



## Actualités de la crise de la dette souveraine

### 1. Les conséquences de la dégradation de la note américaine

En abaissant, pour la première fois de son histoire, la note de la dette américaine de AAA à AA+, **l'agence Standard & Poor's a ouvert une période d'incertitudes sur le marché obligataire et au delà.**

L'agence américaine a justifié sa décision par l'absence de consensus politique sur l'adoption de mesures adaptées pour enrayer la spirale de l'endettement. Le débat entre la présidence et le Congrès n'est pas, selon elle, à la hauteur des problèmes alors que la dette dépasse 14 500 milliards de dollars, soit plus de 100 % du PIB. Le plan de rééquilibrage du budget est jugé insuffisant pour stabiliser la dynamique à moyen terme de la dette publique.

Le marché obligataire a été affecté par les deux étapes de la crise de la dette américaine : attermolements sur un compromis politique fin juillet, puis dégradation de la note souveraine début août. Les titres des pays européens déjà sous assistance financière (Grèce, Irlande, Portugal) ou qui traversent des difficultés (Italie, Espagne) ont ainsi connu une hausse des taux.

**Certains observateurs s'interrogent, par ailleurs, sur le fait que cette dégradation pourrait précéder celles visant d'autres pays classés « Triple A », au nombre desquels le Royaume-Uni et la France.** Dans son rapport sur la dégradation de la note américaine, Standard & Poor's a ainsi indiqué que la France serait le seul pays noté AAA à connaître en 2015 une dette équivalente en ratio à celle des États-Unis. L'agence de notation a néanmoins confirmé les 6 et 10 août la note française. Les agences Moody's et Fitch ont également maintenu la note française avec perspective stable.

**Les conséquences pour les banques, européennes** sont plus délicates à évaluer. Elles vont devoir réviser leur allocation de fonds propres en tenant compte de l'aspect plus risqué des obligations américaines qu'elles détiennent, comme le leur imposent les nouvelles réglementations internationales, destinées à renforcer la solvabilité des banques. Les banques privées européennes sont ainsi exposées à hauteur de 752 milliards de dollars à la dette américaine.

**Les récents stress tests bancaires, dont les résultats ont été donnés début juillet, voient leur crédibilité entamée,** puisqu'ils ne tenaient pas compte ni d'une restructuration de la dette grecque, ni d'une éventuelle dégradation de la note des États-Unis. Les difficultés enregistrées par les valeurs bancaires lors de la séance du 10 août à Paris sont, en partie, liées à ces deux éléments.

### 2. L'Italie, nouvelle cible des marchés

Au-delà du cas américain, l'Italie est, depuis, le début du mois de juillet confrontée à une augmentation régulière de ses coûts de refinancement.

La dégradation de la position italienne sur les marchés a débuté début mai avec la mise sous surveillance du pays par les agences de notation.

La croissance italienne n'a jamais dépassé 1 % du PIB depuis 2000 et devrait atteindre à peine 0,6 % cette année et 0,9 % l'an prochain. L'économie est jugée peu innovante, peu dynamique, pâtissant à la fois d'un manque de compétitivité et de productivité.

La dette italienne – 1900 milliards d'euros – atteint 120 % du PIB du pays, ce qui interdit à l'heure actuelle toute tentative de relance budgétaire.

Le plan d'austérité adopté le 15 juillet dernier, qui prévoit la réduction de la dette et un quasi-équilibre budgétaire en 2014, n'a pas mis fin à la défiance des marchés. Le gouvernement a depuis lors revu son objectif de façon à rassurer les marchés en annonçant son souhait d'atteindre l'équilibre budgétaire dès 2013.

Quoiqu'il en soit, l'envolée des taux devrait néanmoins être contenue en raison de la structure de la dette italienne. L'agence Moody's a estimé que la dette publique italienne demeurait gérable. La forte détention de titres de dette publique par les résidents – plus de 50 % –, sécurise en effet le Trésor italien. Par ailleurs, en termes de supports et d'échéances, la gestion de la dette apparaît comme la plus diversifiée de la zone euro, réduisant de fait l'exposition au risque lié aux mouvements des taux d'intérêt, comparativement aux autres pays.

### 3. De nouvelles incertitudes

Les tensions enregistrées en juillet et en août sur les obligations espagnoles ne sont pas sans incidence sur le secteur financier local, dont l'accès à la liquidité est de plus en plus délicat. Un phénomène semblable est observable en Italie. Un risque réel de pénurie de crédit (« credit crunch ») est même apparu.

Les **inquiétudes sur les banques espagnoles et italiennes** sont reflétées ces derniers mois par l'évolution de leurs assurances contre le défaut de paiement, celle de l'italienne Banco popolare ayant ainsi doublé en sept mois. Dans ce contexte, les banques pourraient être contraintes de restreindre le crédit, d'accepter d'émettre des titres à des prix très élevés au détriment de leur rentabilité ou de vendre des actifs pour dégager de la liquidité.

