

## **LES SANGLOTS LONGS DE L'EUROPE EN AUTOMNE**

**Jacky Fayolle**

Billet du CEP

7 novembre 2011



... Tout suffocant  
 Et blême, quand  
 Sonne l'heure,  
 Je me souviens  
 Des jours anciens  
 Et je pleure  
 Et je m'en vais  
 Au vent mauvais  
 Qui m'emporte  
 Deçà, delà,  
 Pareil à la  
 Feuille morte

**Paul Verlaine**  
 Chanson d'automne

## Les sanglots longs de l'Europe en automne

Cette note propose une lecture de l'accord conclu au terme du double sommet européen des 23 et 26 octobre 2011, mais bien vite déstabilisé par les péripéties politiques de la crise grecque. Elle rappelle d'abord brièvement le contexte qui s'est dessiné depuis l'été ; puis elle examine et commente les principaux points de cet accord ; elle discute ensuite les questions posées au monde bancaire : si ces questions ne relèvent pas de la seule compétence des gouvernements, ils sont amenés à s'y impliquer fortement, tant ces questions revêtent un caractère critique pour le dépassement de la crise ; la note conclut sur les enjeux et les perspectives de la gouvernance européenne, à l'issue des sommets d'octobre.

### Une conjoncture critique

Au cours de l'année 2011, l'essoufflement de la reprise engagée à la mi-2009 et l'épuisement des politiques mobilisées pour contrer la récession de 2008-2009 (plans de relance budgétaires et politiques monétaires quantitatives) remettent au premier plan des préoccupations fondamentales : la solvabilité des acteurs économiques et financiers et leur accès à la liquidité ; l'aversion au risque des investisseurs ; la compétitivité des économies nationales.

Au mitan de l'automne 2011, l'économie européenne est sur le fil du rasoir<sup>1</sup>. La reprise a fait long feu et la retombée dans la récession est presque acquise. La décision inattendue de la BCE, le 3 novembre, de baisser son taux de référence de 1,5% à 1,25% témoigne de la conscience de cette rechute. Depuis la mi-juillet, plus d'un trimestre de volatilité boursière et financière a ébranlé la confiance des acteurs économiques dans la poursuite de la reprise fragile engagée à la mi-2009. Cette

---

<sup>1</sup> Voir, sur la dynamique conjoncturelle en cours, la *Lettre du CEP* n°8, Novembre 2011, par Odile Chagny, Daniel Goudard et Antoine Rémond, <http://www.groupe-alpha.com/fr/etudes-prospective/publications/lettre-cep.html>

volatilité a eu pour répondant médiatique un ressassement des arguments échangés : fallait-il, ainsi, recapitaliser ou non les banques européennes ? Qu'il s'agisse de la situation macroéconomique ou de celle des banques, la nature des informations qui se sont succédées, se confirmant ou s'infirmit, n'a pas été fondamentalement modifiée. Mais, jusqu'à la mi-octobre, aucune initiative politique n'a stoppé un effet d'amplification menaçant, comme un pont suspendu qui se met à vibrer et dont la vibration s'amplifie jusqu'à la rupture...

Depuis le printemps 2010, la litanie des sommets européens est restée à la remorque des événements. Elle n'est pas parvenue à imposer la crédibilité des « tigres de papier » conçus par les dirigeants européens, c'est-à-dire des dispositifs éventuellement impressionnants au premier degré, mais qui démontrent rapidement une faible prise sur le cours des événements. A la mi-octobre, un sursaut des marchés entérine, après le dernier vote slovaque, quelque peu forcé, la ratification laborieuse de la réforme du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), élargissant ses missions et sa capacité d'intervention, adoptée par les chefs d'Etat européens lors de leur sommet du 21 juillet. Le FESF pourra intervenir sur les marchés secondaires de dettes publiques, dans des circonstances exceptionnelles, appréciées comme telles par la BCE. Il pourra prêter aux Etats à des conditions de taux et d'échéance favorables et participer à la recapitalisation des banques. Le vote largement positif du Bundestag sur cette réforme, fin septembre, constitue un soulagement. Les émissions du FESF étaient au point mort depuis le début de l'été et devraient maintenant reprendre en faveur des pays de l'Union sous assistance financière. La levée de ce blocage « technique » est bienvenue.

La promesse d'un paquet anti-crise consistant, formulée par Angela Merkel et Nicolas Sarkozy lors de leur rencontre début octobre, a aussi favorisé un état d'esprit plus positif sur les marchés. Cependant, le sommet européen du 23 octobre, présenté comme décisif, s'est de nouveau préparé dans la tension. Il a dû se dupliquer en deux moments, le 23 puis le 26 octobre, la chancelière Merkel allant chercher l'aval du Bundestag entre-temps. Au-delà de la bonne réception immédiate de l'accord, conclu à l'arraché dans la nuit du 26 au 27 octobre, sa mise à l'épreuve n'a guère attendu, avec le psychodrame grec de la semaine qui a suivi, autour du projet de referendum sur le plan d'assistance au pays. Après bientôt deux ans de quête éperdue de crédibilité par l'auto-défense erratique de la zone euro, la jointure des années 2011 et 2012 peut être le moment de vérité sur le devenir de la zone : si la défiance répétée envers ses institutions et sa gouvernance, politiques et financières, devient telle qu'elle handicape sa capacité de rebond économique et

social, sa configuration actuelle sera directement mise en cause, par les canaux de la vie économique comme par la désillusion des opinions. Aujourd'hui, à situation budgétaire comparable, il vaut mieux ne pas être membre de la zone euro pour bénéficier de taux d'intérêt bon marché sur les emprunts publics. Seuls les derniers pays de référence au sein de la zone peuvent espérer bénéficier de tels taux.

