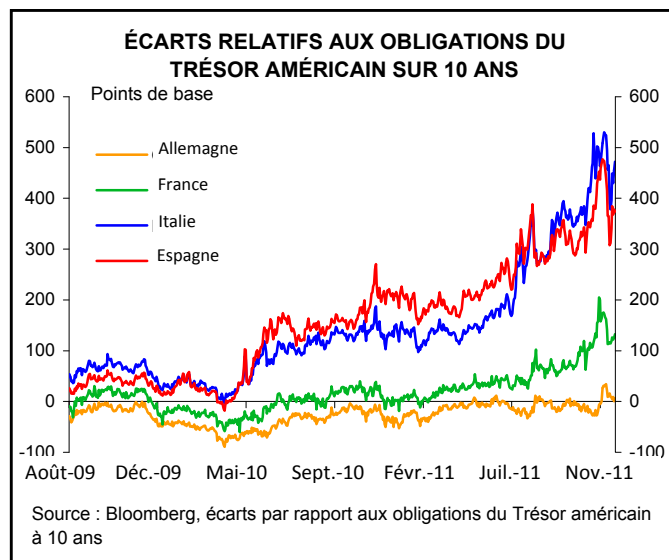
- 1) des politiques économiques nationales visant à assurer la stabilité budgétaire, la croissance économique et la compétitivité;
- 2) des règles budgétaires ancrées dans la législation européenne primaire (soit les traités) qui fixent les limites des déficits structurels et des niveaux d'endettement, assorties des sanctions automatiques. Ces règles permettraient d'établir d'avance les conditions budgétaires de chaque État membre;
- 3) un mécanisme de stabilisation qui, selon les souhaits de M. Draghi, prendrait la forme d'un organisme pleinement fonctionnel comme le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES).

M. Draghi a conclu ses commentaires au sujet du cadre budgétaire en soulignant qu'« il est primordial de compter sur un processus juridique crédible, mais il est tout aussi important de se doter rapidement d'un cadre ».

Le sommet européen a-t-il permis de définir le « cadre budgétaire » ?

Après la première séance de délibération qui s'est tenue hier, la réponse semble partiellement positive. À l'échelle de l'Union européenne, les chefs d'État n'ont pas réussi à s'entendre sur l'incorporation d'une nouvelle règle budgétaire dans les traités européens. Le Royaume-Uni a rejeté un changement aux traités visant à intégrer une telle règle.

Ainsi, les 17 pays de la zone euro ont décidé d'élaborer un traité intergouvernemental, qui serait finalisé au plus tard en mars 2012, par lequel ils s'engagent à empêcher le déficit financier structurel de dépasser 0,5 % par année. Cette règle serait enchâssée dans la constitution de chaque pays. La



Bulgarie, la République tchèque, le Danemark, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, la Pologne, la Roumanie et la Suède ont fait savoir leur intention de prendre part à ce processus après avoir consulté leur Parlement respectif, s'il y a lieu.

Par ailleurs, la règle budgétaire contiendra un mécanisme de correction automatique qui sera défini par chaque État membre en fonction des principes proposés par la Commission européenne. À noter qu'il ne s'agit pas là d'une « sanction automatique » comme le préconisait M. Draghi.

En ce qui concerne les mécanismes de stabilisation, le financement de l'EFSF sera rapidement mis en œuvre et le MES sera utilisé à titre d'agent dans les interventions de l'EFSF sur le marché. En outre, les chefs d'État se sont entendus pour accélérer l'adoption du traité établissant le MES. Ce traité entrera en vigueur dès que les pays membres représentant 90 % des engagements de capitaux l'auront ratifié, idéalement en juillet 2012. La pertinence du plafond global de 500 milliards d'euros établi dans le cadre de l'initiative EFSF/MES sera réévaluée en mars 2012.

