

WORKING PAPER n° 53
Mai 2011

Zone euro : un possible éclatement ?

Compte rendu des débats du 11 mars 2011



Avec

Jean LEMIERRE, Conseiller auprès du Président de BNP Paribas
Jacques MISTRAL, Directeur des Études Economiques de l'Ifri



Zone euro : un possible éclatement ?

Compte rendu des débats du 11 mars 2011

Comme le rappelle en introduction **Françoise Gri**, Présidente de Manpower France, cette rencontre est la deuxième d'un cycle tout à fait particulier, initié en partenariat avec **l'Institut de l'Entreprise** et **l'Ifri** (Institut Français des Relations Internationales). Le principe de ces rencontres est d'examiner divers scénarios économiques, leur nature, leurs manifestations et la probabilité qu'ils se produisent. La première rencontre dans ce cadre a eu lieu au mois de novembre et avait pour thème le retour d'une inflation à deux chiffres. Elle était animée par **Serge Weinberg**, Président de Sanofi Aventis et de Weinberg Capital Partners, ainsi que **Jacques Mistral**, membre du Conseil d'Analyse Économique et directeur des études économiques de l'Ifri.

Aujourd'hui est abordé le thème de la zone euro et de son possible éclatement. Quelle est la probabilité d'un tel scénario ? Quelles pourraient en être les causes et les principaux effets ? Tour à tour les deux intervenants se sont attachés à traiter ces questions. Jacques Mistral, économiste et professeur des universités, fut conseiller financier à l'ambassade de France à Washington. Successivement Directeur Général des Impôts, Directeur du Trésor et Président de la BRED, Jean Lemierre est quant à lui Conseiller auprès du Président de BNP Paribas.

▲ **JACQUES MISTRAL,**

Directeur des Études Economiques de l'IFRI

L'éclatement de la Zone euro : les deux positions

Pour **Jacques Mistral**, la question de l'éclatement de la zone euro n'est pas d'une actualité brûlante, contrairement à ce que l'on pourrait croire de prime abord. Pour l'exercice, il était ainsi demandé d'aller au-delà des discours rassurants que l'on entend le plus souvent. Les « cygnes noirs »¹ peuvent toujours apparaître et il ne faut écarter a priori aucun scénario.

La question de l'éclatement est abordée de diverses façons par des auteurs de tous horizons. Alain Cotta, par exemple, a publié récemment *Sortir de l'Euro ou mourir à petit feu* (Plon, 2010); il s'agit ici d'une nécessité salvatrice. Dans un style plus analytique, on trouve le texte de Christian Saint-Etienne, *La fin de l'Euro* (Bourin, 2009, édition révisée, 2011). Enfin pour leur part, certains auteurs du Financial Times ont retrouvé de la verdure grâce aux difficultés récentes

1. La Théorie du Cygne noir, développée par Nassim Nicholas Taleb (*The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, 2007) est une théorie selon laquelle un événement imprévisible a une faible probabilité de se dérouler, mais s'il se réalise, les conséquences ont une portée considérable et exceptionnelle.

rencontrés par les pays de l'Eurogroupe. Dans tous ces textes et positions, deux grandes lignes se dégagent. Il y a d'abord ceux qui plaident pour une sortie de l'Euro, dans la mesure où ce serait un choix qui présenterait de nombreux avantages. Ensuite, il y a ceux qui pensent qu'inexorablement nous nous achevons vers un éclatement et qu'il s'agit donc d'une nécessité, que l'on peut ou non décider d'anticiper.

Choisir la sortie : quels avantages ?

