

Question d'Europe
n°227
6 février 2012

Philippe Huberdeau

Directeur d'études de questions
européennes à Sciences Po

L'Europe a-t-elle les moyens de s'assurer elle-même ?

La communauté de destin des Etats de la zone euro

RÉSUMÉ

Le Conseil européen du 30 janvier repose la question de la capacité des dispositifs européens à apporter le soutien nécessaire à la Grèce, au Portugal, voire à l'Italie. La perte du AAA du FESF et la frilosité des investisseurs institutionnels internationaux face à l'option d'un co-financement soulignent la fragilité tant du FESF que du MES appelé à lui succéder. En partant du constat de la profonde interdépendance économique et financière de la zone euro, un dispositif robuste de garantie mutuelle devrait reposer sur une logique communautaire. Si les obligations européennes représentent une option possible à terme, deux pistes apparaissent comme devant être plus particulièrement explorées compte tenu de l'urgence de la situation : adosser le FESF/MES à une garantie conjointe et solidaire des Etats membres, ou réviser le mandat de la BCE afin de lui permettre de jouer pleinement un rôle de prêteur en dernier ressort.

Lors du Conseil européen du 30 janvier prochain, les Chefs d'Etat et de gouvernement sont appelés à approuver le projet de « Pacte budgétaire » élaboré depuis leur dernière réunion du 9 décembre et à anticiper à mi-2012 l'entrée en vigueur du traité relatif au Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui succédera au Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF). Ils devront également donner une nouvelle impulsion au plan d'aide à la Grèce actuellement hypothéqué par l'impasse dans les négociations relatives à la participation du secteur privé (PSI – Private Sector Involvement), et sans doute ré-examiner la situation du Portugal fragilisée par la dégradation de sa note par Standard & Poor's au niveau « d'investissement spéculatif ». Dans ce contexte, les développements qui suivent s'attachent à montrer qu'un véritable mécanisme de garantie mutuelle crédible serait seul susceptible d'apporter le niveau de sécurité indispensable au rétablissement de la confiance sur le marché des obligations souveraines de la zone euro.

1. L'INSTAURATION D'UNE GARANTIE MUTUELLE CRÉDIBLE DANS L'INTÉRÊT COMMUN DE L'ENSEMBLE DES ETATS MEMBRES

Outre qu'il permettrait aux Etats membres dits de la « périphérie » d'emprunter à des taux rai-

sonnables sur les marchés internationaux[1], une garantie mutuelle serait dans l'intérêt bien compris de l'ensemble des Etats européens, y compris de l'Allemagne, pour au moins trois raisons.

Stopper la propagation de la crise par le canal bancaire

En ramenant la confiance sur les marchés et en faisant baisser les primes de risques sur les dettes des pays périphériques, un mécanisme de garantie mutuelle mettrait un coup d'arrêt à la diffusion de la crise touchant quelques Etats à l'ensemble de la zone euro via le système bancaire européen. Une spécificité importante de la crise européenne est en effet que la majorité des obligations d'Etat est détenue au sein de la zone euro. L'augmentation des taux d'intérêts sur le marché secondaire se traduit dès lors par une dépréciation corrélative des obligations d'Etats détenues en portefeuille par les investisseurs institutionnels de la zone euro (banques, assurances, fonds de pension). Même si la réduction de valeur de la dette grecque n'est pas seule en cause, le besoin de fonds propres supplémentaires des banques européennes estimé à 115 milliards € par l'Autorité Bancaire Européenne est ainsi à mettre en rapport avec l'ef-

1. Pour mémoire, au 20 janvier les taux à 10 ans constatés sur le marché secondaire étaient de 6,5% pour l'Italie, 5,3% pour l'Espagne, de 7,4% pour l'Irlande et de 15% pour le Portugal. Le marché secondaire de la dette grecque affiche quant à lui un taux « théorique » de près de 35% et l'on estime que suite à un accord sur la restructuration de cette dette ce taux pourrait revenir aux alentours de 10%. Aucun de ces taux n'est soutenable dans la durée dans la mesure où ils se situent à un niveau significativement supérieur au taux de croissance potentiel à moyen terme ce qui suppose de dégager un surplus budgétaire équivalent à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance pour arriver à stabiliser la dette.

