



Eric Lascelles
Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

POINTS SAILLANTS

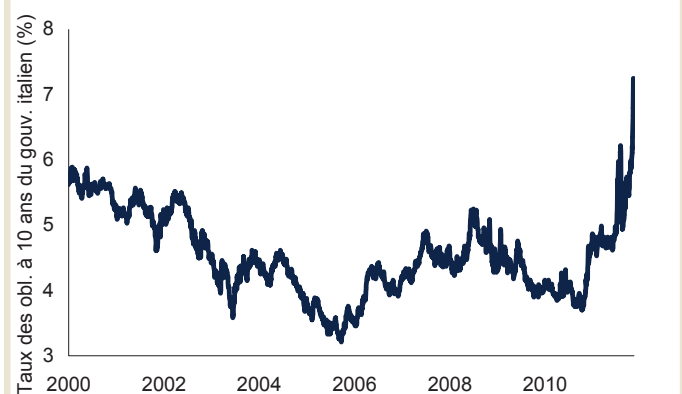
- › L'Europe est toujours empêtrée dans un cycle de renflouements insuffisants et d'illiquidité croissante.
- › La situation budgétaire de la Grèce est encore insoutenable malgré le dernier plan de sauvetage.
- › Contrairement à l'opinion courante, l'Italie semble solvable.
- › Les plans de sauvetage des banques sont décevants, mais pourraient être suffisants.
- › Il est peu probable que l'Europe provoque une crise financière mondiale, mais son économie devrait ralentir.

UN AIR DE DÉJÀ-VU EN EUROPE

La situation en Europe a un air de déjà-vu. Les marchés ont été aveuglés temporairement par (encore) un autre plan de sauvetage, mais le vernis a commencé à s'écailler et à révéler des aspects peu convaincants et une envergure décevante. Un autre pays – l'Italie – a été entraîné dans la spirale de la crise, et les discussions font rage quant à savoir s'il a franchi le point de non-retour. Et il ne semble pas qu'il sera le dernier. D'autres pays sont susceptibles de trébucher, et les dirigeants doivent prendre d'autres mesures.

Dans le présent rapport, nous jetons un nouvel éclairage sur la crise budgétaire européenne sous forme de questions et réponses. Ce faisant, nous réitérons notre opinion, à savoir que la situation de la Grèce demeure insoutenable même après la dernière remise à flot ; que l'Italie devrait pour sa part continuer d'être solvable malgré ses difficultés récentes ; qu'il subsiste néanmoins un risque que la crise se propage à un ensemble encore plus important de pays ; que le plan de recapitalisation du secteur bancaire est insuffisant, mais pourrait tout de même faire l'affaire, et que les dirigeants européens doivent étoffer et préciser leurs plans de sauvetage, et idéalement les bonifier. La volatilité devrait demeurer forte sur les marchés au cours de l'épisode, et les mauvaises nouvelles en provenance de l'Europe pourraient continuer d'éclipser les bonnes nouvelles pendant encore quelque temps. Mais il est peu probable qu'on assiste à une contagion mondiale de l'envergure de celle de l'automne 2008.

Figure 1 : Le taux des obligations italiennes sert de signal d'alerte



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Comment réagissent les marchés ?

Les marchés ne font pas consensus. En particulier, il existe une curieuse divergence entre les actions et les obligations. Les taux des obligations d'État augmentent dans les pays en difficulté situés à la périphérie du continent, ce qui reflète le scepticisme croissant quant au bien-fondé des mesures prises par les dirigeants (figure 1). Ailleurs, les taux des obligations d'État se maintiennent toujours près des valeurs planchers, de sorte que ces titres font figure de valeurs refuges.

Cette situation tranche avec celle des marchés boursiers, qui se sont fortement redressés depuis la fin septembre et ont regagné une bonne partie du terrain perdu l'été dernier (figure 2). Cette divergence n'est pas tout à fait irrationnelle. Elle tient compte de l'amélioration de l'ensemble des données économiques à l'extérieur de l'Europe et reconnaît les résultats incroyablement résistants du secteur des sociétés.

Il est possible que la tendance divergente se poursuive, soutenue par des entreprises qui sont bien outillées pour affronter un recul et dont la situation n'a rien à voir avec celle des États endettés jusqu'au cou. Mais il est plus probable qu'une certaine convergence se dessinera entre les actions et les obligations, le risque étant que les marchés boursiers soient contraints d'admettre que le déclin automnal en Europe constitue encore le thème principal pour les marchés mondiaux et que tout le reste n'est qu'accessoire.

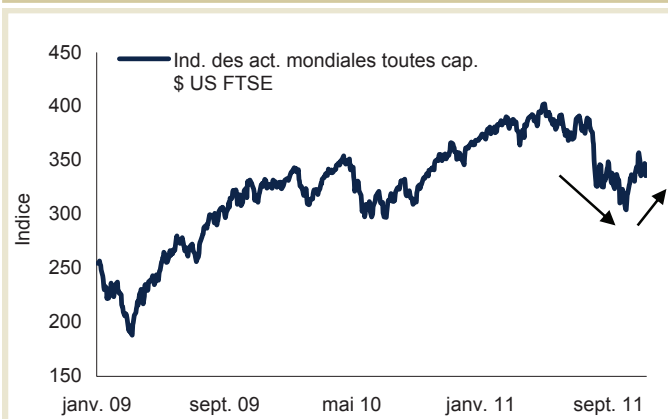
Peut-on rescaper l'Europe ?

Oui, il est tout à fait possible de remettre l'Europe sur pied. C'est ce qui rend les deux dernières années de demi-mesures si frustrantes.

Collectivement, les pays européens ont suffisamment de ressources pour résoudre leurs problèmes budgétaires et bancaires. En fait, la zone euro se compare favorablement aux États-Unis selon la plupart des paramètres d'endettement (figure 3). Le niveau de sa dette publique est moins élevé, son déficit budgétaire est moindre, le solde de son compte courant est supérieur et le fardeau de la dette de son secteur privé est moins lourd. Certes, la zone euro présente des perspectives de croissance à long terme moins favorables que celles des États-Unis, mais au pire, l'Europe obtient la même note que les États-Unis au test de soutenabilité de la dette.

Peut-être que ce raisonnement n'est pas entièrement convaincant. Après tout, les États-Unis ne sont pas précisément un exemple de situation budgétaire idéale. Mais on arrive à la même conclusion en suivant une autre démarche. Il est peu probable que le coût d'absorption de l'intégralité des défauts de paiement des dettes souveraines en Europe dépasse quelque 5 % du produit intérieur brut (PIB) de la zone euro. Si les autres pays du globe participaient au renflouement, la facture n'équivaudrait qu'à 1 % du PIB mondial. De même, le coût ne représente pas plus de 1,5 % de la capitalisation boursière mondiale, et pourtant, les conséquences de l'inaction entraînent parfois des pertes autrement plus élevées dans les portefeuilles de placement.