Selon cette position, il y aurait beaucoup à gagner à sortir de l'Euro. **Jacques Mistral** l'avoue, même en tournant les arguments dans tous les sens, ce point de vue est difficilement défendable. La première erreur commise ici consiste à ne pas voir l'ensemble du mécanisme. Sortir de l'Euro pour la France signifierait une dévaluation, or une dévaluation ne peut fonctionner que si elle est appuyée sur un sévère plan d'austérité. Ainsi l'idée d'une alternative à l'austérité aujourd'hui expérimentée par la Grèce, l'Espagne ou l'Irlande, est une idée fautive. Le second point concerne la dette : sortir de l'euro, c'est se retrouver dans tous les cas avec des dettes libellées en euro. Les pays d'Europe centrale illustrent actuellement les conséquences dramatiques de la dévaluation dans un contexte où l'on est tenu par des obligations de remboursement de ses dettes en euro. À cette situation, on peut répondre soit par un défaut unilatéral, mais on s'expose alors, comme ce fut le cas de l'Argentine, à une longue période d'isolement très coûteuse pour l'économie et la société. L'autre solution, quant à elle, consiste à se lancer dans un processus de négociation multilatérale mais qui ne peut intervenir également qu'après une période de crise longue, complexe et coûteuse pour le pays.

Sur le terrain économique et financier, on ne peut guère tirer des arguments en faveur d'un choix raison-

né et raisonnable de sortie de l'euro. Y aurait-il alors des arguments politiques ? Là aussi, les dernières tendances ne vont pas dans ce sens. Pour **Jacques Mistral**, tous les politiques qui ont défendu à un moment ou à un autre des positions favorables à une sortie de l'euro, se sont soumis aux arguments précédents une fois parvenus à des postes importants, détenteurs de pouvoir de décision en la matière. Ainsi, il n'y a pas de risque d'éclatement de la zone euro, qui proviendrait d'un choix obéissant à des critères financiers, économiques ou politiques.

Les conditions actuelles peuvent-elles conduire à un éclatement de la zone euro ?

En dehors d'un choix, cet éclatement pourrait être l'issue de mécanismes quasi inexorables. La profonde conviction de **Jacques Mistral** n'est pas celle-ci. De nombreux points de vue ont été abondamment traités, par les experts et les politiques et ce depuis plus de dix ans. La mention d'une étape supplémentaire, celle de l'harmonisation fiscale et budgétaire, ne date pas d'hier ; elle fait l'objet de nombreuses études et analyses. La réalité a suivi le même parcours, avec de courtes périodes de très fortes tensions, comme ce fut le cas avec la Grèce, puis l'Irlande et actuellement, force est de constater que nous sommes en route vers une forme de gouvernement économique de l'Europe, dont on ne sait encore les contours et les modalités opératoires. Nous allons dans cette direction et pour **Jacques Mistral** nous irons aussi loin que nécessaire pour que soit assurée la pérennité de la zone euro.

Cela est cohérent avec les événements récents. En effet, plusieurs obstacles jugés auparavant insurmontables ont finalement été surmontés. D'abord l'Allemagne : celle-ci était résolument opposée à

l'idée d'un gouvernement économique et à toute idée de mécanismes automatiques de solidarité. Sur tous ces sujets, l'Allemagne a considérablement évolué : elle a accepté la facilité financière et le projet d'une gouvernance. Elle a ainsi décidé de jouer un rôle qui est en ligne avec son poids et sa puissance économiques.

Néanmoins, il demeure aujourd'hui certaines incompréhensions et divergences qui donnent au risque d'éclatement une probabilité, certes faible, mais non pas inexistante. Une de ces divergences concerne le taux auquel les facilités financières ont été accordées à la Grèce et l'Irlande. Étonnamment, pour **Jacques Mistral**, ces taux ont été choisis relativement proches des taux de marché. Or pour qui connaît les opérations de sauvetage de pays en difficulté, il est évident que ces opérations comprennent à la fois un plan d'austérité, donc une mesure interne, et des financements concessionnels externes. C'est précisément ce mélange qui permet de retrouver une meilleure solvabilité. On peut s'étonner ici de la présentation que fait l'Allemagne de ces opérations, celles-ci étant toujours considérées comme des coûts, là où il s'agit à terme de faire une opération économique rentable. La dimension politique et idéologique explique largement cette perception. Dans tous les cas, on peut imaginer que des divergences en viennent à un moment donné à dépasser le consensus fort autour de l'idée d'une union monétaire. Le risque d'éclatement n'est donc pas nul.