### **Au lendemain des sommets des 23 et 26 octobre**

L'accord européen du 27 octobre, bien reçu dans les heures qui suivent par les marchés, se présente comme un paquet complet de mesures couvrant les différentes questions en jeu. Il laisse cependant dans le flou bien des aspects opérationnels, cruciaux pour que ces mesures prennent vie. Il n'est pas acquis qu'il soit parvenu à un équilibre viable entre le soutien aux Etats et aux banques pris dans la tempête financière et l'incitation, sur ces mêmes acteurs, à adopter des stratégies leur permettant de garantir ou retrouver leur crédibilité. Sa mise à l'épreuve ne s'est pas terminée avec la détente provisoire de la crise politique grecque par le retrait du projet de referendum sur le plan d'assistance au pays, puis par l'annonce, le 6 novembre, de la constitution d'un gouvernement d'union.

La dramatisation de cette crise politique, la première semaine de novembre, a déstabilisé l'accord européen, avant même que sa portée ait pu être testée. Les événements grecs ne sont guère prévisibles sur les mois qui viennent et il peut en résulter différents destins pour l'accord européen : soit que la déstabilisation de cet accord l'emporte, via des effets de contagion à d'autres pays financièrement et politiquement vulnérables, qui feraient voler en éclat les pare-feu tentés par l'accord ; soit que l'incendie grec puisse être circonscrit, via la mise en œuvre des dispositions de l'accord et la mise sur pied d'un gouvernement grec d'union capable de faire progresser un consensus politique sur la gestion de la crise. Au cours des derniers jours, la Grèce a commencé à mettre un pied hors de la zone euro, c'est encore réversible, mais lourd de dangers : une sortie effective serait plus que coûteuse pour l'économie et la société grecques, avant que la Grèce puisse espérer retrouver une insertion internationale et européenne stable ; cette « mise en quarantaine » n'éviterait pas pour autant les effets de contagion en direction de pays contaminés par le doute sur leur solvabilité, voire leur appartenance à la zone euro. L'Italie est entrée dans le cercle vicieux où le niveau élevé de la dette et le coût croissant des nouveaux emprunts se nourrissent réciproquement. Ce membre fondateur de l'Union européenne est désormais, depuis le G20 du 4 novembre, sous surveillance du FMI.

## **L'ingénierie du FESF**

La formation du consensus, depuis les principes jusqu'aux dispositions opérationnelles, entre gouvernements et institutions sur la bonne ingénierie du FESF et la définition de ses missions est un processus lent et itératif, où interfèrent les discordances politiques et les controverses techniques. L'option proposée par la France – faire du FESF une banque qui puisse accéder aux refinancements de la BCE – a été abandonnée, après son rejet par la BCE comme par les dirigeants allemands. Si les dirigeants français envisageaient une vocation assez large du FESF au renflouement des Etats et des banques, les dirigeants allemands voulaient éviter que les ressources du FESF soient vite absorbées par un petit nombre de pays : le FESF doit demeurer un outil de dernier ressort.

Le FESF sera finalement doté d'un effet de levier, sous forme d'apport de garanties assurantielles aux Etats émetteurs, qui démultiplie sa capacité d'intervention, jusqu'à un montant d'au moins un trillion d'euros, supposé enfin faire impression sur les marchés (sachant que les ressources aujourd'hui mobilisables par le FESF, après les apports déjà effectués en direction de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, sont environ quatre fois moindres) : ce n'est pas surdimensionné si les menaces se concrétisent sur les dettes publiques italienne et espagnole. Cette option – « l'optimisation » du FESF – avait la préférence allemande : elle n'accroît pas a priori les garanties sous-jacentes apportées par les Etats. Elle sera complétée par la mise sur pied de « véhicules spéciaux » (*Special Purpose Vehicles*), ouvert aux investisseurs privés et souverains, y compris étrangers à la zone euro : le directeur du FESF, Klaus Regling, a déjà entamé les *roadshows* en direction des investisseurs potentiels, en particulier chinois. Le FESF assumant les premières pertes en cas de défaut souverain, ces véhicules seront éventuellement attractifs pour les investisseurs sollicités. Ces derniers ne montrent pour l'instant guère d'enthousiasme, préférant mettre en avant le rôle du FMI. La crédibilité technique et les implications politiques du montage envisagé soulèvent débat. Il n'est pas acquis d'avance que la signature des Etats européens garants, en dernière instance, derrière la façade du FESF, s'en trouve mieux protégée.

Cette « optimisation » du FESF est avalisée à une large majorité par le Bundestag, peu avant l'ouverture du sommet du 26 octobre, sous des conditions expresses qui excluent le recours du FESF à la BCE et renforcent la conditionnalité s'imposant aux pays aidés. Ce que sera exactement la capacité d'intervention du FESF reste encore flou. La pleine mobilisation de cette capacité d'intervention

prendra du temps et la capacité d'attraction des véhicules spéciaux devra faire ses preuves. Les dispositions opérationnelles restent à finaliser par les ministres des finances de l'UE, réunis en conseil ECOFIN.

