



La restructuration des dettes souveraines européennes ?

Il existe une solution adaptée à la situation européenne !

Résumé :

Et si l'histoire portait en elle les enseignements pour solutionner la crise des dettes souveraines européennes que nous traversons actuellement ?

Dans un exercice à la fois de rétrospective et de prospective, il s'agit d'interpréter sur un mode européen les solutions ayant amené à résoudre la crise de la dette souveraine en devises fortes des Pays en Voie de Développement des années 80 (singulièrement illustrés par le cas Mexicain).

Ainsi, une analyse de la situation actuelle nous amène à écarter, sauf crise politique majeure, toute éventualité de restructuration de la dette souveraine d'ici 2013 et nous permet surtout d'imaginer un plan Brady à l'européenne.

Des ingrédients tels que la création d'une solidarité européenne, le transfert des richesses entre les Etats à travers les taux d'intérêt, l'allègement de la charge de la dette nous ont semblé pertinents car présentant des avantages certains.

Le plan Brady à l'européenne mobiliserait en effet très peu de richesses, nécessiterait un effort "supportable" par les pays riches, permettrait une solution politique acceptable par tous les protagonistes et préserverait les banques d'un "Hair Cut" significatif imposé, la récupération de l'effort public des Etats riches auprès des créanciers privés pouvant se faire par le biais de l'impôt.

Sans prétendre avoir trouvé LA SOLUTION, une issue politique, économique et financière semble envisageable, et préférable à un défaut qui serait beaucoup plus couteux pour tous.

Le contexte

Nous vivons depuis maintenant plus d'un an dans un monde où le risque de non paiement d'une dette souveraine est de nouveau au devant de la scène. Cette situation est loin d'être inédite, les années 80, pour ne prendre qu'un passé récent, s'étant illustrées par la "décennie perdue" de l'Amérique Latine (ainsi que de nombreux pays d'Afrique, d'une bonne partie de l'Europe de l'Est et de rares pays d'Asie – Philippines).

L'origine de cette crise de la dette était claire : un afflux d'argent facile dans les années 70 lié au recyclage des pétro-dollars (les pays exportateurs déposant des dollars dans les banques américaines qui les re-prêtaient sous forme de prêts bancaires syndiqués en USD) ; des pays emprunteurs mal gérés (projets pharaoniques, taux de change inadaptés, budgets publics incontrôlés...), souvent corrompus (à l'époque on a estimé les détournements de capitaux via Miami et la Suisse à plus de 30 % des montants prêtés), dans un contexte de taux d'intérêts qui avaient explosés au début des années 80 (16 % pour le Libor) rendant insupportable le fardeau de la dette.

Les points de comparaison avec la situation actuelle sont nombreux : des prêteurs privés, essentiellement bancaires, à des Etats dans des proportions telles que les prêteurs sont dans l'incapacité financière de supporter un non paiement ; une réelle incapacité de remboursement des Etats ; des effets dominos entre les pays ; des risques de "précédents" qui complexifient les négociations ; une intervention forte du FMI et des gouvernements (principalement américain) des banques créancières ; des populations locales supportant très difficilement les plans de rigueur imposés par le FMI (bouc émissaire idéal) ; des Etats "riches", et singulièrement les Etats-Unis, eux-mêmes en forte difficulté à l'époque (récession post-crise pétrolière iranienne, surendettement, faillite des caisses d'épargne...) ; mais peut être et surtout des pays qui ont bénéficié d'un enrichissement sans

cause et sans précédent du fait ici de leur appartenance à l'euro... qui a également bénéficié aux pays prêteurs (gains de compétitivité de l'Allemagne via un "taux de change" sous-évalué).