Jacques Mistral conclut sur le fait que la situation dans laquelle nous nous trouvons est de toute façon instable et temporaire. Le point essentiel est de savoir de quelle manière on évolue vers un ajustement ordonné des situations qui apparaîtront progressivement sans solution. Autant l'idée de procéder

sèchement à un *haircut*² financier de la Grèce ou de l'Irlande n'a aujourd'hui pas de probabilité, autant il y aura nécessairement un moment où la question de responsabiliser ces pays vis-à-vis de leurs dettes se posera très nettement. Tant que la crise ne sera pas pleinement développée, les marchés n'auront pas toutes les réponses qu'ils souhaitent quant à ces questions précises. Enfin, force est de constater que le problème de la zone euro est un problème domestique ou interne, dans la mesure où c'est une zone équilibrée. Pour le dire simplement, les épargnants allemands détiennent de la dette grecque. Par conséquent, c'est un problème comparable à ceux que tranche le Congrès américain lorsqu'il s'occupe de problèmes financiers internes. Pour **Jacques Mistral** ce point est essentiel et doit conduire à un optimisme raisonnable.

▲ JEAN LEMIERRE,

Conseiller auprès du Président de BNP Paribas

Les mécanismes à l'œuvre lors d'une sortie

Jean Lemierre commence son intervention avec l'examen du cas d'un État qui déciderait de sortir de la zone euro. Le pays qui prend cette décision se condamne lui-même, c'est une évidence. Le plus important à examiner est la suite du processus et dans un premier temps le phénomène de contagion. Dès lors qu'un pays sort, une pression considérable va naturellement s'exercer sur le suivant potentiel. En l'occurrence, ce suivant potentiel pourrait être l'Espagne ou la Belgique et on arrive ainsi à des ordres de gran-

2. Un *Haircut* est la dévaluation, à hauteur d'un certain pourcentage, de la valeur nominale des actifs qui servent de collatéral.

deur tout autres. Que se passe-t-il dans ce cas ? Ces pays auront de plus en plus de mal à trouver des financements sur les marchés, même s'ils finiront par en trouver. Les CDS et les *spreads* s'envoleront ; cela sera suivi par une dégradation des notations, que ce soient celle du risque souverain ou bien du risque des grandes banques nationales, souvent très proche du premier. Avec cette augmentation des *spreads* et des coûts de refinancement, les banques doivent aller chercher de plus en plus de dépôts et vient un moment où elles sont obligées de répercuter l'augmentation de leurs coûts. Elles y arrivent en général plutôt bien, ce qui entraîne un premier mécanisme récessif, les PME devant faire face à une raréfaction et / ou une augmentation du coût du crédit.

Face à cela, les États réagissent et réduisent au maximum leurs dépenses, ce qui prolonge le premier mécanisme récessif. Ainsi, une ou plusieurs grandes économies européennes rentrent dans un processus récessif, ce qui implique immédiatement un choc pour le système bancaire européen. En effet, ce système est très interconnecté : toutes les banques européennes portent à des titres divers, des actifs des autres pays (dette souveraine, prêts) ; les marchés vont naturellement s'interroger sur la solidité de ce système. L'accès à la liquidité dollar sera très difficile pour les banques européennes, ce qui a déjà été observé l'été dernier, cela impliquant un coût de refinancement en dollar beaucoup plus élevé pour l'ensemble des entreprises européennes.

