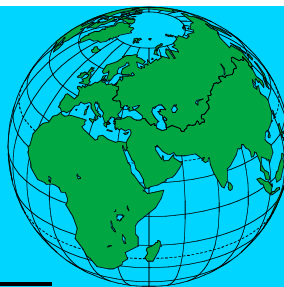


*École des Hautes Études
en Sciences Sociales*

CEMI



Centre d'Études des Modes d'Industrialisation

La dislocation de la zone Euro

Jacques SAPIR

**Directeur d'études à l'EHESS
Professeur Associé à la Moskovskaya Shkola Ekonomiki-MGU**

**CEMI-EHESS
IRSES-FMSH**

26 mai 2012

La situation de la zone Euro s'est brutalement dégradée depuis le début du mois d'avril 2012. Le processus de destruction de la zone a franchi une étape critique dans les premiers jours de mai avec d'une part la prise de conscience des acteurs tant privés que publics qu'une sortie de l'Euro de la Grèce était une possibilité à court terme, et d'autre part avec les différentes annonces faites en Espagne.

Ces annonces (secteur bancaire et régions) montrent que les besoins de financement de l'État vont largement dépasser les capacités d'absorption des marchés financiers, forçant l'Espagne à « sortir » rapidement du marché et à demander l'aide du Mécanisme Européen de Stabilité.

Le processus de contagion, qui se manifeste depuis le début de l'année avec la corrélation entre les mouvements de taux d'intérêt entre l'Espagne, l'Italie et la Belgique va lui aussi s'accélérer. Quand l'Espagne sera obligée de sortir du marché, les taux se tendront sur l'Italie qui, dans un délai de 3 à 6 mois, sera obligé de faire de même. À l'heure actuelle, les ressources du MES sont insuffisantes pour faire face aux besoins de pays qui sont la 4^{ème} et la 3^{ème} économie de la zone Euro.

I. État des lieux.

Les problèmes rencontrés par la Grèce et l'Espagne sont de natures différentes, même s'ils sont profondément liés à l'existence de la monnaie unique, et aux problèmes de compétitivité qui en découlent.

A. La Grèce fait face à une situation où elle ne peut plus rembourser les *intérêts* de sa dette accumulée.

Le plan d'austérité dicté par le Mémoire signé entre ce pays et la « Troïka » (BCE, Union Européenne et FMI) a accéléré la contraction du PIB grec (-15,6% de 2008 à 2011) et provoqué des dommages sociaux extrêmement importants. Cette contraction devrait atteindre 6% pour 2012. La chute des recettes fiscales a accompagné cette contraction de l'économie, tandis que le poids de la dette, exprimé en pourcentage du PIB, augmentait mécaniquement. La charge des intérêts n'a été que très partiellement réduite par la restructuration de la dette détenue par les banques privées. Ce défaut partiel a eu de plus l'inconvénient d'accroître fortement l'opposition des banques privées à toute nouvelle mesure d'allègement de la dette.

Depuis les élections de début mai, il est clair que la politique du mémorandum a échoué à réduire significativement le déficit budgétaire de la Grèce et qu'elle est massivement rejetée par la population. Or, il n'est toujours pas question de renégocier ce mémorandum et la menace d'une interruption de l'aide, qui provoquerait immédiatement un défaut sur la totalité de la dette restante se précise. Le secteur bancaire grec, lourdement mis à contribution lors de la restructuration de la partie de la dette détenue par des agents privés, est désormais l'objet d'une méfiance systémique de la population, et un mouvement de fuite des dépôts (ou *bank run*) est désormais perceptible depuis le 12 mai.

Lors du sommet informel européen qui s'est tenu le 23 mai à Bruxelles, les autorités ont reconnu que les divers services préparaient un scénario de sortie de la Grèce de l'Euro. Les banques privées, de leur côté, ont fait des annonces similaires et ont annoncé que leurs salles

de marché étaient désormais prêtes à traiter les transactions en Drachme. Le scénario d'une sortie de la Grèce de la zone Euro est donc envisagé avec beaucoup de sérieux par les agents tant publics que privés.