Mais sur d'autres points clés, la situation actuelle est inédite :

- 1 - De nombreux pays ont restructuré leurs dettes libellées dans une devise tierce (USD, devises fortes) que ce soit auprès des emprunteurs privés (Club de Londres) comme d'Etat à Etat (Club de Paris).
- 2 - Rares sont les pays à avoir fait défaut sur leur devise nationale (Argentine en 1983, Russie en 1998 mais la dette obligataire en rouble, GKO, était très majoritairement détenue par des investisseurs étrangers).
- 3 - Il n'y a pas d'exemple dans le monde moderne de défaut de paiement ni de restructuration de dette souveraine dans une devise commune à plusieurs pays.¹
- 4 - Les populations des pays emprunteurs mais également celles des pays prêteurs se sentent très concernées.
- 5 - Les financements sont effectués via les marchés de capitaux et non plus par des crédits bancaires. La volatilité des capitaux et le mark to market supporté par les prêteurs sont instantanés et modifient singulièrement les modalités de négociations, les emprunteurs comme les prêteurs sont paradoxalement beaucoup plus tenus que dans une relation bancaire a priori moins souple.
- 6 - Il s'agit d'**obligations** émises par des **Etats Européens** : ces deux spécificités sont également très importantes. La résultante est que les négociations actuelles ne se font pas entre les créanciers obligataires et l'emprunteur mais directement au niveau de l'Europe : il est de fait très difficile de réunir des créanciers obligataires autour d'une table (à la différence de créanciers bancaires bien identifiés dans le cadre de contrats de prêts avec de multiples clauses...) et l'appartenance à l'Europe fait que les

négociations se passent dans un cadre juridique unique et quelque part surprenant : au stade actuel ce ne sont pas les créanciers privés qui discutent du problème de leur créance avec leur emprunteur mais les Etats, et il ne s'agit même pas de discussions tri-partites... pourvu que ça dure !

Et pourtant, une seule certitude : la Grèce, l'Irlande et le Portugal n'ont pas les moyens financiers autonomes leur permettant d'honorer leurs échéances.

L'Espagne, bien que disposant de ratios d'endettement stricto sensu très acceptables est embourbée dans une crise immobilière d'une ampleur inédite provenant de stocks "inécolables" et avec un taux de chômage de 20 % associé à une perte de compétitivité liée à l'euro et à la spécialisation immobilière qui en a résulté... et si par effet de domino l'Espagne faisait à son tour l'objet d'une très forte défiance, il est assez probable que l'Italie soit dès lors affectée.

En préambule de la réflexion, il faut se rappeler que les obligations d'Etat sont les produits les moins risqués, les obligations de l'Etat national libellées dans la devise nationale étant supposées être le taux sans risque (de crédit), le niveau de taux dépendant de la croissance économique et de l'inflation anticipée. Les primes de risque sont censées ne pas exister pour l'Etat et ne s'appliquer qu'au risque de crédit des corporate ; les primes de risque de corporate sont elles-mêmes censées exprimer une probabilité de défaut telle qu'in fine, l'encaissement du spread vient couvrir en valeur actuelle la probabilité de ne pas être totalement payée ; la prime de risque, pour être correctement valorisée requiert un échantillon statistique de comportement large sur une période longue (d'où les notations...). A la création de l'euro, les primes de risque entre les différents Etats membres de l'euro reflétaient, par leur faiblesse, l'adhésion au fait que "tous les pays se valaient peu ou prou" et s'inscrivaient dans une logique de conver-

¹ Abraham Lincoln dans ses correspondances raconte comment la première zone monétaire explosa du fait de conditions économiques qui devinrent tellement différentes entre le Nord et le Sud des Etats-Unis [pratiquant l'esclavage, les coûts de production n'étaient pas tout à fait les mêmes...]. Ne pouvant pratiquer de dévaluation, les tensions furent telles que la guerre de sécession éclata à l'initiative du Nord ; l'abolition de l'esclavage avait comme objectif de rééquilibrer les conditions de production entre les deux zones [le statut des noirs donné par le Nord n'était d'ailleurs pas celui de citoyen américain mais plus proche de l'indigène de nos DOM-TOM, une voix d'un noir ne comptant que pour 3/5 de celle d'un blanc et leurs droits étaient loin d'être les mêmes...].

gence, plus ou moins rapide, de prime vers zéro ; mais par leur existence même, elles symbolisaient le fait que les marchés reconnaissaient explicitement que la Grèce n'est pas tout à fait l'Allemagne, sans très bien savoir ce qu'était réellement la différence. En ne définissant pas juridiquement de processus de restructuration de la dette souveraine dans le cadre de l'euro, les créateurs eux-mêmes ont créé ce flou.