02

fort de plus de 100 milliards € demandé aux créanciers privés dans le cadre du plan de restructuration de la dette grecque.

Dans un contexte d'exigences prudentielles plus strictes et d'un faible appétit des investisseurs pour les actions du secteur financier, l'impact de ces dépréciations sur le bilan des banques ne pourra être compensé que de deux manières : par une réduction des actifs i.e. la vente de certaines activités et la réduction des prêts à l'économie, ou par une recapitalisation des banques par les budgets nationaux. Chacune de ces deux options a cependant un impact négatif direct sur la soutenabilité de la dette de l'ensemble des Etats membres : la recapitalisation par la puissance publique se traduit directement par un accroissement correspondant de l'endettement des Etats, et une baisse des crédits à l'économie entrave la reprise de la croissance elle-même nécessaire à la stabilisation de la dette. Il convient à cet égard de rappeler que les crédits aux ménages des banques de la zone euro ont pratiquement stagné en termes réels depuis leur niveau de 2009, et que les crédits de ces mêmes banques aux entreprises non-financières ont régressé de 2,5% par an depuis 2009. Ces deux faits expliquent en grande partie les dernières prévisions de la BCE, de la Banque Mondiale et du FMI tablant sur une récession de la zone euro en 2012 comprise entre -0,3% et -1%.

Eviter d'encourager des attaques spéculatives

En cas d'échec des négociations concernant la participation volontaire du secteur privé au plan de restructuration de la dette grecque, une restructuration forcée[2] aurait des conséquences négatives accrues sur le reste de la zone euro : les banques commerciales se verraient contraintes d'enregistrer dans leur bilan des pertes supérieures aux 65 à 70% actuellement envisagés ; certaines d'entre elles pourraient en outre devoir enregistrer des pertes au titre des dérivés de crédit (CDS - Credit Default Swaps) qu'elles ont vendus ; la Banque centrale européenne (et donc indirectement les Etats membres actionnaires) devrait également enregistrer une perte dans son bilan au titre des quelque 55 milliards € de dette grecque qu'elle détient ; la BCE ne serait plus en mesure d'accepter des titres obligataires grecs (publics aussi bien que privés) en collatéral (ce qui, à défaut d'une opération exceptionnelle de refinancement *ad hoc* pourrait signifier l'implosion du secteur bancaire grec) ; enfin, d'autres Etats membres risqueraient d'être la cible d'attaques spéculatives renouvelées notamment via le marché des CDS.

Conjurer le désastre d'une explosion de la zone euro

Le pire des cas de figures serait cependant celui dans lequel la Grèce serait amenée à quitter la zone euro. Ce cas de figure jugé jusqu'à récemment impossible et impensable par les principaux responsables de la zone euro[3], est devenu un scénario plausible depuis les déclarations convergentes de N. Sarkozy et d'A. Merkel à la veille du Sommet du G20 de Cannes le 2 novembre dernier[4]. La sortie d'un pays de l'UE (procédure introduite à l'article 50 TFUE du traité de Lisbonne) ou une renégociation des traités afin de permettre une sortie de l'euro sans sortie de l'UE constituerait un retour en arrière sans précédent dans l'histoire de la construction européenne dont les répercussions politiques seraient majeures. Cela fragiliserait considérablement la crédibilité des institutions et des politiques de l'Union européenne (il est vrai déjà mises à mal par la crise récente) et ce précédent risquerait de déclencher par réaction en chaîne un éclatement de l'ensemble de la zone euro. La sortie d'un pays de la zone euro aurait avant tout des conséquences économiques désastreuses autant pour le pays en question que pour l'ensemble de l'UE.