Au-delà, le FESF, dispositif transitoire, devrait être relayé par la mise en œuvre anticipée du dispositif permanent constitué par le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), initialement prévu pour 2013. Le MES sera couplé avec une procédure rigoureuse de traitement d'un Etat défaillant. Outil pour lever et allouer une dette de nature « intergouvernementale », le FESF n'est pas encore un véritable « Fonds Monétaire Européen », au sens d'une véritable institution financière internationale dotée de capitaux. Dans la transition au MES, il est probable que le débat autour d'une franche mutualisation de la capacité européenne d'emprunt public, via les *eurobonds*, fera retour. Le consensus sur les *eurobonds* n'est pas encore accessible et la solution d'étape adoptée porte la marque de ce manque. Dans l'attente, le FESF a vocation à garantir ou relayer des dettes nationales suspectes par une capacité d'emprunt dont la crédibilité repose, en dernière instance, sur la caution apportée par la signature des Etats membres émettant des titres considérés comme des actifs de référence sans risque. Le nombre de ces Etats se réduit, y compris par l'effet mécanique des garanties qu'ils prennent en charge (comme lorsqu'on apporte une caution à un ami locataire impécunieux). Voué à suppléer aux faiblesses des débiteurs par la levée d'une dette de meilleure qualité, le FESF n'est pas assuré d'emblée de conserver une notation AAA, gage de la viabilité de ce traitement de la dette par la dette. L'effort d'imagination à propos de la tuyauterie du FESF est apparu parfois proche de l'artifice comptable. La consistance opérationnelle et la crédibilité financière du montage adopté le 27 octobre seront mises à épreuve, même dans le cas de figure où la crise grecque serait sous contrôle.

Le Bundestag, qui a dûment encadré le mandat confié à la chancelière, a demandé que les garanties apportées par l'Allemagne soient plafonnées et que la BCE se désengage du rachat de titres publics dès lors que le FESF serait à même d'y pourvoir. Le nouveau président de la BCE, Mario Draghi, a cependant affirmé dans la foulée que celle-ci continuerait, au moins temporairement et de manière proportionnée, ce type d'opérations en cas de besoin. Cette situation explique la pression mise sur le gouvernement italien afin qu'il mette en œuvre des dispositions suffisamment crédibles pour détendre les conditions de financement de l'Etat italien. Le *timing* pour passer de l'usage de la force de frappe monétaire de la BCE, toujours indispensable à court terme, à l'usage de la capacité d'intervention élargie du FESF sera une affaire techniquement et politiquement délicate.

## **Le quasi-défaut grec**

Si le principe d'une restructuration ordonnée de la dette grecque a été entériné par l'accord européen du 21 juillet, sa mise en œuvre a été vite sujette à de lourdes révisions, au vu de l'incapacité de la Grèce et de ses tuteurs à stopper la spirale dramatique de la dépression et de la dette: la décote de la dette publique grecque détenue par les créanciers privés sera bien plus importante que les 21% alors convenus mais la coordination de ces créanciers autour d'une solution viable est laborieuse. La livraison des tranches successives du premier programme d'assistance accordé à la Grèce, sous condition d'adoption de mesures chaque fois plus drastiques mais aussi irréalistes, exacerbe les tensions financières et sociales: c'est, plutôt qu'un gain, une perte de temps, qui a différé l'inéluctable dévalorisation radicale de la dette publique grecque, organisée dans un cadre permettant le maintien du pays dans la zone euro. Les conflits internes à la Grèce augmentent et rapprochent le risque de défaut unilatéral. L'échéance du referendum avait de bonnes chances de précipiter ce défaut, rendant obsolète le plan d'assistance avant même que l'expression populaire ait pu en approuver ou refuser les conditions.

Le sommet du 26 octobre entérine le principe d'une décote de 50% de la part détenue par les créanciers privés, de telle sorte que le poids de la dette publique globale puisse être ramené de 165% du PIB aujourd'hui à 120% d'ici 2020. La négociation avec le club des créanciers, simultanée aux sommets européens des 23 et 26 octobre, est âpre : les banquiers trouvent la facture lourde, au moment où on leur demande de respecter par anticipation, d'ici la mi-2012, le ratio de fonds propres de Bâle III<sup>2</sup>. Le nouveau programme d'assistance pluri-annuel à la Grèce, de l'ordre de 100 milliards d'euros, conjoint entre le FMI et l'UE, devrait être mis en place d'ici la fin de l'année 2011. Il avait été envisagé dès le sommet du 21 juillet, mais sa mise en place restait suspendue à l'entente avec les créanciers privés (le *Private Sector Involvement*, représentant environ 30 milliards d'euros pour les créanciers de la zone euro) et à la mise en œuvre drastique du programme d'ajustement par les autorités grecques, sous surveillance serrée de la troïka (Commission, BCE, FMI). Sa mise en place effective est conditionnée par l'évolution de la situation politique grecque.

Le drame grec, qui pourrait paraître de second ordre au vu du poids de la Grèce, signe ainsi le fait que la valeur reconnue des dettes publiques dépend aujourd'hui crucialement de l'évaluation qu'en font les marchés – quoiqu'on puisse penser de la

---

<sup>2</sup> BNP Paribas, présentant début novembre ses comptes pour le 3<sup>ème</sup> trimestre, prend les devants en annonçant un provisionnement des risques sur les titres publics grecs pour une décote de 60%.

myopie court-termiste de la « valeur de marché » : la signature des Etats est devenue objet d'une évaluation marchande et ce n'est pas une mince évolution ; c'est admis comme tel dans les textes concluant les sommets européens des 23 et 26 octobre. Les titres publics sont traités comme des actifs disponibles à la vente et non plus comme des créances obligatoirement détenues jusqu'à leur terme : dès lors que les banques centrales, BCE incluse, rachètent de tels titres sur les marchés secondaires, elles légitiment de fait cette valeur de marché. Ce changement de régime soumet les Etats à une contrainte financière plus directe et immédiate, qui se répercute sur l'ensemble des institutions détentrices de dettes publiques. Cette évolution peut être jugée antagonique avec le rôle de l'emprunt public comme outil d'investissement de long terme, mais elle traduit les difficultés de l'action publique à œuvrer à la croissance potentielle censée bénéficier de ces investissements.