Dans ce contexte très incertain, nous avons cependant quelques points d'ancrage :

1- La situation est nouvelle et très complexe et le dilemme proche de celui de la fable de l'âne de Buridan: problème financier "insoluble", mais également impasse économique, le recours à la dévaluation pour relancer la machine n'étant pas possible, d'où également une dimension politique de plus en plus forte que ce soit dans les pays endettés comme dans les pays "prêteurs" ; dimension politique à deux niveaux : les gouvernements, les populations ; la singularité du fonctionnement des institutions européennes (unanimité pour de nombreuses décisions) complexifiant encore plus les débats. **La première conclusion est que le processus sera lent :** entre la crise Mexicaine de 1982 et le plan Brady, il a fallu 8 ans avec : moratoire, puis DFA (Deposit Facility Agreement) du montant des tombées d'intérêts et de principal, puis new money (85, Plan Baker) car contraction économique trop forte dans les pays (pour espérer récupérer, il fallait prêter plus), puis de nouveau res-

tructuration des tombées sur plusieurs années (MYDFA), jusqu'à ce que le niveau des provisions des créanciers et l'intervention des "Etats riches" permettent de trouver une solution.

2- Les créanciers sont principalement étrangers : les banques et marginalement les investisseurs institutionnels ; mais les nationaux sont également des banques prêteuses. Toute restructuration violente, accompagnée d'une réduction de dette, aurait donc un effet désastreux sur le système bancaire européen (qui sort à peine de la crise) y compris sur celui du pays pratiquant la restructuration. **Deuxième conclusion : sauf risque politique interne majeur (élections populistes dans l'un des PIG ou en Allemagne), le risque de défaut brutal comme celui d'une restructuration violente est faible** car tout le monde se tient.

3- Les montants concernés sur ces trois pays sont gérables à la taille de l'Europe, la question est de savoir qui doit faire les efforts de restructuration : les prêteurs privés (donc majoritairement les banques), les populations locales, les Etats des pays riches et donc la solidarité européenne. La réponse apportée officiellement par l'Europe jusqu'à présent est claire :

- les Etats débiteurs doivent engager un processus très dur de retour à l'équilibre comportant des efforts très significatifs et dans la durée sur le niveau de vie des habitants,
- les échéances dues aux prêteurs privés jusqu'en 2013 seront bien couvertes par la possibilité pour les débiteurs de tirer

sur des lignes de crédit faites par l'Europe et autres prêteurs supra-nationaux (FMI) : donc substitution de créancier du privé vers le public (la dette est donc en partie "nationalisée"),

• post-2013, le flou... ce qui fait dire aux marchés que l'on n'a pas traité le problème mais juste acheté du temps... ce qui n'est pas totalement vrai dans la mesure où une partie significative de la dette aura été transférée aux Etats riches au pair. L'Europe a effectivement acheté du temps pour définir ce que doit être la solidarité européenne :

- entre les Etats
- selon la nature des créanciers
- selon la nature des débiteurs (banques locales nationalisées ou non, ou Etat).

Dans ce contexte très perturbé, nous pouvons, me semble-t-il affirmer à ce stade :

- que les mécanismes pour les paiements des échéances dues d'ici 2013 seront très probablement efficaces,
- que l'issue finale est tout autant politique qu'économique,
- et qu'en conséquence, les marchés continueront, à juste titre, d'être très nerveux dans les mois et vraisemblablement années à venir,
- la remise en cause des engagements pris par l'Europe sur les échéances antérieures à 2013 ne pourrait provenir que d'une crise politique majeure soit en Allemagne, soit dans un pays emprunteur concerné.

Quelles solutions sont dès lors possibles ?