La Grèce doit en effet faire face à deux problèmes distincts, mais dont les effets se conjuguent : le financement de son déficit budgétaire, en partie causé par les intérêts de la dette accumulée et en partie par la contraction de l'économie, et le financement d'un déficit commercial important lié au processus de perte de compétitivité induit par l'Euro.

Le premier problème est celui, immédiat, du financement de son déficit budgétaire. Contrairement aux idées reçues, et à ce qu'affirment tant les dirigeants allemands que Mme Christine Lagarde au FMI, les impôts représentent une part non négligeable de la richesse intérieure grecque. Il est donc parfaitement faux de dire que les grecs ne payent pas d'impôts, même si on peut supposer que l'assiette fiscale est mal répartie et que certains contribuables fraudent de manière conséquente.

Tableau 1
Importance des prélèvements fiscaux en Grèce

	2007	2008	2009	2010	2011
Part des recettes en % du PIB	40,8%	40,7%	38,2%	39,7%	40,9%
Montant brut des recettes en milliards d'Euros	90,91	94,83	88,60	90,25	88,07
Charge des intérêts en milliards d'Euros		11,94	11,92	13,19	15,03
Intérêts en pourcentage du PIB		5,1%	5,1%	5,8%	6,99%
Déficit budgétaire en % du PIB		-9,8%	-15,6%	-10,3%	-9,1%
Déficit hors charge des intérêts		-4,7%	-10,5%	-4,5%	-2,1%

Source : ELSTAT (Hellenical Statistical Authority), *Fiscal data for the years 2008-2011* et *Fiscal data for the years 2007-2010*, Press release, 23 avril 2012 et 17 octobre 2011, Athènes.

Si l'on fait exception de l'année 2009 où il y a eu, effectivement, une importante dérive des comptes publics, on voit que une part majeure, et en 2011 absolument décisive, du déficit budgétaire grec est provoqué par la charge des intérêts de la dette.

La contraction rapide du PIB joue aussi un rôle très néfaste et ceci d'autant plus qu'elle s'accompagne d'une chute de l'investissement.

Tableau 2
Impact de la crise sur les investissements

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Montant des investissements en milliards d'Euros (à prix constants)	39,380	40,307	38,205	48,198	52,182	49,873	43,753	37,519	29,935
Investissements en % du PIB	25,3%	24,8%	23,4%	28,1%	29,4%	28,0%	25,0%	22,8%	19,9%

Source : ELSTAT, base de données sur la Formation brute de capital fixe.

http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0702

Le second problème est celui de sa compétitivité internationale, telle que l'on peut la mesurer dans la balance commerciale.

Tableau 3
Mouvements de la balance commerciale grecque

	2007	2008	2009	2010	2011
Exports en % du PIB	26,8%	27,5%	21,5%	24,4%	27,3%
Imports en % du PIB	42,2%	43,8%	34,2%	34,4%	35,7%
Balance commerciale en % du PIB	-15,4%	-16,4%	-12,7%	-10,1%	-8,5%

Source : ELSTAT, base de données du commerce international.

http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0902

Si la Grèce est structurellement déficitaire depuis plusieurs années, on constate que la part des exportations en pourcentage du PIB se redresse depuis 2010. En fait, en volume, on note une hausse sensible des exportations de biens depuis l'application du premier plan d'ajustement (2010) qui a provoqué une baisse nominale des salaires et donc du coût salarial. Ceci montre que l'élasticité des exportations aux coûts internes est très forte contrairement à ce qui est affirmé tant hors de Grèce que parfois même en Grèce.

En cas d'une sortie de l'Euro, une importante dévaluation serait très probablement en mesure de rétablir l'équilibre de la balance commerciale.

On voit bien alors que la situation de la Grèce est loin d'être sans issue. Au sein de l'Euro, si la Troïka acceptait de sacrifier les intérêts pendant une période de 5 années et se mettait d'accord sur un plan d'investissement, il est parfaitement concevable que la Grèce puisse récupérer de son déficit de compétitivité. Hors de l'Euro, si la Grèce se décide à répudier sa dette, et décide de financer son déficit par des avances de la Banque Centrale, elle ne devrait pas connaître de mouvements inflationnistes excessifs, et la dévaluation de la Drachme est à même de reconstituer la compétitivité externe du pays. Le choix est donc politique avant tout, mais la Grèce est loin d'être pieds et poings liés devant les autorités européennes.