Figure 2 : Les actions mondiales ont regagné du terrain



Sources : FT, Haver Analytics, RBC GMA

Figure 3 : La zone euro ne va pas si mal dans l'ensemble en % du PIB (est. 2011)

	ZONE EURO	É.-U.
Dette publique	89	100
Solde budgétaire	-4,1	-9,6
Solde courant	0,1	-3,1
Dette privée (non fin.)	171	238

Sources : FMI, RBS, RBC GMA

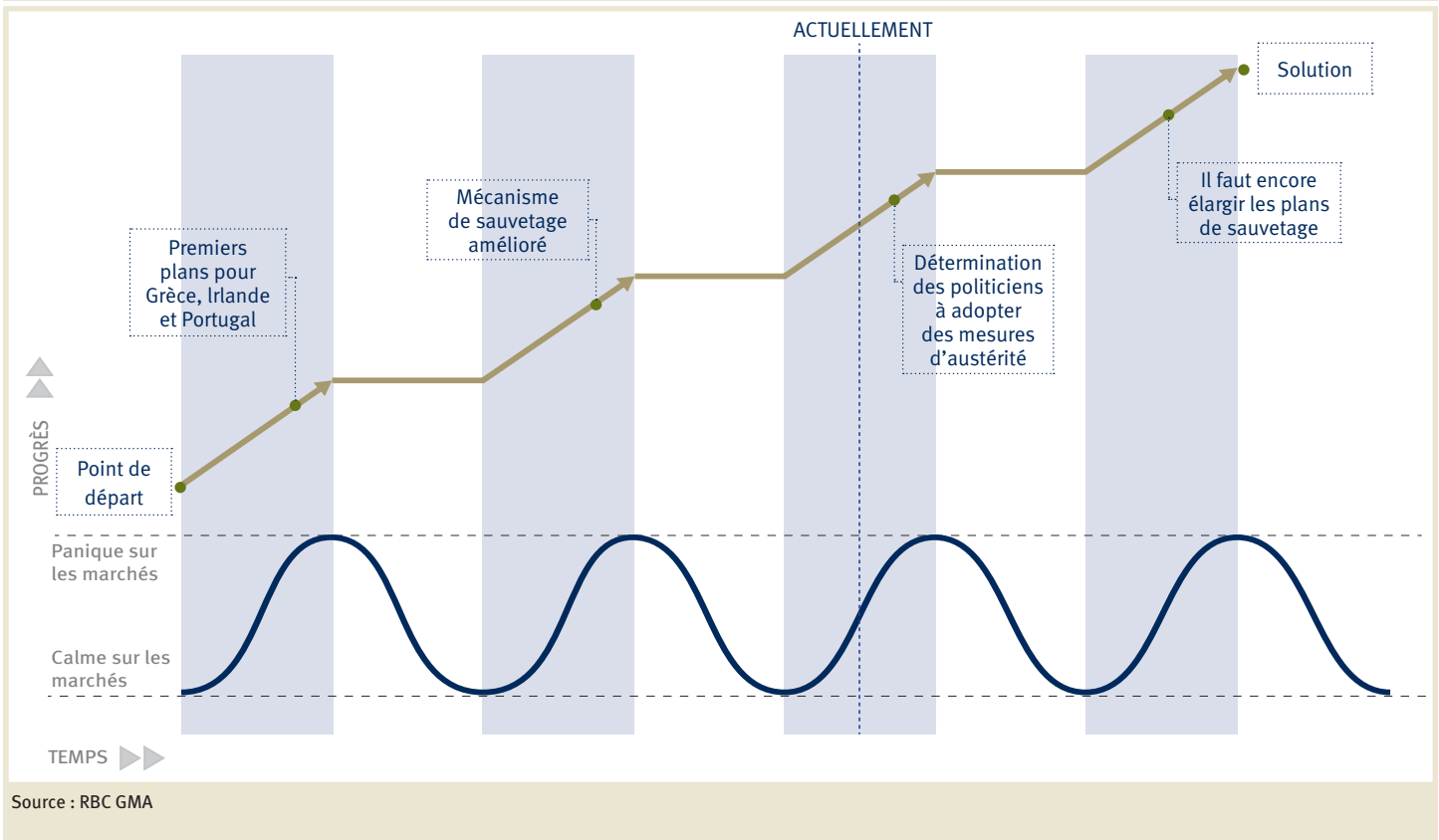
Dans ce cas, qu'est-ce qui pose problème ?

Il y a plusieurs complications. Premièrement, les sources de fonds et de dettes sont mal distribuées en Europe. La majeure partie de la puissance économique se trouve dans le nord de l'Europe, alors que les niveaux d'endettement les plus élevés se trouvent dans le sud du continent.

Deuxièmement, il y a un problème important de coordination politique. Les décisions relatives à la zone euro doivent se prendre à l'unanimité des 17 États membres. Voilà un obstacle de taille lorsqu'il s'agit de virer des sommes gagnées à la sueur de son front à des pays qui ont mis à mal leurs finances et à des banques impopulaires. Honnêtement, il est impressionnant de constater tout ce qui a été fait malgré tout.

Troisièmement, l'abondance de sauveteurs possibles est telle qu'aucune entité ne se sent suffisamment obligée de résoudre unilatéralement le problème. Parmi les intervenants potentiels, citons les pays en péril, leurs homologues de la zone euro en meilleure situation, la Banque centrale européenne

Figure 4 : La panique des marchés incite les politiciens à arriver à une solution



(BCE), le Fonds monétaire international (FMI) et quelques pays en plein développement. Tous bénéficieraient d'une résolution, mais chacun se traîne les pieds dans l'espoir que le suivant prendra le relais. Les pays européens les plus fragiles rechignent à prendre les mesures d'austérité nécessaires. Les pays européens les plus vigoureux n'ont pas envie d'aider leurs voisins dysfonctionnels. La BCE a le pouvoir de changer complètement la donne, mais elle hésite à contrevenir à ses principes ou à porter atteinte à son bilan. Le FMI semble disposé à donner un coup de main, mais pas à absorber une perte. Les pays émergents ont les ressources voulues, mais se demandent pourquoi ils renfloueraient des pays beaucoup plus riches qu'eux.

Pourquoi la crise se propage-t-elle ?

Les trois facteurs susmentionnés amènent les dirigeants à ne réagir qu'après coup à un moment où il leur faudrait prendre les devants. Peut-être que la propagation de la crise est inévitable. Plus particulièrement, rien de moins qu'une véritable détresse sur les marchés semble fournir aux dirigeants européens le

prétexte politique qui leur permet de mettre à exécution un plan de sauvetage impopulaire (figure 4).

La crise se propage parce que les politiciens agissent trop lentement et mollement, de sorte que les marchés anticipent les problèmes. C'est le *statu quo* pour les problèmes actuels : la Grèce ne dispose pas encore d'une solution définitive crédible. Le plan de recapitalisation des banques européennes est plus modeste qu'il ne le faudrait, et la tranche restante de la Facilité de stabilité financière européenne (FSFE) est relativement petite (environ 250 milliards d'euros) comparativement à la taille des pays menacés tels que l'Italie.

