

# Le Bulletin Perspectives

## → L'Europe en 2013 : vers un renversement de tendance ?

### Sommaire

La BCE et son action... P. 1

Où en est la crise  
souveraine... P. 2

Comment sortir de la  
stagnation... P. 3

L'évolution  
institutionnelle... P. 4

Conclusion :... P. 4

### Le chiffre du mois

## 500 Mds €

Au mois d'octobre, le Mécanisme européen de stabilité (MES) a pris la suite du précédent dispositif (EFSF) avec une capacité de prêt cumulée de 500 milliards d'euros. Pour la première fois, les pays de la zone euro se sont dotés d'une institution capable de porter assistance dans l'urgence à un pays membre. Cette création marque une étape décisive pour la zone monétaire.



Pierre Ciret  
Economiste  
Edmond de Rothschild  
Asset Management

Malgré de multiples retards, en dépit des divergences entre ses membres, malgré l'insuffisance ou le caractère superficiel des solutions mises en place, la zone euro a clairement gagné en solidité au cours des deux dernières années. Si la crise de la dette souveraine reste bien présente, quatre facteurs principaux justifient un jugement plus positif malgré l'ampleur des difficultés qui demeurent :

- l'action de la BCE a clairement visé la stabilité du système bancaire et elle a montré son efficacité,
- l'assainissement budgétaire et financier se poursuit dans les pays périphériques de la zone euro,
- des signes - fragiles - de stabilisation de l'activité apparaissent,
- de nouvelles institutions d'assistance (MES) et de nouveaux instruments (OMT pour la BCE) permettent d'envisager des conditions financières plus stables.

Pour l'avenir, l'atténuation des risques financiers et son corollaire, le désendettement, sont au cœur des questions européennes. Ils constituent la condition nécessaire pour que renaisse la confiance qui conduira à la sortie de la phase de récession actuelle et au redressement. Comme 2012, 2013 pourrait

apparaître comme une année de transition entre la phase la plus intense de la crise de la zone euro et une période de plus grande stabilité. Plus qu'en 2012, les éléments sont en effet en place pour une consolidation de la zone monétaire. Des accidents restent possibles, mais les facteurs de risque sont bien connus et se sont beaucoup réduits. Les vulnérabilités européennes n'ont pas disparu mais elles se sont atténuées et les points forts sont souvent négligés. L'histoire de la construction européenne est déjà passée par bien des difficultés et elles ont presque toujours servi la dynamique de cette œuvre par nature difficile.

### LA BCE ET SON ACTION

La Banque centrale européenne s'est révélée être l'institution la plus puissante de la zone euro au vu des moyens dont elle dispose et la plus déterminée, malgré des désaccords, à s'en servir face à l'urgence. Son action a été décisive au cours des cinq dernières années, mais c'est sous la présidence de Mario Draghi (depuis novembre 2011) qu'elle a fait basculer la situation.

En mettant le secteur bancaire à l'abri des difficultés immédiates de refinancement, les opérations d'apport de liquidités à long terme (LTRO) de décembre 2011 et de février 2012, accueillies pourtant avec scepticisme, peuvent être considérées comme des points de retournement dans la crise de la zone euro. De même, l'action en faveur des liquidités à court terme a permis aux établissements victimes de la

Ce document est émis par :

**EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré  
75401 Paris Cedex 08  
Société Anonyme  
au capital de 10.990.299 euros.  
Numéro d'agrément AMF GP 04000015  
332.652.536 R.C.S. Paris

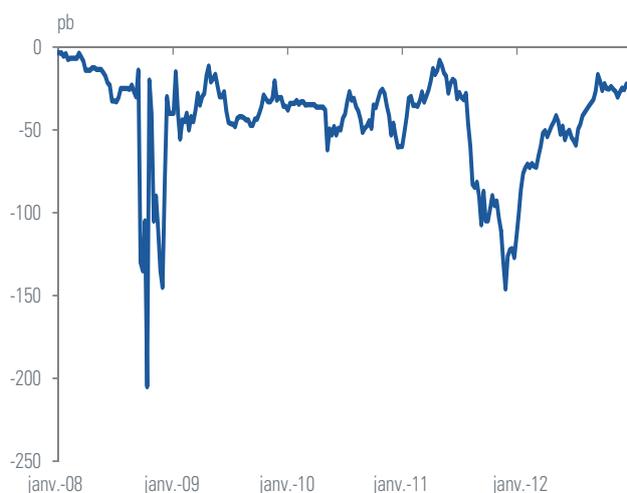
[www.edram.fr](http://www.edram.fr)