Si la décote de 50% de la dette grecque détenue par les créanciers privés reste considérée comme un acte « volontaire » de la part de ces derniers, elle ne constituera pas un évènement de crédit déclenchant le débouclage des CDS (*Credit Default Swaps*), c'est-à-dire des assurances qui ont été contractées contre un défaut grec. C'est, à ce jour, encore objet de discussion dans les cénacles *ad hoc*. Un tel débouclage est perçu comme lourd de conséquences peu maîtrisables sur le marché opaque et spéculatif des CDS. Mais si une telle « assurance » ne sert pas face à un sinistre constitué par une perte de 50% sur une créance, quel est son intérêt pour un prêteur honnête ? La décision récente du Parlement européen d'interdire la vente à nu de CDS souverains porte un coup à ce marché spéculatif. La conséquence logique du dénouement grec et de cette décision devrait être la confirmation de primes de risque élevées mais transparentes sur les emprunteurs douteux.

En admettant, le 21 juillet 2011, le principe d'une restructuration de la dette grecque et de l'implication des créanciers privés, les dirigeants européens, à l'encontre des avertissements répétés de la BCE, ont-ils ouvert la boîte de Pandore, en rompant le contrat de confiance sur les dettes publiques ? Brandissant le risque d'une réaction en chaîne, la BCE, forte de son autorité, n'a pas favorisé la formation d'un compromis viable entre les parties prenantes, ni facilité le dialogue avec les dirigeants allemands favorables à l'implication des créanciers privés ; elle a peut-être accru la probabilité d'une telle réaction, qui s'est amorcée au cours de l'été. La décote désormais plus franche de la dette grecque doit aller de pair avec le renforcement d'un système de défense collectif étouffant dans l'œuf les prémices de contagion. La réforme du FESF constitue un pas important en cette direction, sans qu'il puisse être garanti qu'un seuil décisif ait été franchi.

## **La recapitalisation et la restructuration des banques**

Dès lors que le jugement des marchés s'exerce à l'encontre de grands Etats, centraux dans la vie de l'Union, le retour de bâton, par la dévalorisation effective ou latente des dettes publiques, frappe de plein fouet les banques depuis l'été. Les déclassements des dettes italienne et espagnole par les agences de notation, la menace sur la notation de la France, Etat le plus endetté parmi les derniers détenteurs de la meilleure note, participent au mouvement. L'IASB (*International Accounting Standards Board*) entend faire respecter les normes impliquant l'évaluation des titres publics à la valeur de marché dans les actifs bancaires, à l'encontre de la convention initialement retenue dans la procédure d'échange mise sur pied pour la dette grecque. Les autorités prudentielles européennes ont leur rôle à jouer, sans s'en laisser conter par les injonctions de l'IASB, pour crédibiliser le provisionnement des décotes dans les bilans autour de solutions convenables pour les créanciers et les débiteurs : elles restent aujourd'hui peu audibles.

Les *stress tests* subis par les banques, au début de l'été, ont ignoré le risque systémique lié à l'effet de résonance entre la défiance envers les Etats et celle envers les institutions financières. Le scénario macroéconomique « adverse » retenu par ces *stress tests* était basé sur une croissance très faible, mais encore positive, en 2011 et 2012 : ce scénario permettait encore aux quatre grandes banques françaises soumises à ces tests d'engranger, sur ces deux années, des résultats permettant de couvrir le coût accru du risque tout en respectant largement la contrainte minimale de fonds propres (un *Core Tier 1* de 5%, les quatre banques françaises testées réalisant un ratio moyen de 7,5%). Ce n'était certes pas un scénario de l'extrême...

Le sommet européen des 23 et 26 octobre a adopté un ensemble coordonné de mesures pour restaurer la confiance dans le secteur bancaire (*banking package*) : les banques devront atteindre d'ici la mi-2012 un ratio de fonds propres durs (*Core Tier 1 equity*) de 9%, avec un coussin (*buffer*) supplémentaire prenant en compte le degré d'exposition à la dette souveraine, évaluée à sa valeur de marché au 30 septembre (cette date de référence étant figée de manière à éviter le bradage de dette souveraine par ses détenteurs). Cette norme de 9% est anticipée par rapport à l'échéancier initial de Bâle III mais elle est ouverte aux titres hybrides. Les banques sont vivement incitées à mobiliser du capital privé et des ressources internes, par voie de restructurations et de limitation de la distribution de bonus et dividendes, pour se recapitaliser sans réduire à l'excès leur portefeuille d'actifs. Si cet effort ne

suffit pas, elles pourront avoir recours à l'aide des gouvernements nationaux, puis, si nécessaire, aux apports du FESF. Au-delà de la recapitalisation de court terme, les dirigeants européens ont insisté sur la nécessité d'améliorer l'accès des banques à des ressources de moyen et long terme, afin d'éviter un rationnement durable du crédit, notamment de la part de groupes bancaires implantés dans plusieurs pays, qui pourraient réduire leur offre de crédit dans certains d'entre eux. C'est là un engagement qui ne va pas de soi. D'ici la mi-2012, nombre de banques seront tentées de couper dans leurs actifs et auront du mal à attirer les investisseurs. L'accès des entreprises et des ménages au crédit risque d'en faire les frais, alors même que l'activité économique est d'ores et déjà sur une pente de repli.

Les dirigeants bancaires ont régulièrement mis en avant le renforcement effectif des fonds propres, réalisé au fil de l'eau depuis 2009 par la mise en réserve de profits retrouvés. C'est devenu un argument insuffisant, dès lors que l'aversion au risque des investisseurs change la dimension des fonds propres requise comme normale et rapproche l'horizon requis pour le respect de la norme. Mais les nouvelles recapitalisations ne devraient pas intervenir indépendamment de restructurations souvent différées après l'épisode de 2008-2009. Si ces recapitalisations sollicitent des ressources publiques, nationales ou communautaires, les Etats ont à faire valoir leurs points de vue dans l'orientation de ces restructurations, en particulier pour éviter un rationnement du crédit désastreux pour les perspectives de croissance : prises de participation publiques et nationalisations temporaires sont à envisager.