En outre, les mesures d'austérité n'ont pas été bien accueillies par les pays endettés. De fait, le plus haut dirigeant de chaque pays menacé a perdu son poste depuis le début de la crise. D'abord l'Irlande, puis le Portugal, la Grèce, l'Italie et – prochainement – l'Espagne. Ailleurs en Europe, les dirigeants ne sont guère plus populaires.

Dans l'intervalle, des organismes de réglementation bien intentionnés rehaussent les exigences de fonds propres des

banques précisément au moment où les évaluations des actifs diminuent, ce qui a pour effet d'étrangler les banques.

Les marchés sont maintenant sous l'influence d'un cercle vicieux (figure 5). Premièrement, la hausse des taux d'intérêt mine la capacité de remboursement des pays, ce qui incite les investisseurs à exiger des taux encore plus élevés. Il y a aussi plusieurs autres circuits d'amplification tels que la détérioration du climat sur les marchés, la diminution de la liquidité et la hausse des exigences en matière de nantissement. Entre-temps, le fonds de sauvetage lui-même est considéré avec suspicion par les investisseurs en raison de son objectif flou et de sa cote triple A précaire.

Aucun de ces éléments ne voue l'Europe à l'échec, mais elle lui complique certainement la tâche.

Est-ce que chaque pays en difficulté souffre du même problème fondamental ?

En apparence, la réponse est oui : chacun est touché par un endettement élevé, une croissance lente et le scepticisme des marchés.

En réalité, toutefois, la réponse est non. D'une part, la provenance de leur endettement varie. En Grèce, au Portugal et en Italie, l'endettement est attribuable à la générosité traditionnelle de l'État, alors qu'en Irlande et en Espagne, des bulles immobilières ont entraîné pour l'économie et le secteur bancaire des difficultés qui ont dégarni les coffres de l'État. Mais c'est maintenant chose du passé.

Aujourd'hui, les différences significatives ont trait aux circuits de la liquidité, de la solvabilité et de la compétitivité (figure 6). La liquidité est la capacité d'emprunter facilement des fonds à court terme à un coût abordable. La solvabilité est la capacité de rembourser ces fonds à moyen terme. La compétitivité est la capacité d'un pays à livrer concurrence au reste du monde à long terme, compte tenu de sa structure de coûts¹.

La Grèce a la réputation peu enviable d'être à la fois illiquide, insolvable et non concurrentielle. Ses titres ne trouvent pas preneur sur les marchés, elle a plus de dettes qu'elle ne pourra

¹ Suivant notre définition, la compétitivité est assez différente de la productivité. Un pays peut être pauvre ainsi que relativement peu productif – par exemple, la Chine –, et être tout de même extrêmement concurrentiel, tant que les salaires qui y sont versés sont proportionnels au niveau de productivité. Le problème dans les pays non concurrentiels tient à ce que les salaires versés sont de loin supérieurs à leur niveau de productivité, et il leur est donc difficile de livrer concurrence aux autres pays du monde.

Figure 5 : Cercle vicieux de l'Europe



Figure 6 : Analyse du problème

PAYS	LIQUIDE	SOLVABLE	CONCURRENTIEL
Grèce	Non	Non	Non
Portugal	Non	Plus ou moins	Plus ou moins
Irlande	Non	Plus ou moins	Plus ou moins
Italie	Plus ou moins	Oui	Non
Espagne	Plus ou moins	Oui	Non
France	Oui	Oui	Plus ou moins
Allemagne	Oui	Oui	Oui

Nota : **Liquide** : se dit de la capacité à obtenir des fonds sur le marché obl.
Solvable : se dit de la capacité de remb. à moyen et à long terme
Concurrentiel : se dit de la compétitivité économique p. r. aux autres pays de la zone euro

Source : RBC GMA

jamais espérer en rembourser, et l'écart entre les salaires versés et la valeur de la production n'y est pas viable.

Les autres pays en difficulté sont atteints de certains de ces maux, mais pas de tous. L'Irlande et le Portugal sont aussi illiquides, mais il reste à voir s'ils sont insolvable. Et bien qu'ils ne soient pas pleinement concurrentiels, leur situation n'est pas désespérée. Par ailleurs, l'Italie demeure (imparfaitement) liquide et, selon nos calculs, est toujours solvable. Mais elle

n'est manifestement pas concurrentielle et a beaucoup de chemin à faire pour revenir sur la bonne voie, à l'instar de l'Espagne.

L'un des problèmes essentiels a trait au fait que l'on continue de traiter principalement les symptômes d'illiquidité des pays européens en difficulté, alors que la question de l'insolvabilité est tout aussi urgente.

L'illiquidité peut être réglée par l'octroi d'un prêt à faible taux d'intérêt. L'insolvabilité ne peut vraiment être réglée que par la dépréciation de la dette du pays.

Étant donné le grand nombre de pays en butte à des difficultés, la Grèce passe-t-elle en second ?

Non. La Grèce demeure la figure de proue. Elle a été le premier pays touché, la situation y est plus malsaine que dans les autres pays, et certaines des solutions qui y sont mises en œuvre résoudront aussi les problèmes qui se posent ailleurs en Europe.

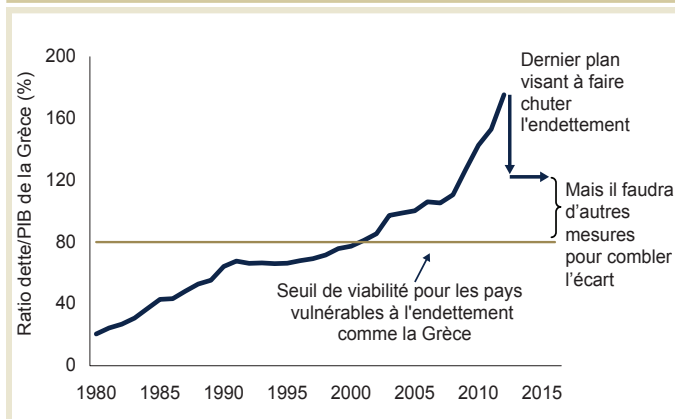
Après avoir brièvement envisagé de tenir un référendum, la Grèce a heureusement fait marche arrière. Un gouvernement d'union nationale provisoire dirigé par Lucas Papademos, ancien gouverneur de la Banque de Grèce et vice-président de la BCE, y est maintenant en poste, ce qui devrait permettre au plan d'austérité de prendre son envol et au gouvernement d'obtenir la prochaine tranche du plan de sauvetage avant qu'il ne manque de fonds à la mi-décembre.

Mais le sort de la Grèce semble toujours peu reluisant. La situation économique est très douloureuse, la population est mécontente² et le secteur bancaire continue de subir une lente saignée de l'ordre de 10 % à 20 % des dépôts par année, car les citoyens retirent leurs fonds afin d'éviter de subir des pertes en cas de faillite bancaire ou de retour à la drachme.

