

## Quatre décisions pour sauver la zone euro : qui va en supporter le coût ?

Christian Chavagneux, 27 octobre 2011

Les 17 pays de la zone euro ont fini par se mettre d'accord à 4 heures du matin le 27 octobre pour tenter de sauver le projet européen. Leur [plan de sauvetage](#) repose sur quatre grandes décisions : un allègement de la dette grecque, une recapitalisation des banques, un renforcement de la force de frappe du FESF - le fonds de secours européen- et une intégration budgétaire renforcée. Qui va réellement en payer le coût ?

### Sauver la Grèce : qui va payer quoi ?

La Grèce est le seul maillon vraiment faible de la zone euro, c'est-à-dire le seul pays pour lequel on puisse affirmer avec certitude qu'il est insolvable, incapable de rembourser sa dette. En clair : les créances que les banques, les assureurs et autres investisseurs détiennent sur l'Etat grec valent à peu près zéro.

Les Européens ont fini par le reconnaître le 21 juillet dernier en acceptant une annulation partielle de la dette grecque de 21 %. Il ne faut pas sous estimer le poids de cette décision : elle admet qu'un pays de la zone euro peut faire partiellement défaut sur sa dette. Cette nuit, les Européens ont décidé de passer à 50 % d'allègement de la dette due aux créanciers privés. Cela devrait permettre de ramener la dette grecque de 160 % du PIB aujourd'hui à ...120 % en 2020, un niveau jugé gérable par les Européens.

Les prêts publics reçus par la Grèce de la part de l'Europe et du FMI ainsi que les bons du Trésor grec rachetés par la BCE représentent environ désormais 30 % de la dette du pays. Les 50 % d'annulation ne portent donc que sur les 70 % restant, soit 35 % d'annulation. Et encore, ce chiffre est surévalué. Si l'annulation se fait selon les mêmes modalités définies en juillet, les créanciers privés vont rendre leurs obligations grecques qui ne valent plus rien et recevoir en échange de nouveaux titres sur 30 ans dont le remboursement du capital est garanti grâce à 30 milliards provenant du FESF : le rêve du banquier, un prêt perpétuel dont le remboursement du capital est garanti et sur lequel il va encaisser des intérêts année après année. Cette garantie est payée par les Grecs et son coût vient réduire d'autant l'allègement octroyé. De combien ? Difficile à dire pour l'instant : plusieurs options sont proposées aux créanciers privés pour annuler partiellement leurs créances et ce n'est que lorsqu'on en aura le détail que l'on pourra calculer le coût effectif de l'allègement pour la Grèce et donc son véritable montant. L'accord définitif est attendu d'ici la fin de l'année avec mise en œuvre début 2012.

Le Premier ministre grec s'est tout de même réjoui de l'accord : selon ses calculs, la Grèce devrait dégager dès 2012 un excédent budgétaire primaire, celui que l'on mesure hors remboursement des intérêts de la dette. Cela signifie que la Grèce n'aura plus à emprunter pour payer ses vieilles dettes dont le coût vient d'être abaissé. Il ne peut le faire que parce qu'il met en œuvre une thérapie de choc d'une rare violence, d'autant plus difficile à supporter que les riches grecs cherchent pas tous les moyens à en faire payer le coût par les classes moyennes et pauvres. Le gouvernement devra également procéder à 15 milliards d'euros de privatisations, un montant bien moindre que les 50 milliards réclamés en juillet jugés désormais inatteignables dans le contexte politique et social grec. Enfin, la troïka (Commission, FMI, BCE) disposera désormais d'un représentant permanent en Grèce pour surveiller de près, avec des experts grecs est-il précisé, la mise en œuvre de la rigueur et des privatisations. Il faudra voir comment le gouvernement travaillera avec un œil étranger constamment au-dessus de son épaule...

### Les banques recapitalisées : avec du vrai capital ?

Même si l'allègement de la dette due au secteur privé est sûrement moindre qu'annoncée, elle est tout de même effective. Les banques grecques, qui détiennent beaucoup de bons du Trésor local, en ressortent étranglées. Elles vont donc bénéficier d'une recapitalisation, d'une augmentation de leur capital, de 30 milliards d'euros. Les banques espagnoles ont besoin de 26,2 milliards, les italiennes de 14,8 milliards et les françaises de 8,8 milliards. Le total se monte à 108 milliards pour l'ensemble des banques de la zone.

D'où va venir l'argent ? L'accord indique que les banques doivent convertir leurs titres hybrides, des obligations assimilées à du capital, en vrai capital : les investisseurs qui les ont souscrits ne seront plus des créanciers mais des actionnaires qui devront perdre leur mise en cas de futurs problèmes. Cela signifie-t-il que la recapitalisation des banques pourra passer par l'émission de titres hybrides transformables automatiquement en capital dès que le cours de l'action de la banque passe sous un certain seuil ? Les régulateurs suisses en ont accepté le principe, réclamant en échange que les capitaux représentent au minimum 19 % de l'activité des banques. La Commission Vikers au Royaume-Uni aussi, et elle réclame un ratio de capital pour les banques commerciales de 18 %. Si les banques de la zone euro peuvent le faire alors qu'on leur demande uniquement 9 % de capital d'ici juin 2012, elles auront trouvé un moyen de se recapitaliser sans que les actionnaires actuels ne voient leur pouvoir dilué. A suivre de près donc...