B. Les problèmes de l'Espagne sont en apparence différents, mais ils sont encore plus significatifs pour la survie de la zone Euro.

La dette accumulée de l'Espagne est relativement faible aujourd'hui, même si elle s'accroît très rapidement. Mais le problème réside plutôt dans l'effondrement de l'économie réelle, qui s'était spécialisée dans l'immobilier et les services du fait de l'Euro et de la perte de compétitivité industrielle en résultant. Cet effondrement engendre un chômage très important (25% de la population active). Ce chômage pèse sur la solvabilité des ménages qui sont très lourdement endettés. La crise se manifeste sous la forme d'un non-remboursement des dettes privées, qui compromet la solvabilité du système bancaire. Au printemps 2012, le taux des crédits non-remboursés atteignait 8,2% de l'actif du système bancaire. Compte tenu de la spécialisation de certaines banques dans le crédit immobilier, ce taux atteint, pour ces banques des valeurs plus élevées, entre 12% et 15%. Ce problème est aggravé par la récession dans laquelle l'Espagne s'est engagée du fait des divers plans d'austérité.

Le pays doit donc faire face aujourd'hui à :

- Un problème de solvabilisation des ménages ou du système bancaire qui, dans l'immédiat, implique l'engagement par l'État de plus de 70 milliards d'Euros, mais qui pourrait atteindre, suivant les estimations faites par les banquiers espagnols eux-mêmes de 170 à 250 milliards d'Euros.
- Un problème de solvabilisation des gouvernements régionaux, dont les recettes ont été autoritairement réduites par Madrid, et qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés financiers (le mieux placé, la Catalogne, devant faire face à des taux d'intérêts de plus

de 9,5%). Au total, ce sont près de 25 milliards d'Euros que le gouvernement devra déboursier d'ici au début de juillet, sinon les autorités régionales seront dans l'incapacité d'honorer une partie de leurs factures (en particulier salariale) et la crise connaîtra une aggravation rapide.

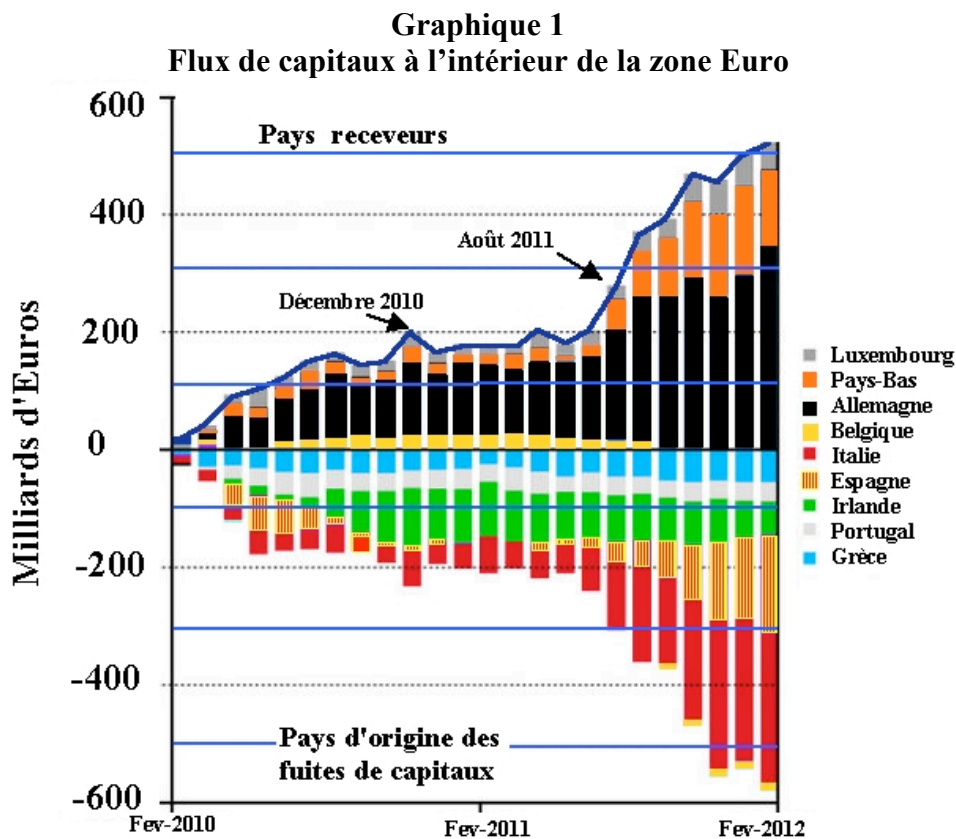
Il est donc clair que l'objectif, même corrigé, d'un déficit budgétaire de 6% du PIB pour l'année 2012 ne sera pas tenu. L'Espagne, soumise à des taux d'intérêts qui ne cessent de monter (6,3% à 10 ans et 4,1% à 2 ans), sera obligée à court terme de demander de l'aide au MES.