La crainte de nos grands financiers

Ces difficultés vont créer une grande inquiétude pour nos financiers. Si une part importante de notre dette est domestique, ce qui compte en la matière est le marginal or marginalement nous sommes extraordinairement dépendant de l'épargne asiatique. Les

Chinois ont intérêt pour des raisons politiques et économiques à avoir un euro fort ; d'un point de vue commercial, cela favorise leurs exportations. Cependant, tout changera si l'euro perd de la valeur et les Chinois ne sont pas dépendants de nous. S'ils doivent être très prudents en ce qui concerne leurs réserves en dollar, ils disposent, en revanche, d'une très large marge de manœuvre pour leurs réserves en euros. Réduire de 2 à 5 points le poids de l'euro dans leurs réserves est quelque chose de relativement facile. Si les Chinois se désengagent, Singapour se désengagera, les fonds japonais également, puis les fonds du Moyen-Orient. Notre monnaie s'affaiblira entraînant l'inflation, soutenue par le prix du pétrole. Au total, mécaniquement, certains États se diront qu'il est nécessaire de sortir de l'euro et d'entrer alors dans une phase protectionniste. Il y a fort à parier que dans ces situations-là, la volonté de préserver l'emploi donnera raison à ceux pour qui seul le cadre national permet de gérer ce problème convenablement. Ainsi, à l'arrière-plan, le débat sur l'euro se porte sur les barrières tarifaires, les mécanismes de protection à l'intérieur de l'Europe, qui pourraient émerger en cas de grave crise ; tous ces mécanismes touchant de plein fouet les entreprises allemandes et françaises par le biais des dévaluations compétitives.

Que peut-on imaginer à la fin d'un tel processus ? Les pays se souviendront peut-être de leurs premières formations communautaires. Ainsi, la France, l'Allemagne et la Belgique s'associeront peut-être pour former une union de type fédérale, pour créer une monnaie unique et un embryon de budget unique. À cela, peut-être, s'ajoutera un plan transnational pour soutenir la compétitivité dans la zone définie. Retour à la case départ.

Jean Lemierre conclut son intervention en espérant que tout cela ne restera que fiction, que les processus

de solidarité interne vont aller se renforçant, et qu'émergera ainsi une zone euro plus équilibrée, plus solide et plus intégrée.

▲ ÉCHANGES AVEC LA SALLE

Bertrand Collomb, Président d'Honneur de Lafarge, se demande : quels sont les déterminants du comportement de l'Allemagne ? En effet, l'équilibre et la pérennité de la zone euro dépendent largement de son comportement. Pour **Jean Lemierre**, l'Allemagne a beaucoup évolué et a précisément compris le scénario catastrophe et sa logique. Deux chiffres sont explicites à cet égard : la totalité des exportations allemandes vers l'Irlande, la Grèce et le Portugal représente environ 3,5 %, alors que celles vers la France et l'Italie représentent 17 %. Ainsi, l'Allemagne ne peut pas supporter une contagion vers de grandes économies. En même temps, ils n'ont pas totalement tort d'avoir mis du temps à reconnaître cela. En Grèce, il faut reconnaître que la situation était grave et tout à fait condamnable à plusieurs titres. En Espagne, par contre, nous sommes tous responsables d'avoir laissé se former d'énormes bulles immobilières. Cela a été possible une fois, grâce à l'entrée dans l'euro et à la chute brutale des coûts de refinancement. De manière générale, l'Allemagne a raison de dire que ces pays doivent faire un effort. La vraie difficulté, cependant, est ailleurs : elle consiste en la mise en place de la mesure qui est exactement requise. La logique de punition fait que le puni coule et en coulant celui-ci va entraîner les autres et l'initiateur de la punition. Aujourd'hui, le débat politique en Allemagne consiste précisément à accepter un peu plus d'ouverture et un peu moins de punition. Angela Merkel adopte cette approche, mais elle est dans une coali-

tion avec un partenaire très faible qui est prêt à tout se refaire politiquement.