Celles qui ne pourront pas émettre de genre de titres devront utiliser leurs profits : en clair, peu voire pas de dividendes et pas de bonus. Si ce n'est pas assez, elles devront émettre des actions traditionnelles. Si ce ne n'est pas suffisant, les gouvernements nationaux pourront mettre du capital public. S'ils ne le peuvent pas, le FESF interviendra.

Est-ce que cette augmentation de capital sera suffisante pour redonner confiance dans l'avenir des banques, de telle sorte qu'elles pourront de nouveau emprunter de l'argent à court et moyen long terme aux autres banques et aux investisseurs étrangers, notamment américains ? On verra cela dans les semaines qui viennent. Une augmentation de capital plus forte aurait permis d'assurer le résultat mais les banques ont résisté. En attendant, les pays de la zone euro pensent que la BCE fournit suffisamment de liquidités à court terme aux banques. Ils ont décidé en complément de faire comme après la chute de Lehman Brothers en offrant de garantir les obligations émises à moyen long terme par les banques. Cela avait réussi à calmer la panique post Lehman. Cela devrait encore bien aider les banques à trouver des ressources et donc diminuer le risque d'un credit crunch, si tant est que des investisseurs aient besoin de capitaux dans un environnement économique maussade.

### **La force de frappe du FESF portée à plus de 1000 milliards**

Une fois la Grèce et les banques aidées, restait à juguler la peur d'une contagion de la peur aux autres pays européens. La BCE, par la voie de Mario Draghi, a indiqué qu'elle continuerait à acheter des titres des dettes publiques des pays en difficultés. C'est ce qui a sauvé la zone euro jusqu'à présent. Le FESF, qui peut acheter sur les marchés primaires (émissions de dette) et secondaires (marché de l'occasion) des bons du Trésor européens, va voir dans un premier temps sa force de frappe financière passer de 440 milliards à 1000 milliards. Il pourra également se servir de ses capitaux pour garantir une partie des émissions de dettes publiques européennes.

Bref, les investisseurs qui craignent des problèmes en Espagne ou en Italie peuvent désormais vendre leurs bons du Trésor à la BCE ou au FESF et s'ils veulent tenter le coup de leur prêter quand même, ils auront la garantie qu'une partie du capital leur sera toujours remboursé. De quoi se détendre et ne pas réclamer des taux d'intérêt exorbitants.

La force de frappe du fonds de secours va être également accrue par la mobilisation de fonds privés et publics (fonds souverains) en provenance d'investisseurs situés dans le reste du monde, en particulier des pays émergents et du Japon. Les modalités restent à définir d'ici fin novembre. Mais elles marqueront l'intérêt des asiatiques à sauver l'Europe comme les Européens avaient contribué à sauver l'Asie à la fin des années 1990. En échange, ils demanderont de pouvoir acheter comme ils veulent les entreprises européennes qui les intéressent...

### **Une intégration budgétaire européenne renforcée**

Si les pays de la zone euro ont négocié un accord d'urgence à l'arraché, ils n'ont pas pour autant oublié de s'occuper du futur en plaçant les jalons d'une surveillance budgétaire très renforcée.

L'accord réclame la mise en œuvre d'une règle d'équilibre du solde budgétaire structurel (hors effet de la conjoncture) d'ici la fin 2012. Une règle d'or qui devra être inscrite dans la loi constitutionnelle ou équivalent. Les prévisions de croissance servant à déterminer le budget devront être établies par un institut indépendant. Tout pays procédant à des changements importants de politique économique et budgétaire avec implications possible sur les autres pays devra en informer la Commission et les autres pays. Pour les pays sous procédure de déficit excessif, la Commission et les autres pays pourront examiner les budgets prévus et donner leur avis avant que les parlements nationaux ne donnent leur avis.

Un rapport intermédiaire devra être remis d'ici la fin de l'année pour favoriser la convergence des économies de la zone euro pour déboucher sur des propositions d'ici mars 2012. De plus, l'accord appelle à la mise en œuvre d'une taxe sur les transactions financières et d'une base commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés.

Rien dans l'accord ne mentionne que l'austérité généralisée est une impasse pour l'Europe et que la coordination des politiques budgétaires européennes pourrait également prendre la forme d'actions de relances coordonnées en cas de besoin. Une Europe de l'après crise se dessine, qui refuse l'endettement public par principe, promet une rigueur de long terme tout en assurant qu'en cas de panique financière, on fera toujours tout pour sauver les banques. Même si le fait de sauver les financiers - et les Etats comme la Grèce - de leurs propres irresponsabilités est de fait un impératif, il est difficile de croire que ce genre de projets pourra susciter l'engouement des populations européennes.