Les problèmes de la zone Euro à court terme sont donc d'une part le risque d'une sortie chaotique de la Grèce et de l'autre le risque de voir l'Espagne venir demander de l'aide au MES. Mais, ces problèmes ne sont que la partie émergée de l'iceberg.

II. L'imbrication des crises.

On constate que d'une part on assiste à une migration des comptes dans la zone Euro, l'argent quittant les pays considérés comme « à risque » et d'autre part un élargissement continu de la catégorie des pays dits « à risque ».

A . La fuite des capitaux massive de la Grèce, de l'Espagne, du Portugal et de l'Italie, que ce soit vers des pays considérés comme « surs » dans la zone Euro (essentiellement l'Allemagne, les Pays-bas et le Luxembourg) ou vers l'extérieur de la zone (la Suisse, les États-Unis et, de plus en plus, les pays asiatiques) s'est accélérée.



Depuis le 1^{er} août 2011, ce ne sont pas moins 155 milliards d'Euros (sur un total de 300 milliards) qui ont quitté l'Espagne pour aller vers les pays « surs » de la zone Euro, dont 65 milliards rien que pour le mois de mars 2012. Les chiffres globaux sont impressionnants ¹:

- Espagne : + 300 milliards d'euros
- Italie : +275 milliards d'euros
- Grèce : (+/-) 100 milliards d'euros
- Irlande (+/-) 100 milliards
- Portugal : 70 milliards d'euros
- Belgique 34 milliards d'euros
- France : 32 milliards d'euros

Cette fuite des capitaux nous indique la mesure de la défiance des investisseurs. Il est frappant de constater que, désormais, ce sont l'Espagne et l'Italie qui sont les pays les plus touchés par ce processus. Si l'on regarde maintenant la fuite des capitaux hors de la zone Euro, nous avons aussi la mesure de la défiance vis-à-vis de l'Euro.

Si l'on ne tient compte que des mouvements à l'intérieur de la zone Euro (graphique 1), on peut faire trois constatations :

- (1) Le mouvement, qui a commencé au début de 2010, a connu un premier pic à la fin de 2010, s'est calmé par la suite, pour reprendre de manière continue et explosive depuis août 2011.
- (2) Concentré au départ sur la Grèce, le Portugal et l'Irlande, il a vu la part de l'Espagne et de l'Italie se développer de manière spectaculaire depuis août 2011.
- (3) Si les flux se sont toujours dirigés sur l'Allemagne, en proportion de la taille de cette économie, sa part comme « receveur » de ces flux tend à diminuer au profit des Pays-Bas, pays dont l'orthodoxie monétaire semble plus rassurer les investisseurs, mais aussi pays plus ouvert et d'où on peut bien mieux – le cas échéant – faire glisser ses capitaux vers des paradis fiscaux... par ailleurs, la Belgique, longtemps considérée comme un pays « sur » est entrée depuis quelques semaines (début avril) dans la catégorie des pays à risques.

Ce processus est porteur de la fin de l'Euro, car il traduit la conscience de plus en plus grande des acteurs du risque d'autonomie de la politique monétaire nationale, risque qui ne peut provenir que de la fin de la zone euro.