**EDMOND DE ROTHSCHILD  
ASSET MANAGEMENT**

défiance des prêteurs sur le marché interbancaire de maintenir leur activité en empruntant auprès de la BCE ou des banques centrales nationales (programmes ELA), évitant la rigueur de coupes dans la distribution du crédit et une asphyxie correspondante de l'économie. Pour autant, la distribution du crédit en zone euro pose toujours des problèmes, liés au repli sur son marché interne respectif de chaque établissement bancaire, créant une hétérogénéité des conditions (taux, garanties) d'un pays à l'autre. Enfin, les mécanismes de transmission de la politique monétaire paraissent encore paralysés et la masse monétaire progresse à peine, même si elle a enregistré une légère accélération au mois d'octobre.

#### ► FINANCEMENT BANCAIRE EN DOLLAR : LES TENSIONS SE SONT ATTÉNUÉES



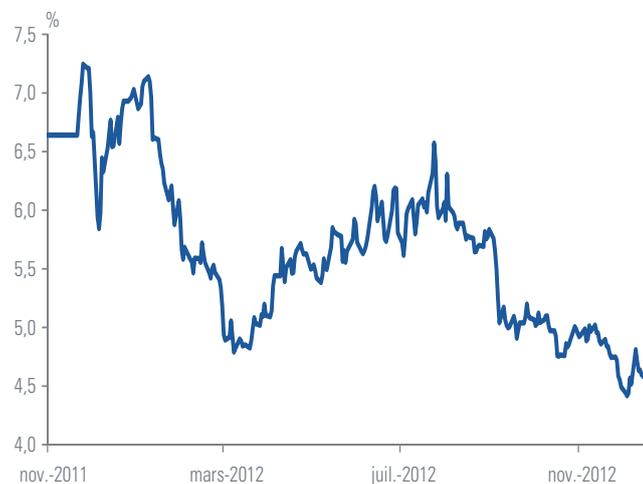
Source : Bloomberg au 14/12/2012

L'action de la BCE n'aurait pas suffi à répondre à la crise financière sans les mesures prises dans le secteur bancaire lui-même. Beaucoup de travail a été accompli sur le renforcement (augmentation de capital, émissions de capital hybride) et la restructuration des bilans (rééquilibrage du ratio ressources / emplois), mais l'exercice va se prolonger dans la perspective des règles introduites par les accords de Bâle III (premières échéances en 2013). Ces transformations sont engagées depuis longtemps mais il faut du temps pour que des effets significatifs soient perceptibles. Un des aspects importants de 2012 est l'accomplissement des changements dans la structure des ressources (renforcement des financements à long terme) et la réduction des actifs (cession de portefeuilles ou de filiales), les banques françaises sont un bon exemple de ces ajustements.

La BCE ne veille pas seulement sur le secteur bancaire. Une partie de sa politique est dirigée vers les marchés obligataires avec l'objectif d'en encadrer les réactions extrêmes. C'est l'idée du premier programme d'achats (dit SMP), initié en 2010. Ces interventions sont interrompues depuis presque 12 mois mais le principe n'a pas été abandonné, ce dont témoigne l'annonce au mois d'août du programme dit OMT (Outright Monetary Transactions). Son objectif est d'empêcher les taux d'intérêt auxquels se financent des Etats tels que l'Espagne de connaître des hausses excessives entraînant un surcoût du service de la dette. La condition du déclenchement de l'OMT est celle d'une demande d'aide des institutions d'assistance de la zone euro par un gouvernement en difficulté sur le financement de son déficit budgétaire. Celui-ci s'engagerait à appliquer les mesures

recommandées par la Commission européenne. Pour le moment, un tel programme n'a pas été engagé mais son existence même et ce qu'il traduit une fois de plus de la volonté de la BCE de contrôler la situation ont eu un effet sur les taux espagnols, italiens et portugais.