Mais surtout, il est peu probable que le dernier plan de sauvetage replace la Grèce dans une position viable. Le ratio dette/PIB de la Grèce se maintiendra à la valeur trop élevée de 120 %, même après la décote consentie par le secteur privé. Cette valeur est tout simplement intenable pour un pays ralenti par l'austérité et miné par la vulnérabilité à l'endettement qui

² Hélas, l'austérité décriée n'est pas facultative. La Grèce aurait beau manquer à ses obligations aujourd'hui et radier l'intégralité de sa dette, elle devrait malgré tout mettre en œuvre des mesures d'austérité afin de rééquilibrer son budget et de regagner sa compétitivité par rapport aux autres pays de l'Europe. L'austérité a quelque chose à voir avec le niveau d'endettement, mais en partie seulement.

Figure 7 : Le ratio dette/PIB de la Grèce demeure trop élevé



Sources : FMI, RBC GMA

est le lot des États ayant été incapables de rembourser leur dette (figure 7).

La Grèce doit manquer à son obligation au titre de la dette au point où son niveau d'endettement tomberait à 80 % du PIB ou moins. Il n'est pas nécessaire qu'elle agisse de façon désordonnée, et il est peu probable qu'elle le fasse. Pour atteindre l'ampleur voulue, ces pertes ne peuvent être limitées au secteur privé comme le plan actuel le prévoit. Les prêts octroyés par le fonds de sauvetage et les obligations détenues par la BCE devront aussi être visés. Il faudra déployer passablement d'efforts pour en arriver à cette solution.

Quel est le problème de l'Italie ?

L'Italie est le dernier pays en date à avoir été sanctionné par les marchés. Ses coûts d'emprunt ont monté en flèche en raison de la crainte qu'il ne soit le prochain pays à vaciller. L'affaire n'est pas sans conséquence, car la taille imposante de l'économie et de la dette de l'Italie rend problématique tout dénouement qui ne serait même que modérément défavorable. L'économie de l'Italie est la troisième en importance de l'Europe, et la dette publique du pays est la troisième en importance dans le monde. L'Italie doit renouveler la somme impressionnante de 430 milliards d'euros d'obligations au cours de la prochaine année uniquement pour se maintenir à flot.

Autant de vérités que de faussetés sont véhiculées au sujet de l'Italie. Il est vrai que l'Italie a un ratio dette/PIB très élevé de quelque 120 %. Il s'agit du principal reproche qui lui est fait, et il compte. De plus, jusqu'à récemment, le pays n'avait pas la volonté politique d'adopter les programmes d'austérité requis, et ses perspectives de croissance semblent limitées

pour les prochaines années. Prenant acte de la situation, le gouvernement italien a demandé récemment au FMI de commencer à suivre l'avancement de la réforme dans le pays, et il est encore possible que l'Italie puisse avoir accès à un programme de marge de crédit du FMI destiné aux pays qui éprouvent des difficultés temporaires, tout en affichant de solides facteurs fondamentaux.

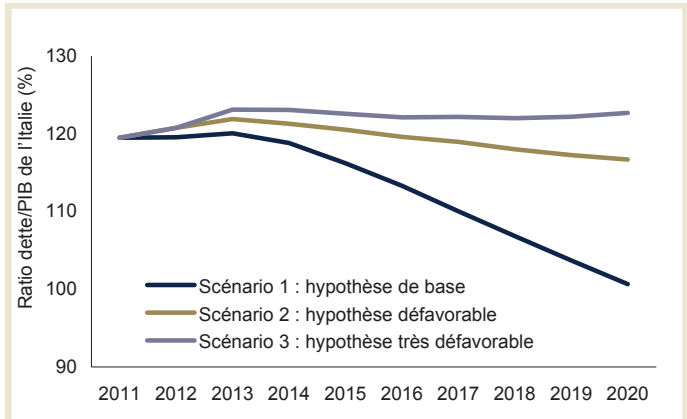
Les idées fausses au sujet de la situation de l'Italie méritent autant d'attention. Le ratio dette/PIB de 120 % de l'Italie pourrait en réalité être soutenable pour deux raisons. Premièrement, notre opinion selon laquelle la Grèce ne peut pas supporter un niveau d'endettement (après le renflouement) similaire tient en partie à la vulnérabilité à l'endettement propre aux pays ayant manqué à leurs obligations de paiement. L'Italie n'est pas dans une telle situation. Deuxièmement, l'Italie affiche un déficit budgétaire inférieur à ceux des autres pays en difficulté, et est déjà en voie d'enregistrer un excédent primaire³. Ainsi, il y a moins d'efforts à fournir avant de revenir à une situation viable.

La dette de l'Italie est également détenue de façon disproportionnée sur le marché intérieur, ce qui la rend moins vulnérable aux forces spéculatives. Sa dette a une durée moyenne inhabituellement élevée de sept ans, ce qui signifie qu'elle restera en majeure partie à l'abri des hausses de coûts d'emprunt pendant un bon moment. L'Italie détient aussi des réserves d'or de quelque 100 milliards d'euros. Au contraire de leur gouvernement prodigue, les Italiens et les entreprises italiennes ont des dettes relativement faibles. L'Italie n'est pas précisément un modèle de prudence en matière de gestion budgétaire, mais ses excès ne sont pas aussi grands que ceux de la Grèce ou du Portugal.

Malgré tout, le marché a encore l'impression que l'Italie est insolvable ou sur le point de l'être. Le principal argument est que le seuil de 7 % du taux applicable aux obligations italiennes à dix ans a été franchi, soit le seuil auquel il a fallu porter secours à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal. Mais selon nos calculs, l'Italie est sans doute différente et fort probablement encore solvable (figure 8).

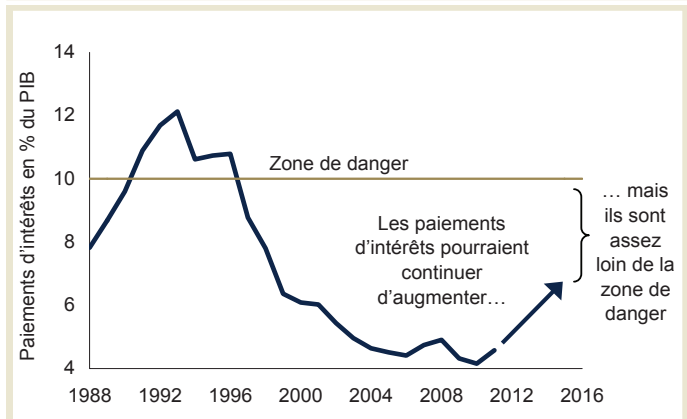
De fait, grâce à son léger déficit, à ses perspectives économiques moins sombres et à la durée élevée de ses obligations, l'Italie affiche un niveau d'endettement étonnamment gérable comparativement aux autres pays. Suivant un scénario réaliste prévoyant un taux de 6,5 % pour les

Figure 8 : Le ratio dette/PIB de l'Italie se stabilise même dans des scénarios défavorables



Scénario 1 Hyp. de base : taux d'int. de 6,5 %, réc. normale, austérité moyenne
 Scénario 2 Hyp. déf. : taux d'int. de 8 %, longue récession, austérité modérée
 Scénario 3 Hyp. très déf. : taux d'int. de 10 %, longue réc., austérité modérée
 Source : simulation de stress, RBC GMA

Figure 9 : Il semble que les paiements d'intérêts du gov. italien demeureront supportables



Source: Haver Analytics, RBC GAM

obligations à dix ans, une récession modérée et une austérité modeste, le ratio dette/PIB de l'Italie diminue avantageusement au cours de la prochaine décennie. Cette baisse n'est peut-être pas considérable, mais elle est nette et progressive. Même la réalisation d'un scénario plus pessimiste, à savoir un taux de 10 % pour les obligations à dix ans et une longue récession, se traduirait par un ratio dette/PIB à peu près stable au cours de la prochaine décennie.