B. Deuxième phénomène, l'élargissement constant du périmètre des pays dits « à risque ».

Dans une première phase, ce sont des pays connaissant des situations critiques (Grèce, Irlande et Portugal) qui ont été désignés comme « à risque ». Dans ces pays, les problèmes venaient soit de l'endettement public (Grèce), soit d'une crise majeure du système bancaire (Irlande) soit d'un problème de compétitivité externe (Portugal). Il s'agissait de pays considérés comme « périphériques », et dont le poids dans le PIB de la zone Euro pouvait être considéré comme marginal.

Depuis 2011, on a vu ces pays rejoints par trois autres :

¹ Il s'agit des chiffres disponibles à la BRI à la fin avril 2012.

- l'Espagne, en raison de la violence de sa crise économique interne et de l'effondrement de son système bancaire.
- L'Italie, en raison de l'accumulation de la dette (124% du PIB) et de la très faible croissance que connaît ce pays depuis des années, ce qui met en doute sa capacité à rembourser sa dette.
- La Belgique, pour des raisons relativement similaires à l'Italie.

Le système élaboré par la zone Euro pour se prémunir contre la contagion de la Grèce ou de l'Irlande et du Portugal, le FESF rebaptisé MES, s'il est à même de traiter ces trois pays sera immanquablement saturé dans le cas d'une demande de l'Espagne et/ou de l'Italie.

Or la contagion est déjà à l'œuvre. La crise ne peut plus être limitée aux pays dits « périphériques ». On le voit avec l'Espagne, et il ne fait guère de doute que ce pays entraînera avec lui l'Italie et la Belgique. Le mécanisme de contagion se déroulera donc implacablement tant que la zone Euro ne sera pas sortie des marchés financiers pour se financer (refinancement direct par la BCE) ou tant qu'elle n'aura pas éclaté

C. L'imbrication de la crise de liquidité et de la crise de solvabilité.

Les pays de la zone Euro souffrent de deux crises, qui ne doivent pas être confondues mais dont les effets s'additionnent, une crise de liquidité et une crise de solvabilité.

- (i) La crise de liquidité signifie l'impossibilité pour un pays de trouver des financements sur les marchés à des taux raisonnables. C'est le cas de la Grèce (qui devrait payer des taux de 30% si elle empruntait sur les marchés) mais aussi du Portugal et de l'Irlande. C'est cette crise qui menace l'Espagne et l'Italie (graphique 2).

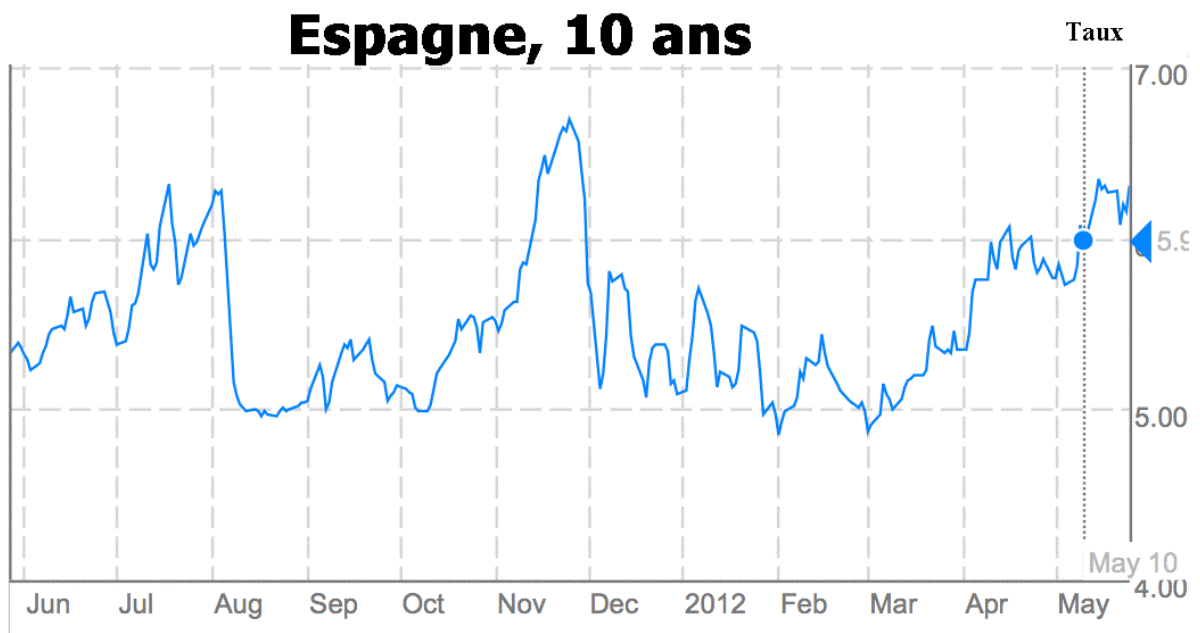
Un premier accès de fièvre à la fin de l'année 2011 avait été calmé par des prêts à 3ans de la BCE aux banques privées, qui leurs avaient permis de se porter acquéreur de titres publics tant espagnols qu'italiens. Ces LTRO avaient porté sur plus de 1000 milliards d'Euros. On peut constater sur le graphique 2 qu'ils ont permis une détente des taux d'intérêts de la fin décembre 2011 au début du mois de mars 2012. Cependant, dès le début du mois de mars, on a pu assister à une lente remontée des taux d'intérêts, signe indubitable de l'épuisement de l'effet des LTRO de la BCE.