Jacques Mistral, lui aussi, considère que les Allemands ont beaucoup évolué durant l'année passée et cette évolution s'est faite dans le sens du renforcement de leur relation avec la France. Cependant, il y a en permanence des jets de vapeur pour ainsi dire, à l'image du dernier manifeste publié par deux cents économistes allemands qui ont écrit noir sur blanc ce que pensent de nombreux Allemands : tout ce qui est fait jusqu'à présent est trop embryonnaire et il faut mettre en place des mécanismes qui mêlent solidarité et punition.

Revenant sur les mécanismes liés à la sortie, **Jacques Mistral** rappelle qu'un pays qui sort de la zone euro, se retrouve avec une dette en euro, inchangée, et des recettes d'exportation en euro qui sont dévaluées. La capacité de remboursement est ainsi sérieusement diminuée. Les problèmes, auxquels il pensait échapper, se trouvent en réalité renforcés. Se faisant, on en vient vite à la nécessité non de restructurer mais de faire défaut. On se place alors en dehors des mécanismes financiers mondiaux. Si la situation de la Grèce n'est pas celle-ci, les conditions qui lui ont été appliquées, cependant, ont été extrêmement dures : c'est un emprunt à brève échéance et à taux élevé. Ainsi, à terme, la solution pour un pays en difficulté est plutôt de restructurer la dette de manière ordonnée, notamment en allongeant la maturité et en modifiant les taux. Pour **Jean Lemierre**, il faut bien faire la différence entre deux situations distinctes. Il y a d'abord ce que l'on peut appeler le re-profilage du concours européen aux pays sous aide et l'*haircut* des pays en difficulté. La probabilité d'un *haircut* est quasi nulle : le jour où on le pratique, il n'est pas possible d'expliquer aux marchés qu'on

ne le refera plus. Le *haircut* s'applique uniquement en cas d'insolvabilité et non en cas de crise de liquidité.

Bertrand Collomb reprend la parole : si une ville de Californie fait défaut sur sa dette, cela ne remet pas en cause le dollar. Si la Grèce fait défaut sur la sienne, cela met en cause l'euro. Comment sortir de cette contradiction, dès lors que l'on ne peut être sûr que la Grèce ne fasse comme une ville de Californie mal gérée ? Face à cela, il est difficile d'exiger de l'Allemagne, qu'elle soutienne la Grèce quoiqu'il se passe. Ne peut-on pas imaginer une dette souveraine, qui puisse incarner « la sainteté de l'euro ? » Pour **Jean Lemierre**, la « sainteté de l'euro » n'est pas la dette commune mais le budget commun dans la mesure où la première est la résultante du second. Pour aller dans ce sens, il faut souhaiter l'avènement d'une communauté fédérale tarifaire et de compétitivité. Ici, c'est le mot fédéral qui est important et derrière l'idée de fédéralisme, il y a celle de solidarité. Cette question est une vieille question, la France et l'Allemagne ayant toujours refusé la dette commune tant qu'il n'y avait pas de budget commun ou de contrôle commun des dépenses. On comprend aisément que la seule voie de sortie politique et institutionnelle est de mettre en place des systèmes de solidarité plus complets, efficaces et précis, ainsi que des mécanismes de contrôles de dépenses. **Jacques Mistral**, quant à lui, invite à considérer le cas de l'Europe avec plus de recul. Si l'Europe fait figure de grand malade de la planète financière, force est de constater que les États-Unis connaissent une situation qui est quasiment hors de contrôle. Semaines après semaines, on peut lire toujours plus d'articles sur la dégradation rapide de la santé financière des villes américaines, des fonds de pension, du budget du gouvernement fédéral etc. À un moment ou à un autre, il y aura une vision nouvelle des relations entre la finance européenne et la finance américaine. Par ailleurs, les faits

prouvent que l'euro est loin d'être dans une situation catastrophique, comme certains voudraient le faire croire : la part de l'euro dans tous les domaines où l'on mesure la force d'une monnaie est restée inchangée, voire s'est légèrement accrue. La parité de l'euro est tombée au plus bas moment à 1,2 euros pour 1 dollar, autrement dit en pleine crise l'euro s'est maintenu au-dessus de la parité de pouvoir d'achat. Si l'euro préserve son capital d'attractivité dans une période où tout le monde annonce sa fin imminente, cela est très significatif.