Autrement dit, le coût du service de la dette publique de l'Italie ne représente actuellement que 4,6 % du PIB. Ce paramètre est le test ultime de soutenabilité de la dette. Il est à la fois inhabituellement faible pour l'Italie et loin de la zone de danger de 10 % (figure 9). Même selon un scénario pessimiste au cours de la prochaine décennie, le coût du service de la dette italienne

³ L'équilibre budgétaire primaire désigne les recettes publiques moins les dépenses publiques, compte non tenu des coûts du service de la dette.

serait loin du niveau où il se situait au début des années 1990 ou de la zone de danger.

Voilà une très bonne nouvelle et la confirmation que l'Italie demeure solvable. Donc, le principal risque dans le cas de l'Italie n'est pas de savoir si un coût d'emprunt de 7 % est fondamentalement soutenable ou non. Il l'est. Il s'agit plutôt de savoir si les marchés le croient. La dynamique de la dette est extrêmement sensible, et des changements d'humeur qui paraissent légers peuvent avoir des conséquences disproportionnées (figure 10). Des craintes irrationnelles peuvent se muer très rapidement en craintes rationnelles si le coût d'emprunt atteint un certain niveau. C'est le risque que court l'Italie. L'Italie devrait demeurer solvable, mais elle pourrait certainement recourir à l'aide de la BCE à cette fin.

Son autre défi consiste à restaurer sa compétitivité (figure 11), processus graduel qui nécessitera de nombreuses réformes économiques et réglementaires afin de moderniser le marché du travail et l'économie du pays. Le nouveau premier ministre, Mario Monti, devrait d'ailleurs s'y mettre.

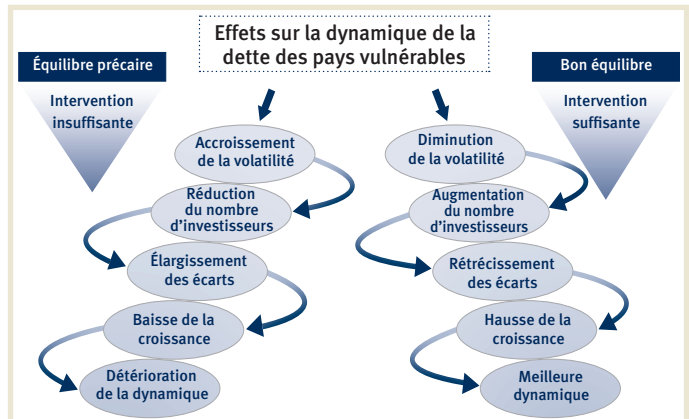
Pourquoi l'Irlande et le Portugal ont-ils disparu du radar ?

On n'entend guère parler de l'Irlande et du Portugal ces jours-ci, ce qui peut sembler étrange, puisque le risque de défaillance de l'Irlande ou du Portugal est, théoriquement, encore plus important que celui de l'Italie.

Toutefois, les marchés ont en réalité raison de diriger leur attention ailleurs. Le risque de défaillance de l'Italie est peut-être faible, mais sa matérialisation aurait d'énormes répercussions. Par contre, l'économie et la dette absolue de l'Irlande et du Portugal sont minimes.

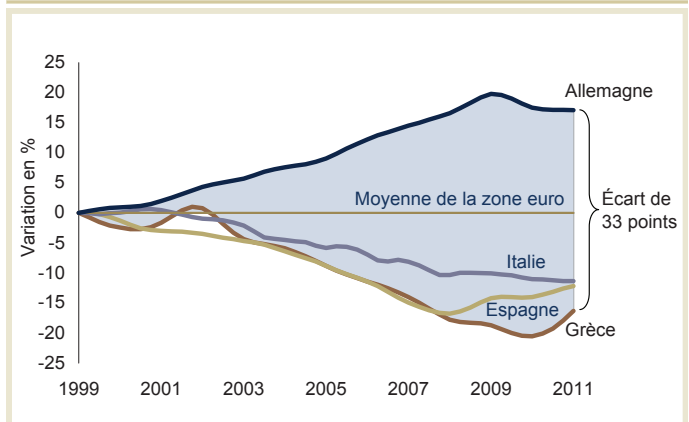
De plus, les deux pays ont toujours une chance de revenir à une situation soutenable grâce aux plans de sauvetage en vigueur. L'Irlande, en particulier, pourrait bien sortir du borbier étant donné ses gains impressionnants de compétitivité et les perspectives de croissance économique au moins modestes. Les deux pays arrivent à composer avec un niveau raisonnable d'austérité. La possibilité d'un défaut de paiement demeure réelle dans les deux cas, mais la Grèce défie toute concurrence à ce chapitre, et le genre de solutions proposées à l'égard de ce pays fournira, au besoin, un modèle utile pour l'Irlande et le Portugal. Les divers remèdes administrés actuellement – par exemple la recapitalisation des banques – ne traitent pas

Figure 10 : Dynamique de la dette



Source : FMI

Figure 11 : L'amélioration de la compétitivité de la zone euro représente un défi de taille



Nota : variation de la compétitivité économique relative depuis l'union monétaire en 1999

Sources : RBC GMA, Haver Analytics

seulement la Grèce, mais protègent aussi l'Irlande et le Portugal contre les risques auxquels ils sont exposés.

Qui sera le prochain à s'attirer les foudres du marché ?

La spirale baissière qui tournoie en Europe a progressé de façon ordonnée. La Grèce y a d'abord été entraînée, puis successivement l'Irlande et le Portugal, et maintenant l'Italie. Il serait naïf de garantir que les problèmes s'arrêteront là, même si l'Italie et les autres pays sont solvables. Le marché cherche des failles, et il pourrait théoriquement en trouver en Espagne, à Chypre, en Belgique, en Autriche ou en France. Honnêtement, l'Espagne est à peu près le seul pays du groupe qui mérite vraiment d'être examiné de près, en raison de sa grande taille,

de son taux de chômage élevé, de ses banques en difficulté et de ses administrations régionales dépensières. De fait, la confiance à l'endroit de l'Espagne commence à s'effriter, comme cela se produit à l'égard de l'Italie, et ses taux se sont récemment envolés pour atteindre les niveaux caractérisant les titres italiens. Mais à l'instar de l'Italie, l'Espagne semble toujours solvable, son fardeau de la dette est plus léger que celui de la France ou de l'Allemagne, et l'élection d'un nouveau gouvernement crédible devrait avoir un effet favorable.