La controverse à répétition, au cours de l'été, entre les tenants de la recapitalisation inévitable et ceux de la dénégation, a relégué au second plan le traitement de cette question des restructurations, pourtant essentielle. On a le sentiment qu'en France nombre de dirigeants financiers de haute volée, peut-être convaincus de l'inutilité de regonfler les fonds propres des banques, ont nié, aussi longtemps que possible, la nécessité des recapitalisations pour conserver la main sur les réorganisations bancaires, sans ingérence des acteurs politiques et sociaux<sup>3</sup>. A l'entrée de l'automne, l'annonce du démantèlement de Dexia, entre autres événements, signe le terme de cette attitude. La nécessité des recapitalisations devient un fait admis. L'ordre de grandeur avancé par le FMI (un besoin de recapitalisation, induit par les risques souverains, de l'ordre de 200 milliards d'euros

---

<sup>3</sup> Voir par exemple les déclarations de François Pérol, président de la Fédération Bancaire Française, de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, de Jacques de Larosière, ancien gouverneur de la Banque de France et directeur du FMI, interviewés respectivement dans Les Echos des 5 septembre, 16 septembre et 3 octobre. Fin octobre, Christian Noyer admet un besoin de recapitalisation des banques françaises de l'ordre de 10 milliards d'ici la mi-1992, échéance désormais fixée pour le respect des normes de Bâle III.

pour l'ensemble des banques européennes), encore considéré il y a peu comme de l'intox, devient une référence courante, retrouvée par des calculs prenant en compte à la fois une accélération du respect des normes de Bâle III et la décote des dettes publiques<sup>4</sup>. Une révision des *stress tests*, incluant une décote significative des dettes publiques des Etats menacés et une accélération de la convergence vers les normes de Bâle III fait apparaître une cinquantaine de banques européennes en besoin de recapitalisation, plutôt qu'une petite dizaine.

Le sommet européen du 23 octobre entérine un besoin modéré de renforcement des fonds propres bancaires, de l'ordre d'une grosse centaine de milliards d'euros, dont environ les trois quarts concentrés sur les banques grecques, espagnoles, italiennes et portugaises. Evidemment, l'exposition directe de ces banques à la dette nationale compte mais cet effet est amplifié par la valorisation de marché de cette dette. Cette valorisation introduit des distorsions entre des banques qui portent des obligations publiques qui s'apprécient, parce qu'elles constituent (encore) des placements refuge, et les banques qui sont négativement affectées par le poids des obligations dégradées dans leurs bilans. En conséquence, les besoins de recapitalisation agrégés des banques françaises et allemandes sont estimés, pour chacun des deux pays, à moins d'une dizaine de milliards d'euros. Ces montants estimés semblent, pour l'instant, à la fois rassurer les banques et les marchés, à mi-chemin du « trop » et du « pas assez », *a fortiori* si la conversion de titres hybrides en capital peut être mobilisée. Le réalisme de ces chiffres suppose que les effets de contagion systémique, qu'ils passent par des canaux financiers (l'accès à la liquidité) ou réels (une forte rechute récessive) soient désormais stoppés par les décisions prises. Pour les banques françaises, dont l'exposition globale aux débiteurs privés aussi bien que publics des pays menacés (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) est élevée, ce n'est pour l'instant pas cher payé.

## **La fin de la banque universelle ?**

Les banquiers européens, spécialement français, ont affiché, depuis le début de la crise, leur confiance dans les vertus du modèle de banque universelle, plutôt protecteur pendant la phase des années 2008 et 2009, lorsque les déboires de la banque de financement et d'investissement (BFI) ont pu être absorbés, à des degrés divers, par la résistance de la banque de détail (BdD). La menace pesant sur le modèle européen de financement de l'économie, mobilisant davantage les banques que les marchés, s'est dessinée assez vite, une fois passé le paroxysme financier de

---

<sup>4</sup> Cf., par exemple, "Cushion Calculations", *The Economist*, October 15th 2011.

2008-2009 : nombre de banquiers ont exprimé la crainte que les nouvelles règles de Bâle III, matérialisant l'aversion au risque, réduisent sensiblement la capacité de distribution du crédit par les banques, en obligeant à un provisionnement excessif des risques par des fonds propres surdimensionnés.

Mais, avec l'extension de la défiance à l'actif « sans risque » constitué par les titres publics, le fort effet de levier qui va de pair avec ce modèle de banque universelle – des fonds propres limités lorsqu'ils sont rapportés à la taille du bilan, des dépôts en deçà des besoins de refinancement suscités par l'activité de crédit – est devenu un indicateur de faiblesse : les banques concernées, vulnérables aux tensions sur la liquidité, sont désormais priées de réduire la taille de ce bilan ; elles ont commencé à se défaire d'actifs et d'activités jugés moins stratégiques pour leur pérennité ; ironie de l'histoire, elles s'apprêtent à vérifier le respect des ratios de Bâle III beaucoup plus vite que ce n'était initialement envisagé. Comme ces banques universelles sont très engagées dans le financement d'activités internationales consommatrices de liquidités en dollars, elles sont vulnérables à la restriction des apports de telles liquidités par les acteurs qui en disposent. Les fonds monétaires américains, circonspects à l'égard de la santé des banques européennes, se désengagent de leur financement et sont incités par leurs propres régulateurs à se recentrer sur leur marché domestique.