Le point fondamental réside dans la difficulté à trouver une restructuration de la dette qui soit efficace, c'est à dire :

➤ **Qui permette d'enclencher un processus économique vertueux :** double problématique de l'euro et de contraction de l'économie interne si la cure d'austérité est trop forte. Comment recréer un processus de croissance économique suffisamment fort

pour leur permettre de rembourser in fine la dette, ou plus exactement de la maintenir à un niveau normal, i.e. où tout le monde se sente en confiance (les prêteurs comme les emprunteurs...). Au stade actuel, à part une logique de transfert de richesses des pays riches vers les pays faibles, on ne voit pas vraiment de solution, sauf à ce que les politiques (au sens large) des pays riches acceptent de subven-

tionner les erreurs du passé et de prêter de nouveau...

➤ **Qui permette d'enclencher un processus financier vertueux :** les taux d'intérêt de la monnaie locale doivent in fine revenir à une logique monétaire, i.e. en fonction de l'inflation et de la croissance. 14 % sur les taux à 10 ans signifie que la Grèce n'a plus accès au financement (et non pas qu'elle emprunte à ce taux là) !

Restructurations...

Quels types de restructurations peuvent alors être faits ?

- Une restructuration des tombées d'intérêts, de principal, du stock pris à certaine date... Tout a été fait au cours des 30 dernières années. A mon sens, le choix dépendrait du package total et donc de l'implication des Etats riches.
- Avec ou sans "hair cut" : imposer un "hair cut" est évidemment possible mais supposerait :
 - que les créanciers bancaires aient les moyens financiers de le supporter, ce qui est loin d'être évident pour le moment,
 - que les débiteurs aient les moyens pour une période assez longue de se passer de ses créanciers,
 - donc cette solution, impliquerait que les Etats riches imposent aux banques le hair cut et se substituent à elles pour les prêts futurs...

Les probabilités d'occurrences de ce type de restructurations me semblent assez faibles car, sauf à ce que la dette ait été entre temps rachetée par la BCE ou toute autre forme de nationalisation de la dette, il n'y aurait pas de cercle vertueux : les prêteurs n'auront plus envie de prêter de nouveau, les pays emprunteurs ne résoudront pas leur problème économique de fond. Cependant, cette approche serait retenue si l'Espagne entrait à son tour dans un processus de restructuration, les montants concernés n'étant alors plus gérables sans "hair cut", c'est à dire, faire participer les créanciers bancaires et autres obligataires à l'effort de restructuration.

...ou plutôt solidarité européenne pouvant prendre la forme d'un plan Brady à l'Européenne

- La création d'une solidarité européenne reposant sur une solution d'un mixte d'efforts. Il me semble que

c'est à terme la voie qui sera empruntée et que le traitement de la dette pourrait ainsi être l'occasion d'organiser des transferts "softs" entre pays de la zone euro. On sent bien que depuis quelque mois les discussions tournent autour du niveau des taux d'intérêts... et par ailleurs, cet "enrichissement sans cause" des années 2000 lié à l'euro ne peut pas être restitué aux autres pays européens, d'autant plus que d'une certaine manière, les pays riches, et notamment l'Allemagne a bénéficié à l'inverse d'une monnaie sous-évaluée au sein de la zone euro. Concrètement, **il pourrait s'agir d'une version soft et adaptée du Plan Brady** qui permettrait une issue économique, financière et politique.

Pour mémoire, rappelons le principe sur le cas du Mexique qui a servi de prototype : après 8 ans de restructuration, les banques créancières qui le souhaitaient ont accepté un plan de réduction de dette de 35 % en échangeant en juin 1990 leurs créances bancaires contre des obligations ayant les caractéristiques suivantes :

- Devise USD
- Maturité 30 ans bullet
- Garantie en capital : via un zéro coupon émis par le trésor américain (le taux d'émission du trésor US était à l'époque de 9 % et n'avait pas été subventionné par l'Etat américain), le prix à payer par les mexicains était donc de 7,5 % pour couvrir un capital de 100.
- Coupon annuel taux fixe de 6,25 %, correspondant à une réduction de dette de 35 % par rapport au taux du 30 ans US,
- Rolling Garantie sur les intérêts de 18 mois (via un dépôt du trésor mexicain dans une banque US).