Quant aux autres pays, ils ne présentent ni le niveau d'endettement de l'Italie ni les problèmes économiques de l'Espagne, et en dépit du creusement modéré des écarts, il est difficile d'envisager qu'ils puissent réellement subir les mêmes pressions des marchés. À l'extérieur de la zone euro, l'Europe de l'Est constitue toujours un risque important en raison de ses liens étroits avec la zone euro sous la forme du commerce, des activités bancaires et des flux financiers.

Pourquoi nous soucions-nous des banques européennes ?

Nous nous soucions des banques européennes pour deux raisons. Premièrement, parce que le crédit est vital pour toute économie et qu'un circuit de distribution du crédit déficient entraînerait de graves difficultés pour l'économie européenne. Deuxièmement, parce que le degré d'interrelation du système bancaire mondial est encore tel que la faillite d'une banque européenne d'importance systémique ébranlerait le fondement du système financier mondial.

Les banques européennes détiennent une grande quantité de titres de créance souverains. Habituellement, les banques détiennent toujours beaucoup de titres de créance de leur pays, car il leur est permis de les considérer comme des actifs sans risque. Mais maintenant que la valeur de ces titres est remise en question, les problèmes augmentent (figure 12).

Déjà, les marchés européens de financement montrent des signes évidents de détresse, et de nombreuses banques européennes n'ont pas accès aux marchés de capitaux. La possibilité que les banques n'arrivent pas à renouveler leurs emprunts non garantis représente un risque majeur. S'il n'y avait pas les liquidités abondantes et illimitées que la BCE fournit aux banques de la zone euro, l'Europe aurait plusieurs Lehman Brothers sur les bras.

Figure 12 : Les banques éprouvent encore de grandes difficultés



Sources : Bloomberg, RBC GMA

Heureusement, il est peu probable que la crise de 2008 se répète en tout point. Outre les hauts faits de la BCE, les dirigeants européens se sont engagés de façon répétée et crédible à veiller à ce que toutes les banques européennes d'importance systémique demeurent viables. En l'absence d'une faillite majeure, les répercussions à l'échelle mondiale devraient être limitées.

L'Europe a ordonné aux banques de mobiliser un capital de 106 milliards d'euros en guise de protection contre la crise. Ainsi, même si la Grèce et plusieurs de ses homologues faisaient faillite, les banques seraient en mesure d'absorber les pertes et de poursuivre leurs activités. Nous préférons que le capital réuni soit plutôt de l'ordre de 200 milliards d'euros à 250 milliards d'euros (figure 13) de façon qu'il soit absolument certain que les ressources seront suffisantes, compte tenu en particulier du risque de pertes supplémentaires en raison de la conjoncture de récession. Le coût pour les gouvernements de l'ajout de ressources serait moins élevé qu'il n'y paraît à première vue, puisque les banques doivent d'abord s'appliquer à réunir des fonds en faisant appel au secteur privé et que l'expérience des États-Unis démontre que les renflouements de banques sont souvent tout à fait profitables à la longue.

Malgré nos réserves, il n'est pas exclu que le plan actuel soit suffisant en définitive. Après tout, des banques peuvent réussir à poursuivre leurs activités lorsque leur ratio de fonds propres de catégorie 1 est inférieur à 9 %, même si ce niveau n'est pas souhaitable. Il nous faut espérer que les marchés de financement l'admettront et se montreront plus réceptifs aux besoins de financement des banques.

Que pourrait-on faire pour régler les problèmes de l'Europe ?

Il existe une panoplie de solutions et d'intervenants potentiels pour s'attaquer aux maux qui affligent l'Europe. D'abord, le programme de sauvetage bonifié du FSFE, qui est maintenant en place, fournit un cadre de solution convenable aux dirigeants. En particulier, l'Europe peut maintenant venir rapidement à la rescousse d'autres pays ou d'autres banques. Malheureusement, la taille du programme est insuffisante, d'autant plus que l'Italie et l'Espagne commencent à subir des pressions. On s'attelle à trouver des solutions pour y remédier.

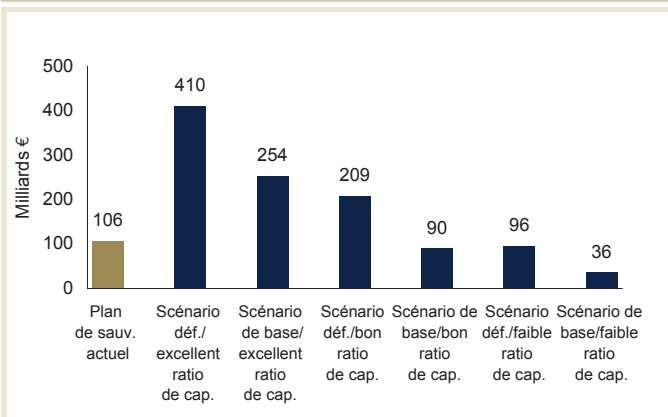
La solution la plus courante et la plus susceptible de voir le jour consiste en un régime d'assurance qui permettrait de multiplier effectivement les quelque 250 milliards d'euros qui restent pour les renflouements par un facteur de l'ordre de trois ou quatre, ce qui porterait la force de frappe à près de 1 milliard d'euros. Ce résultat découlerait de la promesse de rembourser aux investisseurs la première tranche de 30 % de leurs pertes sur les obligations italiennes (et peut-être espagnoles). Un défaut de paiement de l'Italie ne devrait pas se solder par une dépréciation de beaucoup supérieure à 30 %, ce qui rendrait les obligations italiennes effectivement sans risque. Les coûts d'emprunt de l'Italie devraient alors revenir à la normale.

Une option, moins susceptible d'être retenue, consiste à augmenter l'effet de levier du fonds de sauvetage afin de rendre celui-ci semblable à une banque. Cette « banque » serait ensuite autorisée à détenir des actifs bien supérieurs à son capital. Le fonds achèterait des obligations souveraines, il les prêterait à une facilité de liquidité de la BCE en échange d'espèces qu'il affecterait à l'achat d'autres obligations souveraines, et il répèterait l'exercice jusqu'à ce que la valeur de ses achats d'obligations souveraines totalise plusieurs fois son capital sous-jacent⁴.

Évidemment, un régime d'assurance ou un plan à effet de levier a notamment pour effet d'accroître le risque de perte de façon directement proportionnelle à la taille télescopique du fonds. Certains pays européens continuent de tergiverser devant ces propositions précisément parce qu'ils ont de la difficulté à accepter l'idée qu'une bonne partie de leur contribution au fonds puisse se volatiliser en raison d'une variation, même relativement faible, de l'évaluation des dettes souveraines.

⁴ Il n'est toutefois pas certain que cette option est légale au titre du traité européen, et une variation consisterait donc à constituer une structure d'accueil, à y transférer les fonds de sauvetage et à prendre les mesures subséquentes dans ce cadre.