Pour le pays concerné la dévaluation qui s'ensuivrait alourdirait considérablement le poids de la dette externe, dégraderait les termes de l'échange et se traduirait par une inflation plus forte. Malgré le regain temporaire de compétitivité des exportations et le répit donné par la possibilité d'un financement monétaire de la dette, les taux d'intérêt à court et long termes se situeraient dans ce contexte à des niveaux tellement élevés que la croissance économique s'en trouverait durablement pénalisée et qu'il serait impossible de rétablir les comptes publics. De nombreuses entreprises seraient conduites à la faillite, à commencer par les banques dont les bilans subiraient des chocs à l'actif et au passif : dégradation de la valeur des obligations en portefeuille (du fait de la dévaluation et/ou de la hausse des taux d'intérêts), augmentation du stock de créances douteuses, course au guichet, fermeture de l'accès aux marchés internationaux pour se refinancer.

Du fait de la forte intégration des échanges au sein de l'UE, les autres pays européens subiraient fortement le contrecoup de ces désordres économiques par le biais de leur balance commerciale comme par celui du système bancaire. Les membres de la zone euro à commencer par ceux de la « périphérie » s'exposeraient à de vives attaques spéculatives sur les marchés obligataires (obligations publiques et bancaires) et les pays non-membres risqueraient également de subir des at-

2. Une telle restructuration forcée pourrait prendre la forme d'un moratoire unilatéral du gouvernement grec sur le remboursement de ses échéances ou encore d'une législation grecque modifiant de manière rétroactive les termes des contrats obligataires. Un cas particulier de la modification par voie législative des contrats obligataires serait celui où la Grèce déciderait de réintroduire la drachme et de re-libeller les obligations dans une drachme dévaluée par rapport à l'euro.

3. Lors d'une conférence de presse donnée le 14 janvier 2010, Jean-Claude Trichet a répondu à une question sur l'éventuelle sortie d'un pays de la zone euro : "Je ne commente pas des hypothèses absurdes" et dans un entretien donné le 4 juillet 2011 à Focus Jean-Claude Juncker déclarait à son tour : "Cette idée est absurde".

4. "Il est clair que la question qui se trouve posée, c'est celle de l'avenir européen de la Grèce. La Grèce veut elle rester ou non dans la zone euro?", Nicolas Sarkozy, 1er novembre 2011, "Wir wollen Griechenland helfen und wollen auch, dass es im Euro bleibt. Aber es gibt die einseitige Entscheidung Griechenlands und die hat die Situation massiv verändert.[...]. Wir wünschen uns, dass Griechenland im Euro-Raum bleibt". Aber wenn Griechenland sage, „das möchten wir nicht, dann werden wir das respektieren“, Angela Merkel, 2 novembre 2011

taques spéculatives sur le marché des changes similaires à celles qui ont mené à l'éclatement du Système Monétaire Européen en 1992-1993.[5]

2. UN FESF ET UN MES INSUFFISANTS TANT QUANTITATIVEMENT QUE QUALITATIVEMENT

La capacité du FESF et du MES de répondre à une possible révision à la hausse des plans d'aide en faveur de la Grèce et du Portugal ou encore à la mise en place de plans d'aide en faveur d'autres Etats membres s'avère insuffisante, tant d'un point de vue quantitatif que qualitatif.

Une taille trop faible

D'un point de vue quantitatif, le FESF dispose d'une capacité de refinancement des Etats membres en difficulté de 440 milliards € dont 190 milliards ont déjà été gagés dans les plans mis en place pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande, soit une capacité restante de 250 milliards € à comparer à une dette cumulée de ces trois Etats de plus de 700 milliards €. Si l'Espagne devait faire appel au FESF, la capacité de prêt résiduelle de celui-ci (sans la garantie espagnole) serait de 190 milliards € à comparer à une dette cumulée des quatre Etats bénéficiaires de quelque 1500 milliards €. Enfin, si l'Italie devait également avoir recours à l'EFSE, la capacité de prêt de celui-ci (sans la garantie bilatérale italienne) ne serait plus que de 110 milliards € à comparer à une dette cumulée de près de 3400 milliards €.