Il convient de noter que le Trésor Américain n'a pas fait d'effort particulier (d'autant plus que toutes les banques prêteuses n'étaient pas américaines) ni en faveur des banques créancières (à l'exception d'une politique monétaire sur les taux facilitant les profits des banques), ni pour aider le Mexique (en tout cas pas officiellement), si ce n'est de

"faciliter les négociations" (Brady était le Secrétaire d'Etat au Trésor US).

A cette époque la dette bancaire mexicaine :

- Traitait sur le marché secondaire entre 30 et 45 % du nominal selon les évolutions des négociations.
 - Payait ses intérêts sur la base d'un taux variable.
- Au départ, c'est simplement la valeur des garanties externes (capital et 18 mois d'intérêt, soit 18 %), qui a rehaussé mécaniquement le prix de 45 à 63 %, puis rapidement la dette mexicaine ainsi transformée en obligation négociable et théoriquement difficilement restructurable (par rapport à des prêts syndiqués), s'est activement traitée sur le marché secondaire avec des primes de risque qui se sont contractées et sans commune mesure avec la décote antérieure de 55 % à 70 %. Le Mexique a pu revenir sur le marché dès 1996, bien que la crise du Peso de décembre 1994 (30 % de dévaluation du Cetes) avait failli faire craquer le système. Les Brady Bonds ont finalement été rachetés par anticipation par le Mexique en 2010, le taux de 6,25 % étant désormais jugé prohibitif, le Mexique empruntant désormais à 20 ans à 165 bp au-dessus du trésor US...

En ce qui concerne les PIG, le mécanisme à l'européenne pourrait être :

- 1- En 2013, alors que les échéances courtes auront d'une certaine manière déjà été nationalisées (sorties du bilan des investisseurs) : tout ou partie du stock est échangé contre des obligations garanties en principal par l'Europe à 30 ans, amortissement in fine :

Ces Obligations émises par le pays mais avec un capital garanti par l'Europe via l'émission d'un zéro coupon, porteraient un coupon du type Europe + 1 % qui resterait en risque sur le pays emprunteur. Comme pour les Par bonds Mexicain, elles traiteraient probablement à l'origine avec décote mais le capital étant garanti, et le taux d'intérêt nominal "normal", leur prix ne serait probable-

ment pas à l'origine très différent de celui d'une dette périphérique à 3 ou 5 ans en risque sur capital et intérêt. Rapidement, les pays devraient ainsi pouvoir revenir se financer sur des échéances courtes. Sur le modèle Mexicain, en garantissant 1 à 2 années de paiement d'intérêt, le spread s'abaisserait rapidement ce qui permettrait un retour plus rapide au financement par le marché.

C'est à travers, le taux du coupon payé par la Grèce que porterait l'effort des banques : 30 ans, taux fixe "Europe + 1 %", est-il un effort suffisant ? En effort, purement financier, peut être pas, mais en mark to market certainement. Si l'on part du principe, que la valeur de la garantie en capital est de 30 % ; la valeur actuelle des intérêts à 5 % (si l'on suppose le 30 ans Europe à 4 %) actualisée à 8 % (spread normal de la Grèce à 30 ans sur les intérêts seulement), serait de 60 %, portant ainsi la valeur totale de l'obligation à 90 % et donc l'effort des banques à 10 %.

Toute solution qui impliquerait un "hair cut" des créanciers obligataires nécessiterait d'être négociée avec lesdits créanciers (et il n'y a pas que des banques européennes...) et il n'y a pas de cadre juridique pour cela. On pourrait, si le paiement des simples intérêts s'avérait trop lourd pour un pays, concevoir une capitalisation partielle des intérêts des premières années ou toute autre solution d'assouplissement temporaire dont les ex-PVD (Pays en Voie de Développement) ont été friands dans le passé.