Figure 13 : Besoins de recapitalisation des banques européennes



Ratio de capital désigne le ratio de fonds propres de cat. 1 : excellent = 9 %, bon = 7 %, faible = 5 %

Scénario défavorable suppose les dépréciations de dettes souveraines suivantes : GR = 75 %, PT = 50 %, IE = 50 %, IT = 30 %, ES = 30 %

Scénario de base suppose les dépréciations de dettes souveraines suivantes : GR = 60 %, PT = 40 %, IE = 40 %, IT = 0 %, ES = 0 %

Sources : Reuters, RBC GMA

Simultanément à l'utilisation d'autres solutions, le FMI pourrait encore injecter quelques centaines de milliards d'euros, éventuellement fournis par certains des principaux pays émergents. Pourquoi un pays comme la Chine se porterait-il volontaire ? La Chine pourrait voir là l'occasion de modifier l'équilibre des forces au détriment de l'Europe et des États-Unis et à son profit, et considérer que la situation de créancier prioritaire du FMI lui offre la façon la moins risquée de le faire. Elle pourrait aussi espérer obtenir des faveurs de l'Europe, notamment un pourcentage accru de voix au FMI ainsi que la promesse qu'elle ne serait plus considérée comme un « manipulateur de devise » et qu'on ne s'opposerait plus à ce que des Chinois acquièrent certaines sociétés européennes.

Il se pourrait également que la BCE commence à acheter beaucoup plus d'obligations européennes qu'elle ne l'a fait jusqu'ici. La BCE possède en théorie une marge de manœuvre illimitée qui, si elle était utilisée de façon crédible, mettrait fin à la plus grande partie de l'attaque spéculative contre l'Italie et les autres pays européens solvables, mais soumis à une pression. Jusqu'à maintenant, la BCE a été réticente à assumer ce rôle, mais le président nouvellement nommé, Mario Draghi, pourrait y souscrire. On dit aussi que la BCE pourrait choisir de financer le FMI et de lui prêter indirectement main-forte.

L'idée de mettre en œuvre un engagement conjoint de l'Europe à l'égard de l'ensemble de la dette de la zone euro – une euro-obligation – demeure fort intéressante. Elle miserait sur le fait que le niveau de la dette de la zone euro est tout à fait gérable

si l'on tient compte de la puissance économique de tous ses membres, et elle permettrait de réduire considérablement les coûts du service de la dette pour les pays lourdement endettés. Toutefois, les euro-obligations ne paraissent pas constituer une solution à court terme, car il faudrait apporter des modifications aux constitutions et aux traités pour les mettre en œuvre. Elles auraient aussi le défaut de moins inciter les États à assurer une bonne gestion budgétaire, mais l'idée ne devrait pas être complètement écartée pour autant. En particulier, la démarche actuelle, qui consiste à y aller de plans de sauvetage et d'achats de titres par la BCE au coup par coup, revient de toute façon à effectuer un transfert budgétaire implicite de la région nord à la région sud du continent. Il vaudrait donc peut-être mieux officialiser les règles et instaurer de véritables mesures incitatives.

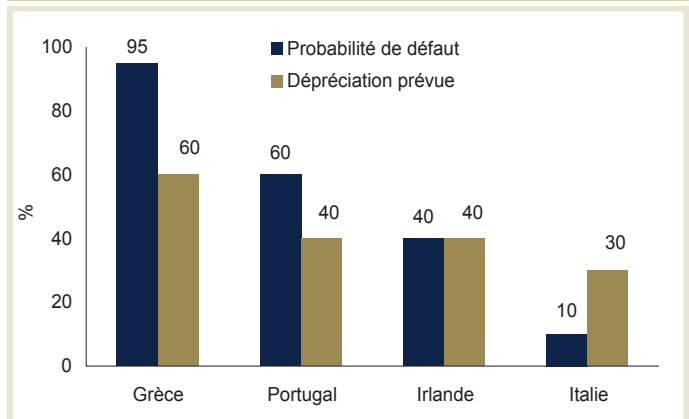
Laquelle de ces différentes options devrait voir le jour ? Elles seront probablement utilisées en combinaison. Le régime d'assurance semble le plus susceptible de l'être à court terme, ainsi qu'une certaine forme de contribution au FMI. Mais si le régime d'assurance et le fonds à effet de levier ne se concrétisent pas, il y a de bonnes chances que la BCE plie et commence à acheter des obligations d'État à grande échelle. L'option des euro-obligations demeure raisonnablement probable à long terme, mais celles-ci ne seront pas mises en œuvre assez rapidement pour jouer un rôle majeur dans les efforts de sauvetage.

Qu'est-ce qui attend l'Europe ?

Il vaut peut-être mieux démêler cet écheveau en formulant quelques conclusions générales, peu importe les mécanismes de renflouement employés (figure 14). La Grèce demeure insolvable, même après le dernier train de mesures de sauvetage. La probabilité que la Grèce fasse défaut est au bas mot de 95 %, et sans doute plus près de 100 %. Après tout, il existe déjà un accord de principe prévoyant une dépréciation de 50 % des obligations grecques détenues dans le secteur privé, ce qui répond exactement à la définition du défaut de paiement⁵. Nous arrivons aussi à la conclusion, qui a peut-être une plus grande portée, qu'il est probable à 75 % que le défaut de paiement de la Grèce soit supérieur à ce qui est actuellement prévu. Quant à l'ampleur, disons qu'une dépréciation de 60 % visant l'ensemble des détenteurs d'obligations (et non

⁵ Les agences de notation assimilent l'opération à un défaut de paiement. Toutefois, l'International Swaps and Derivatives Association pourrait soutenir obstinément que ce n'en est pas un en raison de son caractère « volontaire ». Il se pourrait donc que les swaps sur défaillance de crédit n'entrent pas en jeu, ce qui créerait en fait autant de problèmes que cela en réglerait.

Figure 14 : Prévisions pour l'Europe



Source : RBC GMA

seulement ceux du secteur privé) devrait suffire. Au train où vont les choses, ce pourcentage pourrait encore augmenter.

En ce qui a trait à l'Irlande et au Portugal, la probabilité d'un défaut de paiement avoisine respectivement 40 % et 60 %. La dépréciation des titres, le cas échéant, serait d'environ 40 %.

En revanche, l'Italie semble encore solvable, et le principal risque qui la guette est donc le coût croissant de la pression exercée par le marché. Nous évaluons le risque de défaut à environ 10 %, et nous pensons que la décote serait d'environ 30 %, ce qui ramènerait la dette de l'Italie au même niveau que celles de l'Allemagne et de la France.

Il est acceptable qu'une série de pays fassent défaut, soit dit en passant, à condition que le secteur bancaire soit suffisamment recapitalisé pour assumer les pertes. Et il semble qu'il devrait l'être. À l'origine un problème de marché, cette crise se transformerait en un problème économique.

La zone euro pourrait-elle éclater ?

Elle le pourrait, mais c'est peu probable. Certes, l'attrait pour les pays faibles est évident : leur nouvelle monnaie se déprécie et ils redeviennent rapidement concurrentiels. Et même s'il est vrai que la possibilité d'un retrait de la Grèce de la zone euro a été récemment évoquée par les dirigeants européens, l'idée a paru davantage être une tactique de négociation afin que la question posée dans le cadre d'un éventuel référendum en Grèce soit du genre « Voulez-vous rester dans la zone euro ? » (ce que les Grecs veulent) plutôt qu'« Aimez-vous le dernier plan de sauvetage ? » (que les Grecs n'aiment pas).