#### ► TAUX ITALIENS À 10 ANS



Source : Bloomberg au 18/12/2012

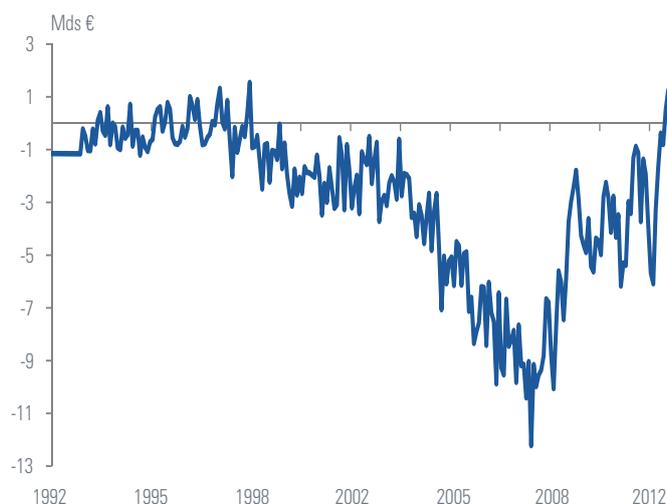
#### OÙ EN EST LA CRISE SOUVERAINE ?

Malgré les efforts de réduction des déficits publics, les chiffres annuels restent élevés et, pour de nombreux pays, le projet de ramener la dette publique à des niveaux plus orthodoxes relève plus de l'espoir que de la prévision rigoureuse. Néanmoins, les progrès sont incontestables et la volonté d'un gouvernement de maintenir une trajectoire de baisse du déficit est au moins aussi importante que le résultat détaillé de 2012. Sur ce point, la situation est encourageante mais il est trop tôt pour se satisfaire de l'évolution récente. C'est un processus long et exigeant qui attend les Etats, car le premier objectif est celui du déficit, mais le second sera de ramener la proportion de la dette publique à des niveaux gérables. Il s'agit clairement d'un objectif à long terme qui demandera des efforts sérieux.

Au-delà de la question des budgets eux-mêmes, la crise souveraine a été préparée par les déficits des balances courantes qui se sont développés au cours des dernières années du cycle d'endettement qui s'est terminé en 2007. Conséquence de la croissance de l'endettement des ménages, une demande interne excessive a à la fois provoqué de graves déséquilibres des échanges externes et une baisse de la compétitivité, comparé à des pays comme l'Allemagne. Ce dernier point a également contribué aux déficits externes de pays comme l'Espagne.

Le phénomène qui a dominé cette année est la baisse des déficits extérieurs. Un pays comme l'Espagne est pratiquement parvenu à l'équilibre pour sa balance courante et tous les autres sont en progrès. La cause de ce redressement (rapide pour l'Espagne, voir le graphique) réside en partie dans le recul ou la stabilisation des importations, résultat de la baisse de la demande interne, mais surtout dans l'expansion des exportations, en particulier vers les pays émergents et le reste du monde. A l'exception peut-être de la Grèce, la compétitivité s'est partout améliorée.

### ▶ LA BALANCE COURANTE ESPAGNOLE



Source : Bloomberg au 01/09/2012

Jugée dans son ensemble, la vulnérabilité des pays périphériques s'est atténuée en 2011 et plus encore cette année. L'évolution se prolongera en 2013, de tels mouvements se développant à moyen terme. Il y a là une source d'optimisme pour la périphérie de la zone euro, car les facteurs qui les ont exposés à la crise sont en régression.

La crise souveraine c'est aussi le caractère indissociable entre problèmes bancaires et obligations d'Etat. Le secteur des banques a progressé sur la voie de l'assainissement et l'évolution depuis trois ans de son homologue américain a montré la voie, mais il reste à faire dans plusieurs pays. L'Espagne pose un problème délicat compte tenu des créances sur un secteur immobilier en crise profonde. Les résultats de l'audit du consultant Oliver Wyman indiquait en septembre un déficit de fonds propres qui doit être couvert pour absorber des pertes inévitables et stabiliser le système.

L'Espagne a officiellement demandé à bénéficier de l'aide européenne décidée au mois de juin (60 milliards d'euros). Ce montant va permettre de financer la structure de defeasance (Sareb), opérationnelle depuis le début décembre. Les actifs immobiliers saisis par les banques seront transférés au prix du marché, à charge pour cette agence gouvernementale de les administrer et de les céder dans les meilleures conditions. Par ailleurs, concernant les quatre établissements nationalisés en 2011, une première opération de cession (Banco de Valencia racheté par CaixaBank) a été réalisée le mois dernier. Une étape importante est ainsi franchie sans être pour autant une solution définitive au problème immobilier qui relève d'un long processus de liquidation des stocks au cours des prochaines années. Au moins le gouvernement espagnol montre-t-il qu'il travaille sur les conséquences bancaires de la correction de la bulle spéculative.