Revenant sur une question de **Stéphane Cossé**, Directeur Adjoint de RTE, **Jean Lemierre** précise la nature du système de solidarité qui a été mis en place jusqu'à présent : si en 2013, les pays soutenus se trouvent en situation de crise de liquidité, il n'y aura pas de *haircut* ; s'ils sont en situation de crise de solvabilité, alors un *haircut* est prévu. Telle est la façon dont les choses ont été annoncées. Encore une fois, la probabilité qu'un *haircut* se fasse, même en situation d'insolvabilité, est faible pour des questions politiques de fond. De plus, ce point se heurte à la difficulté réelle de distinguer précisément liquidité et solvabilité : si l'on regarde les calculs en la matière, tout dépend des hypothèses initiales retenues. Dans tous les cas, le message implicite est qu'il n'y aura pas de *haircut* dans la mesure où cela signifierait insolvabilité et il n'y aura pas de crise réelle d'insolvabilité.

Quelle est la place et le rôle des agences de notation dans la situation actuelle et le risque d'éclatement ? Ces agences sont un mal nécessaire pour Jean Lemierre et il est vrai qu'elles ne sont vraisemblablement pas très fières du parcours qui a été le leur jusqu'à présent. Cependant, il faut déplacer le débat : il est trop facile de faire porter le fardeau aux seules agences et de les critiquer pour leur rôle dans les in-

quiétudes actuelles sur la solidité de la zone euro. Une grande institution financière, comme Citigroup ou Goldman Sachs, se doit d'avoir un service propre de notation. Les agences ont certes un rôle absolument clef vis-à-vis des épargnants et des institutions de petite taille. Quant aux autres, ils disposent de leurs propres moyens d'analyse et ne devraient pas se cacher derrière la notation des agences. On pourrait d'ailleurs imaginer que les trente plus grandes institutions financières prennent en charge ce secteur.

Carol Sirou, Présidente de Standard&Poor's France, reconnaît qu'un certain nombre d'acteurs se sont trop reposés sur la notation des agences et continuent de le faire. Standard&Poor's appuie dans ce sens les projets qui prévoient de réduire cette dépendance. De plus, un rôle systémique a été attribué aux agences, alors qu'elles ne le revendiquent pas du tout et que cela les empêche même de faire correctement leur métier. Ce à quoi elles peuvent s'engager, c'est à avoir une méthodologie claire, des résultats en ligne avec cette méthodologie et à essayer d'augmenter la transparence des marchés. Les progrès à faire sont des progrès dans la réduction de l'incertitude, comme on peut le voir autour du potentiel ou au contraire improbable *haircut*.

En conclusion des débats, **Jean Lemierre** invite les participants à constater que la situation européenne est loin d'être catastrophique : les problèmes affrontés aujourd'hui ne sont pas les plus complexes et insolubles. Le sujet le plus grave concerne plutôt les États-Unis : le véritable enjeu est le rétablissement du fonctionnement de l'économie américaine qui est complètement cassé. L'activité économique n'existe que par l'injection de crédit et cela ne peut être soutenable indéfiniment. À chaque fois qu'il y a eu une légère amélioration, il s'agissait de crédit ou de désépargne. Doit-on le regretter ou les critiquer ?

Le *quantitative easing* est problématique dans la mesure où on ne s'en sert pas pour faire les réformes essentielles. Parallèlement à cette politique monétaire, il n'y a pas de mesures fondamentales pour le redressement de la compétitivité américaine, du taux d'épargne des Américains et de la productivité en général. Il n'y a pas de quoi se réjouir, car si l'on n'est pas gravement malade en Europe, il faut urgemment que l'on se redresse pour aller de l'avant.