Compte tenu de la situation particulièrement grave en Espagne, les taux à 10 ans sont repassés au-dessus de la barre de 6% dès le début du mois de mai 2012. Historiquement, c'est la limite à partir de laquelle un pays appelle à l'aide. Dans le cas de l'Espagne, ceci sera le cas en raison non seulement du niveau des taux mais aussi des besoins de refinancement auxquels ce pays devra faire face dans les prochaines semaines du fait tant de sa crise bancaire que de celle de ses principales régions.

Dans le cas italien, le montant de la dette accumulé rend le pays encore plus sensible à une hausse des taux d'intérêts. Alors que ce pays ne connaît pas de crise aussi grave que l'Espagne, on peut voir cependant que le taux de ses titres à dix ans est largement corrélé avec celui des titres espagnols.

La crise de liquidité continue donc de se poser pour ces deux pays. Toutes les solutions que l'on peut y apporter ne seront que passagères et provisoires (comme dans le cas des LTRO) tant que la crise de solvabilité, qui est en réalité bien plus fondamentale ne sera pas résolue.

Graphique 2



Source : Bloomberg Market.

- (ii) La crise de solvabilité renvoie à la capacité d'un pays de rembourser une partie de sa dette et dépend donc de sa compétitivité.

De ce point de vue, la situation est bien plus tragique en Grèce et en Espagne, qu'en Italie ou en Irlande. Le rétablissement de la compétitivité, et par là de la croissance, dans ces économies est extrêmement problématique. Dans le cas de l'Italie, les problèmes de compétitivité sont moins graves et pourraient être résolus rapidement soit par une dévaluation interne soit par une dévaluation externe. Mais, la dévaluation interne que tente le gouvernement Monti se heurte à des effets pervers importants. Ceci risque de déstabiliser dans les semaines à venir l'Italie, menacée par une hausse de ses taux d'intérêts. Si, dans quelques semaines voire quelques mois, les taux d'intérêts italiens passaient la barre des 6%, compte

tenu de l'immensité de la dette accumulé, le pays entrerait dans le cercle vicieux où les intérêts produisent un importants déficits budgétaires, qui suscite de la part du gouvernement des politiques brutales d'austérité, qui provoquent une contraction de l'économie et accroissent en réalité le déficit.

III. Qui croit encore dans l'Euro ?

Dans ces circonstances particulièrement préoccupantes pour la survie de l'Euro, il faut se pose la question de savoir qui croit encore dans l'Euro.

Lors de sa création en 1999, l'Euro a assumé le rôle de brillant second éclipsant les autres monnaies de réserves au profit du duopole qu'il exerçait avec le Dollar des Etats-Unis. La part du Dollar dans les réserves internationales qui n'était que de 59% en 1995 monte d'ailleurs dans les années qui voient l'Euro se mettre petit à petit en place, au point d'atteindre les 71% lors de l'introduction de l'Euro.