La **situation à Chypre** n'est pas non plus sans susciter des inquiétudes sur les marchés. Les trois principales agences de notation ont abaissé la note de sa dette, l'assortissant d'une perspective négative. Elles soulignent le dérapage budgétaire actuel et à venir et le risque pour l'État chypriote de ne plus pouvoir avoir accès aux marchés financiers pour refinancer sa dette.

Cette dégradation intervient à la suite de l'explosion de la centrale électrique de Vasilikos. Cet événement devrait, de manière directe et indirecte, faire baisser la croissance chypriote : l'impact est évalué à 1,5 point de croissance en moins en 2011 et 2012. La réparation de la centrale pourrait coûter 1 milliard d'euros, soit 6 % du PIB national qui s'élève à 17,4 milliards d'euros.

Le gouvernement chypriote entendait jusqu'alors respecter son objectif d'un déficit budgétaire général de moins de 4 % du PIB en 2011 et de moins de 2 % en 2012. Le déficit budgétaire devrait désormais atteindre 7 % du PIB fin 2011 et la dette plus de 80 % du PIB à la même date.

Cette croissance de la dette va très vraisemblablement réduire la capacité du gouvernement à soutenir, si nécessaire, les banques du pays, pourtant très exposées au risque grec. Les prêts des banques chypriotes à des clients grecs et leurs avoirs en obligations et en titres de dette émis par la Grèce représentent en effet un quart de leurs actifs.

De fait, selon la Banque centrale chypriote et la Bank of Cyprus, le premier établissement financier du pays, Chypre pourrait bientôt être amené à solliciter une intervention du Fonds européen de stabilisation financière afin de faire face à des problèmes de liquidité. Les besoins de financement de Chypre seront de l'ordre 1,1 milliard d'euros avant la fin de l'année 2011 et de 1,2 milliard d'euros en janvier et février 2012.

Quoiqu'il en soit, au regard des sommes annoncées, un plan ne devrait pas grever la capacité d'action du Fonds européen de stabilisation financière. Le nouveau gouvernement chypriote nommé le 5 août a présenté, de son côté, un plan d'austérité visant à alléger la charge publique de 750 millions d'euros (100 millions d'euros au titre du présent exercice et 600 en 2012) et limiter ainsi le déficit budgétaire à 2,5 % du PIB en 2012.

#### **4. L'intervention de la Banque centrale européenne**

Dans l'attente d'une adoption définitive par les États membres des nouveaux contours du mécanisme européen de stabilité, la Banque centrale européenne agit directement sur le marché secondaire, en dépit des réserves allemandes. Après être intervenue pour la première fois depuis quatre mois le 4 août en achetant des titres portugais et irlandais, la Banque centrale européenne a reçu l'autorisation, le 7 août, de racheter des titres italiens et espagnols.

La Banque centrale européenne a dans le même temps réactivé son dispositif anticrise. Sur le plan interbancaire, elle a ainsi décidé de prolonger d'un trimestre, soit jusqu'à janvier 2012, l'allocation illimitée de crédits aux banques à taux fixe et sur des périodes allant jusqu'à trois mois.

La Banque centrale européenne a néanmoins conditionné son intervention sur les titres italiens à l'adoption par l'Italie d'un certain nombre de réformes, visant à une plus grande libéralisation de l'économie, via notamment la privatisation des sociétés municipales qui gèrent transports publics, collecte des déchets ou distribution d'électricité et de gaz. Ces dispositions devraient être reprises par le gouvernement italien dans le plan d'économies qui sera présenté le 18 août. Au delà, la BCE souhaite que le gouvernement italien procède à une réforme d'envergure du marché du travail.

#### **5. L'attente de l'application effective des décisions du 21 juillet**

Les marchés tendent à exprimer une forme de doute à l'égard du nouveau plan d'aide à la Grèce annoncé le 21 juillet, les modalités de l'implication du secteur bancaire restant à préciser. L'élargissement des compétences du Fonds européen de stabilisation financière, désormais autorisé à intervenir sur le marché secondaire doit encore être approuvé par l'ensemble des États membres de la zone euro. Le Bundestag devrait ainsi adopter le plan fin septembre ; le parlement finlandais devrait débattre du texte en octobre ; celui de Slovaquie d'ici à la fin de l'année. Les modalités du meilleur usage des fonds

structurels par les trois pays sous assistance financière ne sont, quant à elles, pas encore complètement définies.

Les difficultés rencontrées par l'Italie et l'Espagne suscitent certaines inquiétudes sur la possibilité, pour le Fonds européen de stabilisation financière, de juguler une éventuelle crise de liquidités dans ces pays. Certains doutent que les 440 milliards mis à sa disposition soient suffisants si les troisième et quatrième économies de la zone euro se trouvaient gravement en difficulté. Rappelons que la Grèce, l'Irlande et le Portugal ne représentent à eux trois que 6 % du PIB de la zone euro, mais, si l'on ajoute l'Italie et l'Espagne, les cinq États constituent un tiers du PIB de la zone.