De plus, le traité créant le MES éliminera la participation obligatoire du secteur privé dans les programmes futurs d'aide financière liés au MES, même si des renégociations de la dette pourraient avoir lieu « dans le respect des pratiques et des principes bien établis du FMI ». Des clauses d'action collective normalisées et identiques continueront néanmoins d'être intégrées à toute nouvelle obligation d'État de la zone euro.

Les règles de vote à l'égard du MES seront modifiées pour prévoir une procédure d'urgence. La règle du commun accord sera remplacée par une majorité qualifiée de 85 % dans le cas où la Commission et la BCE concluent qu'une

décision urgente en matière d'aide financière doit être prise lorsque la viabilité financière et économique de la zone euro est menacée.

Les pays de la zone euro et les autres États membres étudieront l'octroi de ressources supplémentaires de 200 milliards d'euros, sous forme de prêts bilatéraux, au FMI, et ils confirmeront leur décision dans les 10 jours. Les chefs d'État européens signalent qu'ils cherchent à obtenir des contributions parallèles de la part de la communauté internationale. Certains pays ont manifesté leur intention de participer, mais il faudra surveiller la position des États-Unis par rapport aux attentes européennes pendant la campagne présidentielle américaine.

Tout compte fait, certains progrès auront été réalisés au cours du sommet, mais il demeure toujours des risques sur le plan de la mise en œuvre. Ainsi, selon toute vraisemblance, Mme Merkel aura besoin de l'approbation du Parlement allemand avant de fournir des fonds supplémentaires au FMI. De son côté, le gouvernement irlandais pourrait être tenu d'organiser un référendum afin de décider si la règle budgétaire peut être adoptée, compte tenu de sa forme définitive. Malgré les nombreux autres obstacles qui surgiront sans doute une fois que les politiques adoptées durant le sommet seront mises en œuvre dans chaque pays membre, il restera néanmoins la question de la disponibilité de fonds pour financer des plans de sauvetage hypothétiques des économies italienne et espagnole. Même si des marchés émergents lui versaient des fonds équivalant à la contribution européenne de 200 milliards d'euros, qui doit encore être ratifiée, cette institution multinationale éprouverait tout de même des difficultés à offrir ses programmes habituels sur trois ans à ces deux pays, et encore moins à d'autres nations.

Conclusion

En définitive, le sommet de l'Union européenne a-t-il permis d'assembler assez de pièces du « cadre budgétaire » pour favoriser le rétablissement de la confiance dans la zone euro et jeter les bases d'un rôle élargi de la BCE? « Il est trop tôt pour le dire » est la réponse habituelle à cette question après chaque sommet. La mise en œuvre de ces mesures aura bien des répercussions; il faut aussi choisir le bon moment et éviter les risques qui en découlent. Qui plus est, il y aura plusieurs occasions d'évaluer le degré de confiance du marché avant le sommet de mars 2012. Par exemple, la Grèce est sur le point de faire une première évaluation de son second plan de sauvetage. De plus, d'ici le 20 janvier, les banques européennes devront proposer des moyens de combler l'insuffisance de capitaux de 115 milliards d'euros qui vient d'être dévoilée par l'Autorité bancaire européenne. En outre, l'Italie doit, à elle seule, rembourser une dette de 53,1 milliards d'euros venant à échéance en février. Dans ce contexte, les taux de rendement des obligations d'État européennes atteindront de nouveaux sommets avant que les mesures annoncées durant le sommet portent leurs fruits.

À ces éléments vient s'ajouter l'érosion de la croissance économique qui découlera des compressions budgétaires rigoureuses et généralisées dans la zone euro l'an prochain. Le système bancaire européen étant engagé dans un processus de désendettement, il est peu probable qu'une plus grande détente monétaire s'avère très bénéfique.

Malgré tous les efforts, il est très difficile de voir cette crise sous un angle positif. Mais nous devons continuer d'essayer, car au bout du compte, la terre continuera de tourner. Il s'agit simplement de se rendre à l'autre bout du tunnel.

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.