Par la suite, on assiste à une hausse régulière de l'Euro, mais qui n'érode que partiellement la position du Dollar. Ce dernier reste toujours à une position plus élevée que celle qui était la sienne en 1995. Il apparaît donc que la croissance de l'Euro s'est faite moins *contre* le Dollar que contre les autres monnaies de réserves.

Tableau 4

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
USD	71.0%	70.5%	70.7%	66.5%	65.8%	66.0%	66.4%	65.7%	64.1%	64.1%	62.1%	61.8%	62.1%
Euro	17.9%	18.8%	19.8%	24.2%	25.3%	24.9%	24.3%	25.2%	26.3%	26.4%	27.6%	26.0%	25.0%
Livre	2.9%	2.8%	2.7%	2.9%	2.6%	3.2%	3.6%	4.2%	4.7%	4.0%	4.3%	3.9%	3.9%
Yen	6.4%	6.3%	5.2%	4.5%	4.1%	3.8%	3.7%	3.2%	2.9%	3.1%	2.9%	3.7%	3.7%
FS	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Autres	1.6%	1.4%	1.2%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.5%	1.8%	2.2%	3.1%	4.4%	5.1%

Sources: 1995-1999, 2006-2011 IMF: *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, Washington DC.

Sources: 1999-2005 ECB: *The Accumulation of Foreign Reserves*, Francfort.

Depuis 2010 le mouvement s'est inversé. Non seulement la part de l'Euro se réduit au niveau international, mais la part des autres devises elle augmente, alors que celle du Dollar reste stable. Le Dollar ne profite pas de la chute de l'Euro (de 27,6% à 25%), mais ceci semble profiter aux « autres » devises (Dollar canadien et Dollar australien entres autres) et marginalement au Yen.

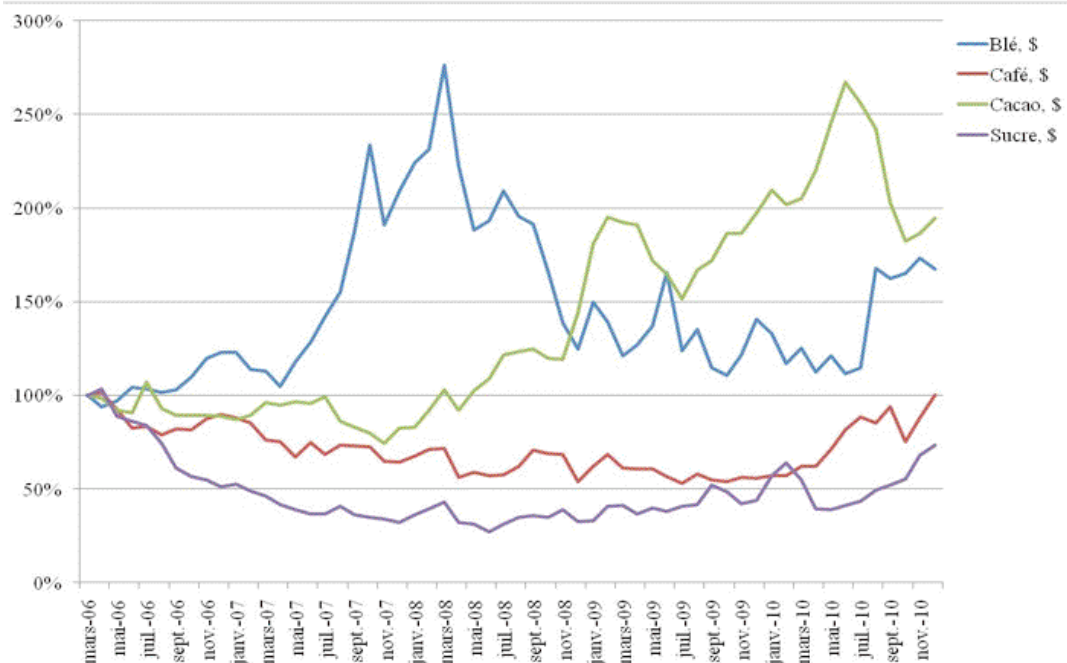
La crise de l'Euro est aussi celle (pour des raisons différentes) du Dollar et ce que l'on observe est plus l'implosion d'un système de monnaies de réserves « occidentales » que la lutte de l'une contre l'autre.