Tout compte fait, un retrait de la zone euro comporte beaucoup plus d'aspects négatifs que positifs. Premièrement, les concepteurs de l'euro en ont fait plus qu'un simple outil économique. C'est aussi un mécanisme qui lie étroitement la destinée des pays européens afin de tourner la page après des siècles de guerres et de conflits. Il est paradoxal que les querelles actuelles portent précisément sur la question de l'intégration, mais elles valent tout de même mieux que la guerre.

Deuxièmement, l'éclatement de la zone euro coûterait cher aux pays vigoureux tels que l'Allemagne et les Pays-Bas. Leur monnaie bondirait, ce qui nuirait à leur économie axée sur les exportations.

Troisièmement, le retrait de la Grèce créerait un terrible précédent, et les spéculateurs se mettraient très rapidement à pousser d'autres pays vers la sortie.

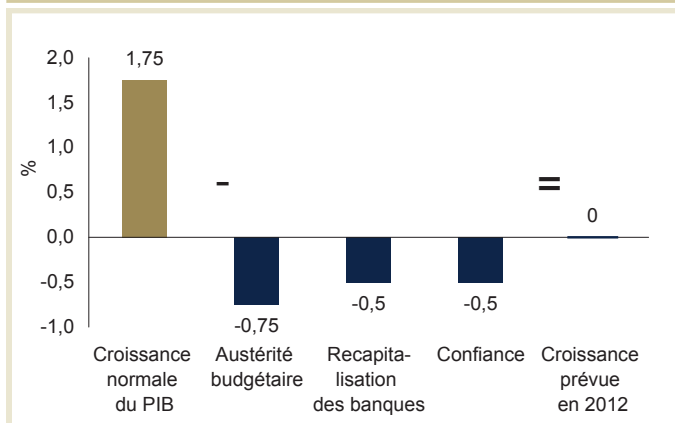
Quatrièmement, l'opération aurait des conséquences désastreuses. Les Grecs tenteraient d'échapper à une éventuelle dépréciation de la drachme en convertissant leurs fonds en espèces ou en les virant à l'étranger avant qu'elle soit adoptée. Ils retireraient donc massivement leurs fonds, et des banques risqueraient de faire faillite. Au mieux, les banques seraient fermées quelques jours, et il y aurait une pénurie de fonds. Il pourrait aussi être nécessaire de limiter les déplacements. Les entreprises ayant des dettes à l'étranger constateraient soudain qu'elles ont doublé, et crouleraient sous le fardeau. On peut raisonnablement penser que l'économie de la Grèce fondrait initialement de moitié à la suite de ces perturbations. Ce ne serait pas précisément ce qu'on appelle une sortie réussie.

En fait, le dénouement contraire est plus probable. Au lieu d'un éclatement, nous sommes en train d'assister à une intégration plus étroite de la zone euro. Les renflouements eux-mêmes constituent une première tentative rudimentaire d'union budgétaire, et les grosses sommes d'argent injectées dans les fonds de sauvetage démontrent la solidité de l'engagement. Quelques modestes programmes de péréquation sont déjà en place pour les pays dans le besoin. Ils préfigurent une union budgétaire plus aboutie.

Quel est le pire scénario ?

Toutes sortes de scénarios négatifs peuvent être envisagés. Il est impossible de dire ce qui se passera si une grande banque européenne fait faillite, si un pays comme l'Italie ou l'Espagne fait défaut ou si la Grèce quitte la zone euro. Les répercussions

Figure 15 : Détérioration des perspectives de croissance du PIB de l'Europe pour 2012



Source : RBC GMA

seraient énormes, voire comparables à celles de l'effondrement du système financier mondial en 2008.

Nous ne nous attendons pas à ce qu'un de ces scénarios se réalise, mais ce n'est pas pour autant impossible. En particulier, il faut une bonne dose de volonté politique pour éviter les scénarios catastrophes. Par miracle, c'est semble-t-il le cas. Mais il y a en réalité un manque évident de volonté dans la population. Le citoyen grec type est en colère, comme le citoyen néerlandais type. Lorsqu'elle prend une ampleur comme celle qui est actuellement nécessaire, l'austérité se traduit en général non seulement par des manifestations, mais parfois aussi par une véritable révolte. Dans un tel contexte, un scénario catastrophe pourrait arriver à se réaliser.

Quelles sont les conséquences pour l'économie mondiale ?

L'économie de la zone euro se dirige déjà vers une récession en 2012. Nous prévoyons une stagnation pour l'année, ponctuée de quelques trimestres négatifs. Cette sombre prévision est attribuable à trois éléments (figure 15). Premièrement, l'austérité budgétaire est douloureuse et retranche environ 0,75 point de pourcentage de la croissance du PIB. Deuxièmement, la recapitalisation des banques (ou pire, la cession d'actifs par les banques) devrait retrancher 0,5 point de pourcentage de plus à la croissance du PIB, car les banques diminueront l'octroi de crédit. Troisièmement, la confiance des consommateurs et des investisseurs est au plus bas en Europe en raison de l'incertitude persistante, ce qui semble aussi annoncer une réduction supplémentaire de la croissance d'environ 0,5 point de pourcentage. L'effet négatif de ces

éléments devrait diminuer en 2013 et après, mais la croissance sera faible pendant encore plusieurs années.

Pour le reste du monde, nous estimons que, dans le meilleur des cas, la crise européenne entraînera une baisse de croissance d'environ 0,5 point de pourcentage en 2012 dans la plupart des pays, y compris les États-Unis et le Canada. À moins que l'impensable se produise et qu'on laisse une grande banque faire faillite ou l'Italie tomber dans l'oubli, il est peu probable qu'une récession mondiale complète survienne du seul fait des événements en Europe.

D'ici là, la situation aura un air de déjà-vu pour les investisseurs : la détresse des marchés suscitera la mise en place de programmes de renflouement qui apaiseront temporairement les marchés, mais qui deviendront à un moment donné insuffisants, provoquant de la sorte une détresse accrue et d'autres sauvetages. Des progrès sont accomplis, mais une solution durable n'a pas encore été trouvée.

Le présent rapport a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) à titre d'information seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA. Les renseignements y figurant ne constituent pas des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, ni des conseils de placement ou autres, et ne devraient pas être considérés comme tels. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. En raison de la possibilité que survienne une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantit explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme ce document représentent notre jugement à la date indiquée et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Dans la mesure autorisée par la loi, ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'assument une responsabilité quelconque à l'égard de toute perte découlant directement ou indirectement de l'utilisation des renseignements prospectifs que contient ce document. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

NOTE SUR LES ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi mais sans responsabilité légale.

® Marque déposée de la Banque Royale du Canada. RBC Gestion mondiale d'actifs est une marque déposée de la Banque Royale du Canada. Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2011.