Les banques européennes sont-elles victimes de dérives macroéconomiques et budgétaires qui leur sont exogènes ? C'est ce que mettent en avant nombre de dirigeants bancaires. Il est incontestable qu'elles ne sont plus maîtresses du jeu dès lors que la dévalorisation des dettes publiques affecte leurs bilans et que la mise en cause de l'euro affecte leur capacité à capter dépôts et financements interbancaires. L'impact de la dévalorisation des dettes publiques sur un bilan bancaire n'est pas réductible à un calcul comptable d'ordre arithmétique : les effets d'interdépendance systémiques, notamment via la dépendance au marché de gros de la liquidité, peuvent exercer des effets radicaux sur la viabilité anticipée d'une entité financière – ce que peut refléter, quitte à surréagir, son cours de bourse. L'effondrement des cours bancaires, disproportionné au regard d'une stricte répercussion comptable des décotes envisageables de dettes publiques, l'est peut-être moins s'il reflète le doute sur la viabilité anticipée du modèle de banque universelle et donc sur la pérennité des banques dans leur organisation et leur périmètre actuels.

Justifiée ou non, la défiance à leur rencontre pousse au rétrécissement de l'ambition des banques universelles. On peut y voir une revanche, sciemment

réfléchi, de la finance « anglo-saxonne » sur la finance « continentale », ainsi qu'une prééminence induite de modes de notation, via les ratings d'agence et les CDS volatils, faisant la part belle à cette finance anglo-saxonne ; mais, dès lors que les banques continentales se sont volontairement insérées dans une activité globalisée, où le dollar reste la devise-clef, elles ne peuvent prétendre échapper à ces critères de jugement. Elles sont conduites à envisager un rééquilibrage de leurs activités et une refonte de leurs modèles de profitabilité. Elles ne peuvent s'exonérer de l'interrogation sur l'efficacité, micro- et macro-économique, des modèles qu'elles ont adoptés : quand la taille des bilans agrégés des banques françaises devient particulièrement élevée, plus que dans les pays comparables, en proportion du PIB national, on peut s'interroger sur cette efficacité pour la croissance nationale. Et les besoins de financement auxquels pourvoient les mises de fonds, en Europe et dans le monde, d'une banque universelle peuvent s'inscrire dans la montée de déséquilibres dangereux, participant à un endettement non soutenable des emprunteurs privés et publics, surtout si les investissements ainsi financés sont mal orientés et tombent dans l'excès (voir le secteur immobilier dans plusieurs pays). Bâtir sa profitabilité bancaire sur des effets de levier qui concourent à ce type de dynamique est évidemment risqué. Le jour où les déséquilibres doivent être corrigés et le surendettement résorbé, le retour de bâton est douloureux. Si le modèle de banque universelle a porté des dynamiques d'endettement sans résultats à la hauteur en termes de productivité, d'emploi et de croissance durables (la « croissance potentielle »), c'est un facteur d'affaiblissement structurel de ce modèle.

La mise en cause du modèle de banque universelle se répand. Au Royaume-Uni le rapport de la commission Vickers, publié à la mi-septembre, propose de cloisonner la banque de détail pour éviter le subventionnement de la BFI par les garanties publiques aux déposants. En Allemagne, des responsables chrétiens- et sociaux-démocrates, des dirigeants d'entreprise y pensent <sup>5</sup>. Le commissaire européen Michel Barnier se déclare prêt à l'examen de la question. L'idée d'un *Glass-Steagall Act* à l'européenne, séparant les activités de BdD et de BFI, fait son chemin. Cette mise en cause soulève la question plus vaste de la réforme des circuits financiers permettant de mobiliser efficacement la vaste capacité d'épargne européenne : si l'activité de transformation des banques devient davantage contrainte, quels sont les

---

<sup>5</sup> A titre d'exemple : « J'ai déjà plaidé pour la suppression des banques universelles, de façon à ce que nos banques soient consacrées au financement de l'économie...Un principe économique fondamental veut que celui qui prend des risques en assume la responsabilité. Si ce principe n'est plus valable, alors on désoriente totalement notre économie de marché. Ce n'est pas possible que, lorsqu'on se porte bien, on prenne des risques importants et gagne énormément d'argent et que, au moment où cela va mal, ce soit le contribuable qui supporte ces risques. Tout cela doit changer, car les citoyens monteront sur les barricades quand la prochaine tournée arrivera, si par exemple il faut de nouveau recapitaliser les banques ». Franz Fehrenbach, président du directoire de Bosch, *Les Echos*, 10 octobre 2011.

canaux envisageables de mobilisation de cette épargne, sachant que la conjonction de la baisse des rendements – hors primes de risque – et des besoins d'investissement à long terme a de quoi laisser perplexes des investisseurs davantage averses aux risques ? En France, l'assurance-vie, support privilégié d'épargne, devient moins attractive : du côté des épargnants, le doute sur les obligations publiques qui constituent le placement prioritaire de l'assurance-vie met en cause son rendement, voire sa solidité ; du côté des banques, grosses distributrices d'assurance-vie, les contrats d'assurance-vie ne renforcent pas la liquidité de leurs bilans, si bien qu'elles proposent d'autres produits à leurs clients.