De fait, les investisseurs semblent en attente de nouvelles mesures complétant et précisant le plan adopté le 21 juillet afin de renforcer la crédibilité des actions menées au sein de la zone euro. C'est dans ce contexte qu'ont été présentées les propositions franco-allemandes du 16 août.

#### **6. Les propositions franco-allemandes présentées à Paris le 16 août**

Comme annoncé dès le 21 juillet, Nicolas Sarkozy et Angela Merkel ont tenu, lundi 16 août à l'Élysée, un sommet franco-allemand sur la crise de la dette dans la zone euro. A son issue, ils ont proposé l'adoption, par l'ensemble des États membres de la zone euro, de nouvelles mesures destinées à conforter la discipline budgétaire et la coordination des politiques au sein de la zone.

##### ***a - des mesures destinées à crédibiliser la zone euro***

##### **– la création d'un gouvernement économique de la zone euro**

L'Allemagne et la France appellent à la mise en place d'un « véritable gouvernement économique de la zone euro », composé des chefs d'État et de gouvernement des États membres de cette zone, et non plus seulement des ministres des Finances. Les deux pays proposent que ce gouvernement se réunisse deux fois par an, à moins que les circonstances n'exigent l'organisation de réunions supplémentaires, et qu'il soit dirigé

par un président stable, élu pour deux ans et demi. Nicolas Sarkozy et Angela Merkel ont exprimé le souhait qu'Hermand Van Rompuy assume cette présidence.

#### – l'adoption générale d'une « règle d'or »

Pour restaurer la confiance, les deux dirigeants ont demandé que les dix-sept États membres de la zone euro inscrivent dans leurs Constitutions d'ici à l'été 2012 une « règle d'or » budgétaire ayant pour objectif le retour à l'équilibre des finances publiques. Ils soulignent qu'une telle disposition démontrerait l'engagement des États de la zone euro de réduire leurs déficits et introduirait un contrôle interne (par les parlements nationaux), et non plus seulement externe (par les institutions européennes), sur la soutenabilité de la dette.

Cette règle, que la Chancelière allemande qualifie de « *frein à l'endettement* », a déjà été adoptée par l'Allemagne en 2009. Elle prévoit que le budget fédéral ne pourra creuser son déficit structurel de plus de 0,35 % du PIB par an à partir de 2016 et interdira le déficit des Länder à partir de 2020.

Nicolas Sarkozy a indiqué qu'il convoquerait le Congrès à l'automne pour introduire la « règle d'or » dans la Constitution française, s'il paraissait possible de réunir alors un consensus suffisamment large sur le sujet.

#### **b - des mesures structurelles**

##### – la taxe sur les transactions financières

Les ministres des finances allemand et français devraient soumettre aux instances européennes, dès le mois de septembre prochain, une proposition commune de taxe sur les transactions financières. L'objectif d'une telle taxe est de réduire la volatilité des marchés, tout en dégagant des ressources. Pour l'heure, les deux dirigeants n'ont pas précisé les modalités de cette taxe, ni l'utilisation qui serait faite des recettes perçues. En juin dernier, la Commission européenne avait proposé l'introduction d'une telle taxe au niveau européen et suggéré que les recettes viennent financer le budget européen pour alléger les contributions des États membres.

##### – la réorientation de la politique de cohésion

Il est proposé de réorienter de manière plus contraignante vers la croissance et la compétitivité l'action des fonds mettant en œuvre la politique européenne de cohésion, d'une part en revoyant les règles applicables à ces fonds, d'autre part en renforçant le pouvoir de contrôle de la Commission européenne sur la destination des crédits accordés, qui pourraient être suspendus en cas de non-respect de la discipline budgétaire.

#### **c - une exemplarité franco-allemande**

L'Allemagne et la France se proposent de « *donner l'exemple de la convergence* » en matière fiscale, l'objectif étant qu'à partir de 2013, l'impôt sur les sociétés ait une même assiette et un même taux dans les deux pays.

Par ailleurs, dans le cadre du « semestre européen » de coordination des politiques budgétaires, les ministres allemand et français de l'Économie détermineront d'un commun accord les hypothèses économiques servant de base aux politiques budgétaires qui seront ensuite examinées au sein du Conseil de l'Union.

#### **d - le refus, à ce stade, des euro-obligations**

L'idée de lancer des euro-obligations, c'est-à-dire de mutualiser la dette de tous les pays membres, est jugée actuellement inappropriée par les deux pays. L'argument de la Chancelière allemande est que cette mesure constituerait un expédient à l'efficacité incertaine qui ne répondrait pas au problème posé, qui est le rétablissement de la confiance. Le Président français a estimé que ces euro-obligations ne pourraient être envisagées qu'au terme du processus d'intégration européenne, car on ne peut concevoir de garantir en commun la totalité de la dette sans maîtriser en commun la dépense qui conduit à la création de la dette. Dans les conditions actuelles, les euro-obligations « *mettraient en danger les pays de la zone euro les plus stables qui ont aujourd'hui la meilleure note et qui se trouveraient engagés dans la garantie de dette que par ailleurs ils ne maîtriseraient pas* ».