Deux options ont été envisagées lors du sommet de la zone euro du 26 octobre 2011 pour accroître la capacité du FESF en faisant jouer un effet de levier. La première option consistant à faire appel à des investisseurs externes à la zone euro pour apporter des garanties complémentaires au travers d'une facilité dédiée (CIF – Co-Investment Facility), cette proposition ayant rencontré peu d'écho auprès des investisseurs potentiels. La deuxième consistant en l'émission par le FESF de certificats de protection partielle (PPC – Partial Protection Certificates) garantissant les obligations en cas de défaut jusqu'à concurrence de 20 ou 30% de leur valeur nominale apparaît elle-même peu convaincante dans la mesure où cette protection apparaît déjà

comme largement insuffisante pour rétablir la confiance des investisseurs dans le cas d'un pays comme la Grèce confronté à une décote d'au moins 65%. Un relèvement significatif du niveau de couverture du PPC, à par exemple 60 ou 70%, aurait l'inconvénient de diminuer à due proportion l'effet de levier recherché et reposerait donc la question de la capacité globale du dispositif. Enfin, les PPC pouvant être échangés librement entre les investisseurs s'assimileraient à bien des égards à des quasi-CDS avec les effets pervers liés à ce type de produits dérivés[6].

Une crédibilité trop fragile

L'efficacité du FESF est également limitée d'un point de vue qualitatif par le fait qu'il repose sur la somme de garanties bilatérales limitées des Etats membres. La conséquence principale de cette construction est que la qualité de sa signature dépend directement de la qualité de la signature des Etats membres garants. Ainsi, la décision de Standard & Poor's le 13 janvier dernier de dégrader neuf Etats membres de la zone euro dont deux Etats membres notés AAA (la France et l'Autriche) a conduit à la perte consécutive de la note AAA du FESF. Cette dégradation se traduira par un coût de financement accru sur les marchés et par voie de conséquence par des taux d'intérêt moins avantageux offerts aux Etats membres bénéficiant du soutien du FESF. Compte-tenu de la prime ajoutée à son propre coût d'émission pour déterminer le taux d'intérêt appliqué aux Etats bénéficiaires du FESF, il n'est pas certain que celui-ci sera en mesure d'offrir des prêts au taux de 3%, qui est par exemple le taux jugé nécessaire par le FMI dans le cas de la Grèce.

Le Mécanisme Européen de Stabilité (MES) censé prendre le relais du FESF à partir de la mi-2012 sera a priori moins directement dépendant de la notation des Etats membres dans la mesure où il disposera de 80 milliards € de fonds propres versés par les Etats membres. Ces fonds propres, dont le versement n'est pas sans soulever d'importantes difficultés politiques et budgétaires, représentent cependant un amortisseur modeste face à l'ampleur des besoins de refinancement des Etats membres les plus en difficulté, surtout s'il faut revoir à la hausse la capacité du MES fixée au départ à 500 milliards €.

5. Un retrait de l'Allemagne (éventuellement accompagnée de quelques membres du « noyau dur ») aurait des conséquences tout aussi désastreuses. Les pays de la « périphérie » demeurant dans la zone euro verraient leur monnaie se dévaluer fortement (avec toutes les conséquences négatives évoquées plus haut) et, toute idée de solidarité au sein de l'UE étant dès lors explicitement abandonnée, ils seraient condamnés à faire défaut sur leur dette. L'économie allemande serait elle-même très fortement affectée par le biais de sa balance commerciale et de son système bancaire.