La banque universelle était le modèle retenu par les banques européennes pour aller à l'assaut du monde : la mise en cause de ce modèle pourrait entraîner le retour à une forme de régionalisation bancaire. Les banques européennes vont devoir contracter leur activité aux Etats-Unis et sont confrontées, en Europe même, au retour du risque pays. La coordination internationale est trop évanescence – le G20 des 3 et 4 novembre en fut encore l'illustration – pour éviter une fragmentation des conditions de liquidité. A la mi-septembre, les grandes banques centrales ont annoncé la conduite en commun d'opérations de prêts en dollars à trois mois pour assurer les besoins en liquidités des institutions financières. Il reste que chacune d'entre elles est prioritairement attentive aux conditions de liquidité internes. L'opération *twist* engagée par la FED, qui consiste à céder des Bons du Trésor à court terme dont elle dispose pour acheter des obligations à long terme, en vue de faire baisser les taux publics à échéance longue jusqu'à des niveaux faibles (négatifs en termes réels), accentue l'avantage dont bénéficient les Etats-Unis pour le financement de leur déficit fédéral, en dépit du déclassé de leur notation intervenu cet été et des inquiétudes sur leur capacité à maîtriser la dynamique de leur dette. Les dirigeants américains ont beau jeu d'appeler ceux de l'Europe à l'exercice de leur responsabilité.

Dans l'immédiat, le *deleveraging*, c'est-à-dire la réduction de l'effet de levier qui va s'imposer aux banques européennes, va peser lourd à l'encontre de leur capacité de distribution du crédit et donc de l'activité économique elle-même. Les grandes entreprises qui disposent d'une trésorerie importante s'y préparent et gèrent cette trésorerie avec circonspection envers les banques qui accueillent leurs dépôts. Les PME risquent d'en souffrir bien davantage. Et si l'activité de BFI des grands établissements se réduit, le risque existe que ce soit une voie royale ouverte aux activités des banques de l'ombre (*shadow banking*). La BCE pare au plus pressé et

exerce son rôle de prêteur en dernier ressort, en renouvelant l'allocation illimitée de liquidités aux banques, à taux fixé et sur un horizon d'un an.

## **La réforme de la zone euro**

### ***L'Allemagne, la France et les autres***

Les dirigeants allemands et français font effort de concertation au plus haut niveau, mais, outre que leurs annonces ne sont pas toujours du goût des autres pays, elles manifestent force difficultés à avoir prise sur la réalité. A la mi-août, la chancelière allemande et le président français prônent un gouvernement économique de la zone euro, sans que cette idée de principe apparaisse, à ce stade, dotée d'une portée assez opérationnelle pour endiguer la dérive baissière des marchés. Les acteurs économiques et financiers doutent de la solidité de l'entente franco-allemande sur des mesures et des dispositifs capables de stopper sans délai la surenchère de la défiance : l'équilibre entre la solidarité, pour assister les pays défaillants ou menacés, et la conditionnalité, pour que ces pays s'engagent à des corrections tangibles de leurs déséquilibres, n'est pas aisé à définir. La vulnérabilité française déséquilibre le couple franco-allemand : l'activisme du président Sarkozy masque mal cette vulnérabilité, qui se manifeste par la montée de l'écart entre les taux d'intérêt sur les emprunts publics français et allemand, tandis que la chancelière Merkel avance prudemment à tâtons, au plus près de l'opinion allemande et de l'état d'esprit de sa coalition. En l'absence d'un consensus commun à tous, d'autres pays créanciers sont tentés de définir unilatéralement leurs conditions : ainsi la Finlande a-t-elle exigé de la Grèce des garanties tangibles pour consentir à son soutien.

La conception et l'actualisation du rôle de la BCE participent aux tensions franco-allemandes. La BCE n'a pas altéré son engagement anti-inflationniste mais l'a complété, sous la pression des circonstances, mais de manière assumée, par l'exercice et l'extension de sa responsabilité à l'égard de la stabilité financière. Elle a mis en œuvre des politiques non conventionnelles, en rachetant, sur les marchés secondaires, les titres publics des pays attaqués et en ouvrant des facilités de liquidité aux banques en état de manque. Elle a actualisé et relancé ces politiques, dès lors que l'urgence s'en est fait sentir, depuis l'été 2011. Cette politique, qui n'est pas sans conséquences pour le bilan de la BCE, a suscité le désaccord et le départ de responsables allemands de la banque, restés strictement fidèles à l'héritage de la Bundesbank. Un désengagement allemand ne serait pas de bon augure pour le sort de la monnaie unique. Le débat est vif en Allemagne sur la réforme de la gouvernance européenne et la place de l'Allemagne. Les tenants d'une « ligue du

nord », au sein de l'Europe, s'opposent à ceux qui envisagent un progrès sous conditions vers une option fédérale. Globalement, il semble cependant, au vu notamment des derniers votes du Bundestag, qu'un consensus dominant pour la sauvegarde de la zone euro soit en voie de s'imposer en Allemagne, avec la contrepartie d'une conditionnalité sérieuse et renforcée sur les politiques nationales.

### ***La viabilité de la zone euro reste à construire et conditionne celle de l'Union***

Le paquet législatif sur la gouvernance économique, renforçant la coordination et la surveillance des politiques économiques et budgétaires dans la foulée des sommets du printemps et du Pacte euro Plus, s'appliquera pleinement dès le début 2012 et donnera chair au semestre européen<sup>6</sup>. Ce paquet n'épuise pas le besoin de réforme radicale de la zone euro, qui se concentre sur une série de points clefs :