La dynamique très spéculative des prix des matières premières², qu'il s'agisse des matières premières agricoles ou du pétrole, ou encore la multiplication des achats par des fonds souverains de terres agricoles, montre que c'est bien une crise *générale* du système monétaire

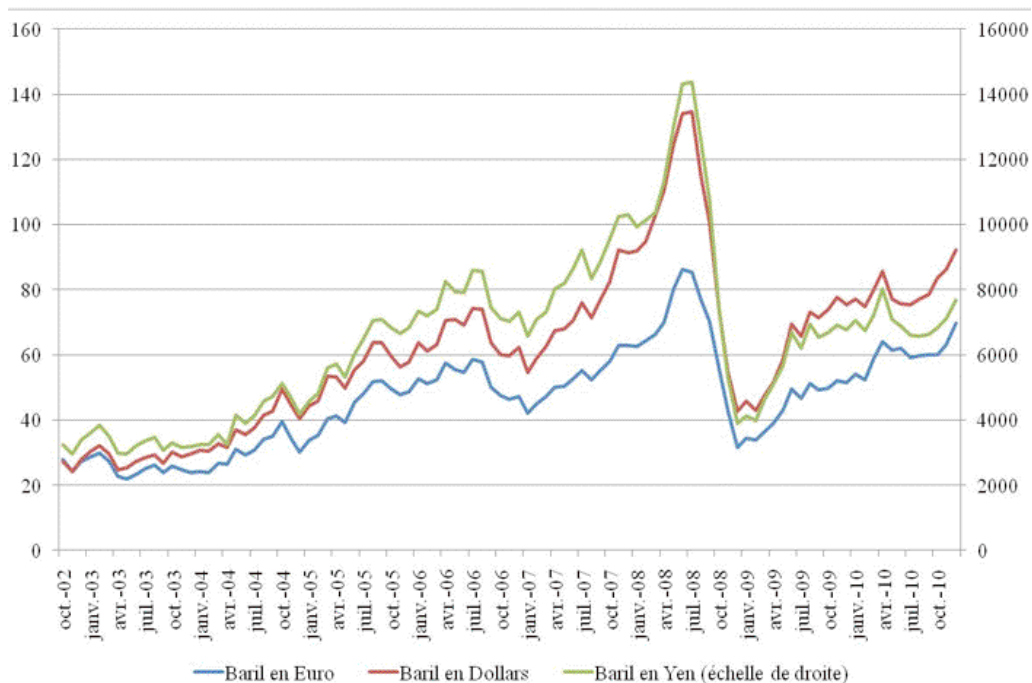
² Voir l'intervention de Mlle Tatiana Spéranskaia au Séminaire Franco-Russe de Oufa, janvier 2011.

international à laquelle on assiste, avec le report des liquidités sur des instruments de réserve de valeur autres que les monnaies.

Evolution des prix des matières premières agricoles en \$ (indice 100: mars 2006)



Prix du baril de pétrole en Euro, Dollar, Yen



Source : T. Speranskaia, *Влияние мирового финансового кризиса на динамику сырьевых рынков*, Oufa, Janvier 2011, CEMI-EHESS.

Ceci indique que la possibilité de repenser un système monétaire international, qui pourrait être en partie fondé sur des matières premières, est aujourd'hui une réalité.

IV. Conclusion :

Le processus d'éclatement de l'euro est désormais ouvertement en cours, même s'il est impossible de déterminer à l'heure actuelle- s'il s'étendra sur quelques semaines ou sur plusieurs mois.

Il convient d'en prendre acte.

Trois priorités devraient s'imposer aux responsables politiques :

1. Faire en sorte que cet éclatement soit le moins traumatique possible et, si possible éviter une longue période de dislocation de la zone Euro.
2. Prévoir dès aujourd'hui les mécanismes et institutions qui permettront de faire survivre le principe de coordination monétaire entre pays de la zone Euro, et en particulier de s'assurer que les dévaluations nécessaires seront négociées entre pays.
3. Préparer une réforme du système monétaire international tenant compte des leçons de l'échec de l'Euro et reprenant l'idée d'une monnaie internationale commune.