6. Pour plus de détail sur cette question, voir « La dette souveraine est-elle assurable ? », Philippe Huberdeau, 12 janvier 2012, Cycle des Hautes Etudes de l'Assurance (lien vers pdf à insérer)

3. DEUX PISTES PRINCIPALES POUR UN MÉCANISME DE GARANTIE MUTUELLE ROBUSTE

L'introduction d'obligations européennes en remplacement des obligations souveraines des différents Etats membres serait sans doute le moyen le plus efficace de rétablir un fonctionnement efficace du marché obligataire européen, à l'instar de la reprise de la dette des Etats fédérés par l'Etat fédéral américain nouvellement créé qui a été effectuée en 1790 par Alexander Hamilton. Outre les réticences politiques encore fortes au saut fédéral que représenterait une telle mesure, celle-ci nécessiterait cependant une durée de mise en œuvre pratique peu compatible avec les échéances rapprochées auxquelles doit faire face la zone euro, en particulier l'Italie[7]. Deux options principales sont envisageables à court terme afin de créer un mécanisme d'assurance mutuelle robuste :

Adosser le FESF/MES à des garanties conjointes et solidaires

La première option consiste à ne plus adosser le FESF et le MES à des garanties bilatérales limitées des Etats membres, construction rendant le dispositif vulnérable à la dégradation de la situation d'un ou plusieurs Etats membres, mais à des garanties conjointes et solidaires, i.e. des garanties sans limite du budget de l'UE et/ou de l'ensemble des Etats membres[8]. Cette solution est au demeurant celle qui avait été retenue en 2010 pour les premiers prêts accordés à la Grèce et pour le Mécanisme Européen de Stabilisation Financière (MESF) géré par la Commission et ayant apporté son soutien à l'Irlande et au Portugal. C'est aussi cette solution qui est adoptée lorsque la Commission lève des fonds sur les marchés pour financer l'aide à la balance des paiements des Etats de l'UE non-membres de la zone euro (comme par exemple la Hongrie, la Lettonie ou la Roumanie) ou pour les emprunts de la Banque Européenne d'Investissement destinés à financer des projets d'intérêt commun au sein de l'UE. Ces dispositifs bénéficient ainsi toujours des meilleures conditions de financement possibles sur les marchés.

Une garantie conjointe et solidaire apportée aux mécanismes d'assistance mutuelle pourrait se heurter au

principe de non-renflouement (« *no bail-out* ») d'un Etat membre par un autre inscrit à l'article 125 TFUE, mais, outre le fait que cet obstacle a pu être contourné pour les prêts à la Grèce et pour le MESF en invoquant l'article 122 TFUE permettant l'octroi d'une assistance financière pour soutenir un Etat membre en difficulté du fait de « *circonstances exceptionnelles* », l'article 125 TFUE pourrait être révisé par une décision à l'unanimité du Conseil européen « *approuvée* » (et non « *ratifiée* ») par les Etats membres selon leurs règles constitutionnelles respectives (procédure de révision allégée de la troisième partie du TFUE introduite par le traité de Lisbonne).

Mettre un terme à l'auto-limitation de souveraineté monétaire

La deuxième option consisterait à permettre explicitement à la Banque centrale européenne d'intervenir sur les marchés secondaires comme elle a commencé à le faire de manière limitée et temporaire dans le cadre de son programme « SMP » (Securities Market Programme). Ce programme a amené la BCE à détenir en portefeuille quelque 200 milliards € d'obligations souveraines soit l'équivalent de 2% du PIB de la zone euro à comparer à un montant cumulé des interventions de la Réserve fédérale de 11,1% du PIB des Etats-Unis, de 15,2% du PIB britannique pour la Banque d'Angleterre et 19,2% du PIB japonais pour la Banque du Japon. Si tel n'est pas l'objectif affiché par la BCE, le SMP combiné avec le refinancement à 3 ans à hauteur de 490 milliards € accordé aux banques de la zone euro en décembre 2011 (programme « LTRO » - Long Term Refinancing Operation) a sans aucun doute eu un effet modérateur sur les taux exigés des emprunteurs souverains de la zone euro.