– Une gouvernance qui franchisse un seuil en termes de légitimité et d'efficacité, c'est-à-dire un gouvernement économique capable d'impulser un fédéralisme conditionnel, où la solidarité en cas de coup dur ait pour contrepartie le respect des devoirs dans la prévention et la correction des déséquilibres. L'Allemagne ne rentrera pas dans un tel dispositif sans une conditionnalité à la hauteur. La chancelière a appelé à une adaptation des traités européens pour que puisse s'exercer un contrôle plus contraignant sur les Etats ne respectant pas les règles budgétaires. Mais cette conditionnalité sera difficilement acceptable, par les Etats comme par les opinions publiques, si la zone euro et l'Union ne se dotent pas d'une capacité d'action collective capable d'impulser la croissance commune de la zone. Des règles d'or nationales, transposant en droit interne les règles communes, n'ont pas le même sens selon que l'Union dispose ou non de capacités d'action budgétaires et d'endettement élargis. Les conclusions du sommet du 26 octobre propre à la zone euro énoncent sans fard les contraintes nouvelles et formelles de conditionnalité préventive s'imposant aux Etats membres, mais ont peu de choses à dire sur une politique commune de croissance<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Pour un commentaire du Pacte pour l'euro, voir la *Lettre du CEP*, « Le Pacte pour l'euro : les noces difficiles de la compétitivité et de la solidarité », *Lettre du Centre Etudes & Prospective du Groupe ALPHA*, n°6, avril 2011. <http://www.groupe-alpha.com/data/document/lettre-cep-6-pacte-pour-euro.pdf>

<sup>7</sup> Ces conclusions sont présentées dans un texte intitulé *Euro Summit Statement*, qui contient deux annexes, la première, de nature procédurière, intitulée *Ten measures to improve the governance of the euro area*, et la seconde, consacrée aux banques, *Consensus on banking package*.

[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/125644.pdf)

Voir sur cet enjeu de la gouvernance européenne : Christophe Degryse, Philippe Pochet, « Union monétaire, coordination économique et légitimité démocratique », *ETUI Policy Brief*, n°5 /2011

– Un *leadership* politique au sein de la zone euro, nécessaire à sa viabilité. Son besoin est reconnu, des méthodes se dessinent (comme les sommets réguliers de la zone euro) mais sa nature et sa légitimation sont encore bien floues. Le sommet du 26 octobre inaugure des procédures mais il n'est pas sûr qu'il ait simplifié le problème, lorsqu'il traite de la cohabitation entre la fonction nouvelle de Président des sommets de la zone euro (qui ne sera autre pour l'instant que le président du Conseil européen) et celle préexistante de Président de l'Eurogroupe. La Commission européenne en rajoute, en promouvant le commissaire Olli Rehn « chargé des affaires économiques et monétaires et de l'euro ». La zone euro se voit donc dotée, d'un coup, de trois représentants, sans parler de la BCE....

– La correction et la prévention des déséquilibres, de compétitivité notamment, qui minent la viabilité de la zone euro, c'est-à-dire la capacité de ses membres à vivre en union monétaire. Ce n'est pas qu'affaire de gouvernance mais aussi d'action sur les modèles de croissance nationaux. Tous les pays ne seront pas l'Allemagne mais la compatibilité des modèles nationaux est à promouvoir et à organiser. Au cours des années 2000, la disparité des trajectoires est devenue telle qu'il en résulte aujourd'hui un problème existentiel fondamental pour la viabilité de la zone. Les politiques de retour à la croissance ont à relayer le soutien de la demande par l'impulsion de l'offre compétitive, bénéficiant d'une sélectivité des dépenses publiques favorable aux investissements de long terme, en particulier dans le développement des compétences humaines.

– Le financement, public et privé, de ces investissements de long terme. L'action publique pour orienter convenablement les restructurations bancaires et financières est nécessaire à la consolidation du retour à une croissance durable : le discrédit jeté sur le modèle de banque universelle risque en effet de pousser encore plus à la désintermédiation, les banques réduisant les prêts à long terme et les entreprises recourant davantage directement aux marchés. Du côté public, en situation de sous-emploi, l'excédent d'épargne est un argument pour la relance budgétaire, mais lorsque la dette publique n'est plus considérée comme un exutoire naturel à cet excédent d'épargne, le message keynésien perd en force de conviction : la maîtrise de la dette et la crédibilité de la gouvernance publique sont nécessaires pour réinitialiser une politique d'investissement public.

Pour vivre, la zone euro doit évoluer comme une coopération renforcée qui impulse l'intégration européenne : aujourd'hui les désordres de la zone deviennent un handicap pour cette intégration, en nourrissant les risques de fragmentation du

marché unique et de l'Union elle-même : soit que l'éclatement de la zone euro y contribue directement, soit que les pays hors zone euro, tenus à l'écart de débats et de décisions cruciaux, finissent par se laisser et par jouer leur propre partition. L'inquiétude sur la solidité du marché unique est tangible du côté britannique ou polonais. La réalité de l'espace européen, comme communauté d'intérêts et appui à une insertion maîtrisée dans la mondialisation, est menacée de dilution.

Dans les cénacles et sommets européens, ces enjeux de société communs aux citoyens d'Europe se jouent principalement dans un jeu à trois : des dirigeants politiques souvent dépassés par la vitesse et la complexité des événements ; des technocrates qui traitent sur un mode cartésien les épisodes successifs de la crise comme autant de dossiers techniques, sans être maîtres des conditions de viabilité des solutions qu'ils inventent ; des financiers soumis à conflits d'intérêt, dès lors que les intérêts particuliers des institutions qu'ils gèrent contaminent lourdement leur approche de l'intérêt général. Le Parlement européen fait heureusement de plus en plus entendre sa voix dans les controverses sur les mesures appropriées. C'est cependant insuffisant pour que les solutions apportées à la crise européenne fassent sens pour les citoyens des différents pays. Les gouvernements, souvent affaiblis et désemparés, disposeraient d'une autre force s'ils étaient en mesure de se prévaloir, auprès de leurs opinions publiques, d'efforts crédibles et tangibles de cohésion sociale : ces efforts ne sont pas à renvoyer à l'agenda d'après-crise, mais sont une condition pour que les citoyens et salariés des pays européens fassent leur la sauvegarde du projet d'intégration européenne. Peut-être faut-il comprendre l'annonce puis le retrait du référendum grec comme un lapsus politique révélateur du refoulé de la crise européenne.