### COMMENT SORTIR DE LA STAGNATION ?

Il est trop tôt pour faire un bilan détaillé de 2012 pour l'économie européenne, mais il ne peut être que médiocre. La croissance de l'année a subi à plein les effets des politiques de réduction des déficits publics. Toutefois, l'Europe ne se limite pas à la zone euro et l'économie européenne elle-même est largement ouverte sur l'économie internationale. L'activité mondiale a connu

un tassement depuis l'été sans que la balance commerciale européenne en souffre. Sur le plan mondial, l'année prochaine se présente sous un jour plus favorable. La menace d'une hausse des impôts et d'une baisse des dépenses est une réalité aux Etats-Unis, toutefois un compromis est probable alors que le reste de l'économie (à l'exemple de l'immobilier) est bien orienté. Les économies émergentes ont subi l'effet des politiques monétaires restrictives de l'an passé mais 2013 verra les effets positifs du retournement de ces politiques au cours de l'année.

En 2013, les programmes de réduction des déficits seront maintenus, mais leur degré va tendre à s'atténuer, car des résultats ont déjà été obtenus. En réalité, le facteur clé tient dans la poursuite de l'amélioration des balances externes qui vient jouer un rôle compensateur des contributions négatives de la demande interne (privée comme publique). Les chiffres pour le troisième trimestre montrent ainsi un ralentissement de la récession en Italie (-0,2%, en variation trimestrielle, à comparer à 0,7% pour le précédent) avec une contribution positive de 0,6% du commerce extérieur net.

Un retour de la confiance est-il possible ? Par elle-même, par son caractère et par sa durée, la crise financière, doublée de la crise souveraine, a profondément ébranlé la perception des ménages comme celle des entreprises. La notion de risque est devenue la référence dominante des comportements, affectant l'ensemble des décisions des agents économiques. La normalisation des conditions financières, une situation bancaire plus stable, l'éloignement dans le temps de l'expérience du choc de 2008-2009 devraient progressivement ramener à une plus grande rationalité. La perception des consommateurs reste négative mais historiquement elle n'est jamais restée durablement négative, même après des phases comparables. Les indicateurs les plus récents montrent une stabilisation à des niveaux à peine supérieurs à ceux de 2009 et la fragilité domine mais le retour à la normale est un processus de moyen terme.

La question de l'endettement des ménages est à poser dans sa réalité, en relation avec le patrimoine et avec les flux d'épargne autant qu'avec le revenu. Il existe un surendettement des ménages en Espagne, aux Pays-Bas, en Grande-Bretagne mais cette situation n'est pas générale en Europe. De plus, les taux d'épargne sont élevés en Europe et ils pourraient baisser sur toute perception plus positive de l'environnement, déclenchant une reprise de la consommation.

L'exemple de l'économie japonaise est souvent évoqué comme un précédent pour analyser les perspectives de l'Europe et les juger particulièrement préoccupantes. En premier lieu, il n'est pas sûr que les perspectives japonaises soient si sombres et le rapprochement lui-même a-t-il un sens ? Les similitudes existent mais elles sont superficielles : le vieillissement de la population est un point commun indiscutable mais l'immigration est beaucoup plus active aujourd'hui en Europe qu'au Japon. Le temps de réaction des Européens face à la crise financière européenne est sans commune mesure avec celui des autorités japonaises au lendemain de la crise bancaire des années quatre-vingt-dix. Il est également superficiel de comparer les situations budgétaires car, collectivement, l'Europe est dans une position incomparablement meilleure que celle du Japon, aussi bien en termes de déficit que de dette publique. Enfin, les efforts de réduction du déficit s'accompagnent en Europe du bénéfice d'un solde du commerce extérieur relatif supérieur, comparé à celui du Japon.

## L'ÉVOLUTION INSTITUTIONNELLE

L'année qui se termine a probablement vu plus de changements de la nature institutionnelle de l'Union depuis la création de la zone monétaire en 2000. Si le fonctionnement de ces institutions reste problématique par moments, les instruments à la disposition des responsables ont été considérablement renforcés.

Une solution intérimaire telle que l'EFSF (2010) a fini par trouver un vrai successeur dans le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui est une institution européenne, dotée d'un capital, et non une simple structure intergouvernementale garantie par les Etats de la zone euro. Opérationnel depuis octobre 2012, le MES comble ainsi le manque d'un instrument d'assistance financière et complète les différents dispositifs communautaires. Qui plus est, le MES est également conçu pour fonctionner en liaison avec la banque centrale. C'est la logique d'assistance intégrée que représente l'OMT évoquée par M.Draghi.