Cet effet serait indéniablement plus significatif si la BCE recevait le mandat explicite d'intervenir en tant que prêteur en dernier ressort des Etats afin de rétablir la confiance des investisseurs internationaux. Le simple fait d'annoncer une telle adaptation du mandat de la BCE aurait par lui-même un effet modérateur sur les taux pratiqués sur le marché secondaire. Dans la mesure où l'article 123 TFUE n'interdit explicitement que l'acquisition par la BCE de titres de dette publique

7. L'Italie doit refinancer quelque 350 milliards € de dette en 2012, dont 90 milliards € de dette à long terme d'ici avril. L'Italie devra notamment émettre de la dette à 5 et 10 ans le 30 janvier pour refinancer près de 26 milliards de titres ainsi qu'une dizaine de milliards de coupons arrivants à échéance.

8. Une garantie sur le budget de l'UE a le même effet qu'une garantie conjointe et solidaire de l'ensemble des Etats membres du fait que les 27 Etats membres sont tenus d'après les articles 310 et 323 TFUE de subvenir au financement de tous les engagements de l'UE.

sur le marché primaire, mais pas sur le marché secondaire[9], cette modification du mandat de la BCE ne nécessiterait pas une modification des traités mais simplement une décision du Conseil des gouverneurs.

Si de fortes réticences existent encore au sein du Conseil des gouverneurs par rapport à une telle perspective, dans le contexte d'une potentielle aggravation de la crise obligataire et d'une imminente explosion de la zone euro, il deviendrait absurde pour les instances dirigeantes de la BCE de continuer à défendre une interprétation étroite des traités au risque de mettre en péril l'euro, c'est-à-dire la raison d'être même de l'institut d'émission. La BCE renonçant alors à l'auto-limitation de son pouvoir rejoindrait la vision classique du pouvoir monétaire comme composante de la souveraineté non-réductible à une seule fonction technique.

CONCLUSION

Du fait du degré élevé d'intégration du système financier de la zone euro, la clause de non-renflouement (« *no bailout* ») d'un Etat membre par un autre inscrite à l'article 125 TFUE apparaît largement illusoire. Face à la boîte de

Pandore que constitue l'éventualité d'une sortie d'un Etat de la zone euro, il devient urgent de mettre en place des mécanismes de garantie mutuelle robustes s'appuyant sur les institutions communautaires et non plus sur des mécanismes inter-gouvernementaux fragiles. Politiquement, la mise en place d'une garantie conjointe et solidaire serait le pendant logique des strictes règles de disciplines budgétaires adoptées récemment dans le cadre du « *six pack* »[10] ainsi que de la communauté de destin décidée lors de la mise en place de la Communauté européenne, puis de l'Union économique et monétaire.



Auteur : Philippe Huberdeau

Directeur d'études de Questions européennes à Sciences-Po Paris. Il a récemment publié un Rapport intitulé « *La dette souveraine est-elle assurable ?* »

9. L'article 123 TFUE n'interdit pas formellement le rachat de titres de dette des Etats membres sur le marché secondaire, il s'oppose uniquement à « l'acquisition directe auprès d'eux » (i.e. sur le marché primaire).

10. Le « *six pack* » est un ensemble de six actes législatifs, composé de cinq règlements et une directive, voté par le Conseil et le Parlement européen afin de renforcer la supervision économique et la discipline budgétaire dans la zone euro, notamment en prévoyant la possibilité d'adopter des sanctions à la majorité qualifiée inversée (i.e. adoption automatique sauf si une majorité qualifiée d'Etats membres s'y oppose). Celui-ci est entré en vigueur le 13 décembre 2011.

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :

www.robert-schuman.eu

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.