Par ailleurs, la "nationalisation" des pertes potentielles des banques créancières (l'essentiel de la dette obligataire étant porté par les banques) ne sera politiquement acceptable par les Etats (riches) que si les banques participent à un effort financier. Cet effort financier devra être conséquent et peut s'envisager de deux manières : l'une, si la restructuration se

fait relativement à froid, pas le biais d'un taux d'imposition sur les bénéfices plus élevés (nous avons sauvé votre compte d'exploitation en subventionnant dans le temps la Grèce mais on récupère cette subvention par une augmentation du taux d'imposition) ; l'autre, en cas de crise majeure – politique ou financière, via une nationalisation des banques créancières comme cela fut le cas dans de nombreux pays, y compris l'Angleterre, pendant la crise financière.

2. L'organisation du transfert de richesses entre pays riches et PIG pourrait se faire via le biais des taux d'intérêt :

- **Le zéro coupon servant de garanti au capital des obligations à 30 ans pourrait être émis** et donc acheté, par exemple par la Grèce, **à des conditions avantageuses pour le prêteur** (ici la Grèce) : par exemple, si l'Europe émet à 30 ans avec un coupon de 7 %, le cash à verser par la Grèce ne serait que de 13 % contre 30 % avec un coupon de 4 %.

- **Pour permettre l'acquisition** de 13 % de plus de stock de dette (afin de réaliser l'émission), **l'Europe pourrait prêter à un taux très inférieur à son taux d'emprunt** (par exemple 1 % au lieu de 4 %), ce qui reviendrait à faire un cadeau de 10 % supplémentaire à la Grèce qui serait autant de cash disponible pour garantir le coupon annuel.

Les avantages de cette méthode :

- Le montant d'argent à mobiliser instantanément n'est que de 13 % du montant de la dette à garantir.
- L'effort des pays riches est de l'ordre de 26 % (émettre à 7 % au lieu de 4 % plus prêter à 3 % au lieu de 4) et est étalé sur 30 ans (le calage de l'effort nécessaire pouvant alors se faire par le biais des taux d'intérêt).
- La Grèce se retrouve avec un taux annuel de 5 % seulement sur 100 % de sa vieille dette et de 3 % sur 13 % (la

nouvelle dette), soit l'équivalent de 5,4 % sur l'ancienne dette et le capital est remboursé à maturité par l'échéance de l'emprunt émis par l'Europe (donc sans effort des Grecs), ce qui réduit singulièrement le poids de la dette aux seuls intérêts sur la totalité du stock.

• Le transfert de richesses entre la Grèce et l'Europe peut être régulé par des accords dans le temps sur le niveau des taux ou clause de retour à meilleure fortune, ou à l'inverse d'augmentation du soutien, comme de lier la subvention via les taux en fonction de critères économiques.

• Politiquement, les Grecs peuvent afficher que la dette est allégée et les Allemands qu'il n'y a pas d'abandon de créances.

Les banques ne sont pas victimes d'un "hair cut" imposé mais d'un mark to market que donnerait le marché au risque grec sur les intérêts avec un Etat qui n'aurait plus de stock de principal à rembourser...

• Les émissions obligataires étant désormais garanties en capital par l'Europe, elles peuvent "sereinement" être mises en titres d'investissement sans décotes par de nombreux investisseurs (y compris bancaires), solution qui avait été comptablement retenue par de nombreuses banques lors de la création du Plan Brady (les banques reprenant les provisions ou le mark to market).

Sans vouloir prétendre avoir trouvé LA SOLUTION, cet exercice de prospective, se basant sur une histoire encore récente et à certains égards plus complexe que la situation d'un groupe de pays qui ont accepté d'unir leurs destins financiers à travers une monnaie commune, démontre qu'il est possible de trouver des issues financières, économiques et politiquement acceptables ; et cela d'autant plus que l'alternative, i.e. le défaut, serait in fine beaucoup plus coûteuse pour toutes les parties en présence.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.