Par ses ramifications bancaires, la crise de la dette souveraine a montré la nécessité d'une véritable union bancaire et les décisions du Conseil européen de juin 2012 pourraient marquer un tournant majeur pour la construction européenne. L'union bancaire revêt trois aspects : la supervision et la régulation, l'institution d'un processus de liquidation des établissements en difficulté et un mécanisme communautaire de garantie des dépôts.

En termes concrets, l'établissement d'une union bancaire demandera du temps. Il existe 6 000 banques dans la zone euro et la création d'un régulateur unique va se heurter à des difficultés pratiques. L'Autorité bancaire européenne n'a pas vocation à être un régulateur pour la zone euro et la BCE est le candidat logique pour ce rôle. Son gouverneur a clairement exprimé le souhait que soient séparées les fonctions de détermination de la politique monétaire et de régulateur bancaire. Dans l'état actuel des choses, la BCE pourrait prendre en charge en 2013 la surveillance des 25 établissements les plus importants sur le plan systémique et laisser la charge de la supervision des autres banques aux banques centrales nationales. C'est aussi le point de vue de plusieurs banques centrales, dont la Bundesbank, qui sont réticentes à abandonner cette responsabilité au profit d'une organisation supranationale.

La crise financière a montré à quel point la zone euro était désarmée sur le plan des faillites bancaires, chaque pays ayant son propre système alors que beaucoup de groupes sont multinationaux. Une intégration et une unification des dispositifs de liquidation (traitement des porteurs obligataires) apparaissent souhaitables, mais il faudra encore d'importantes négociations pour aboutir à une approche commune, compte tenu des

différences actuelles de principe et de pratique. Distincte de la banque centrale, l'agence fédérale américaine FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) pourrait servir d'inspiration pour ces procédures de résolution des faillites bancaires.

Le FDIC pourrait également inspirer le système européen de protection des déposants. Chaque pays dispose d'un système de ce type mais leur unification permettrait d'intégrer de manière plus profonde les pays de la zone euro. Cette perspective suscite des réticences chez ceux qui craignent d'être des contributeurs plutôt que des bénéficiaires, et les banques allemandes ont exprimé des réserves sur le projet. L'union bancaire, dans toutes ses dimensions, est pourtant le nécessaire garant de l'union monétaire.

## CONCLUSION

En cette fin d'année 2012, l'idée d'un éclatement de la zone euro occupe moins les esprits, même si la sortie de la Grèce est toujours envisagée par certains. Au cours d'une année encore difficile, des progrès incontestables ont été accomplis mais ils doivent être confirmés. A l'exception de la banque centrale, bien des critiques peuvent être adressées aux institutions européennes, notamment celles de la zone euro, pour leurs attermoissements et leur manque de détermination face à la crise. Face à l'urgence, dix-sept gouvernements auront inévitablement des opinions différentes sur la nature et le calendrier des solutions. Cette crise n'est pas collective dans sa nature, elle trouve ses sources dans l'évolution divergente des différents pays mais cette crise a un caractère collectif dans la réponse qu'on lui a opposée, tardive, incomplète.

De manière typique, le pacte fiscal et le plan de croissance restent vagues dans leur contenu et leurs objectifs paraissent hors de portée. L'aide à la Grèce, organisée en liaison avec le FMI, soulève presque autant de questions qu'elle n'en résout et elle est encore loin d'être assurée de réussir. Mais cette critique, si souvent justifiée, du fonctionnement des institutions communautaires ne remet pas en cause les réussites qu'il faut reconnaître. Le développement, l'approfondissement des institutions de la zone euro sont une réalité et si l'union bancaire est encore en projet, elle constitue un bon exemple. Ainsi s'accroît le contraste avec la réalité de l'Union européenne. Ceci, paradoxalement, conduit à des difficultés avec les dix autres membres de l'Union européenne qui ne partagent pas les objectifs d'intégration de la zone euro (Grande-Bretagne notamment) ou qui se sentent marginalisés.

2012 a reposé la question du degré de fédéralisme acceptable par les différents membres et chacun a sa réponse. Le débat va donc durer, mais il est depuis longtemps au cœur de la construction européenne. Au moins celle-ci peut-elle se poursuivre.

Achévé de rédiger le 13/12/2012.

Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site [www.edram.fr](http://www.edram.fr).