

Test de résistance pour l'euro

Les pays tentés d'abandonner la monnaie européenne font face à des obstacles considérables

Barry Eichengreen

SI LA CRISE actuelle du crédit est le choc le plus grave subi par l'économie mondiale depuis 80 ans, elle est sans doute aussi le pire problème qu'ait connu la zone euro dans sa première décennie d'existence. Cette crise est précisément le type de « choc asymétrique » annoncé par les eurosceptiques de la première heure et mis en lumière par la théorie des zones monétaires optimales.

La chute des prix de l'immobilier a été générale au sein de la zone euro mais plus marquée dans certains pays (graphique 1). Si la crise s'est traduite pour l'ensemble des banques par des pertes élevées, souvent justement liées aux investissements immobiliers, tous les pays n'ont pas été touchés de la même manière. La hausse du chômage aussi a été assez inégale. Les tensions déflationnistes varient donc selon les pays. Les finances publiques ont été plus obérées dans certains pays que dans d'autres, comme en témoigne l'augmentation des marges sur les obligations souveraines et les contrats sur risque de défaut qui y sont associés (graphique 2).

En pareilles circonstances, plus d'un pays préférerait probablement choisir sa propre riposte monétaire, mais ceux de la zone euro sont, en tant que membres d'une union monétaire, astreints à mener une seule et même politique. Ce dilemme a réactivé le débat qui avait eu lieu avant 1999 sur l'opportunité d'une union monétaire européenne. Il a également suscité maints commentaires et spéculations sur l'abandon éventuel de l'euro par certains pays. Le présent article évalue les conséquences qu'aurait une telle décision et, malgré les risques, les coûts et les complications qu'elle engendrerait, ne la juge pas inconcevable.

La tentation est réelle

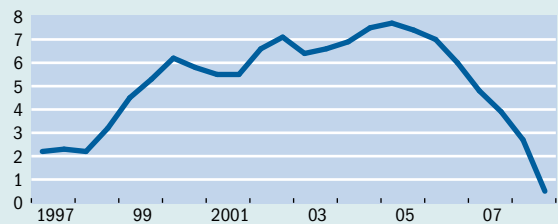
Depuis avril 2008, le marché de prédictions en ligne Intrade propose un contrat qui revient à parier sur le fait qu'un des pays de la zone euro annoncera son intention d'abandonner la monnaie unique d'ici au 31 décembre 2010. À la mi-avril, la

Graphique 1

Quartiers « défavorisés »

Les prix du logement ont chuté dans toute la zone euro, mais certains pays ont été plus touchés que d'autres.

(prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro; variation en %)



Source : calculs de la Banque centrale européenne à partir de données nationales semestrielles.

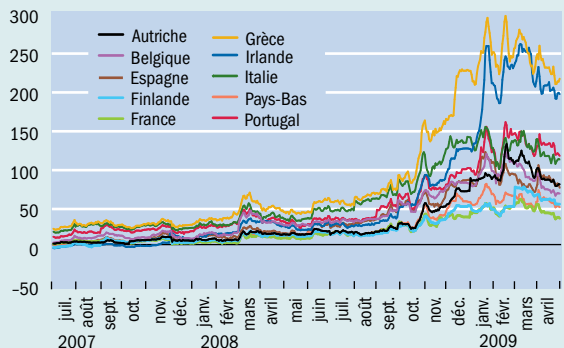
Note : prix global de l'immobilier résidentiel dans la zone euro calculé à partir de séries nationales couvrant plus de 90 % du PIB de la zone sur toute la période.

Graphique 2

Points névralgiques

L'augmentation des marges sur les obligations souveraines de certains pays de la zone euro reflète une pression accrue sur leurs finances publiques.

(marges souveraines, en points de base)



Sources : Datastream; calculs des services du FMI.

Note : marges calculées sur les obligations à 10 ans, avec l'Allemagne comme référence.

cote de ce contrat correspondait à une probabilité de 20 %, sur un marché, il est vrai, assez peu actif (graphique 3).

La tentation existe, indéniablement. Dans les pays où la demande est actuellement la plus faible, les autorités n'ont aucun mal à imaginer comment elles pourraient, si la monnaie nationale avait encore cours, la laisser se déprécier ou même provoquer une dépréciation pour encourager les exportations. Ceux qui s'inquiètent le plus des échecs des adjudications de titres publics peuvent imaginer comment, s'il y avait encore une banque centrale nationale autonome, cette dernière pourrait se porter acquéreuse des titres souverains en dernier ressort.

Néanmoins, il existe un contre-argument pour chaque argument qui justifierait la réintroduction de la monnaie nationale. Alors que les gains de compétitivité pouvant être escomptés d'une dépréciation seront provisoires, de nombreux coûts, tant politiques qu'économiques, seront définitifs. Une dépréciation aurait notamment pour effet d'aviver les tensions au sein de l'Union européenne. Les partenaires du pays qui s'engagerait sur cette voie estimeraient, non sans raison, qu'il exporterait non seulement ses produits, mais aussi ses problèmes. Pour ceux qui voudraient des preuves de ce danger, il suffit d'observer la réaction des autres pays de l'UE au décrochage de la livre sterling face à l'euro. Plus généralement, la crise actuelle, comme toutes les autres, a accentué les pressions incitant les gouvernements à aider les producteurs nationaux en difficulté par des prêts concessionnels et autres subventions. De ce point de vue, la crise menace la réalisation-phare de l'Europe, à savoir un véritable marché unique où les producteurs des différents pays membres se concurrencent à armes égales. Une multiplication des accusations de manipulation monétaire et de dévaluation compétitive mettrait l'existence de ce marché en péril.

Obligations nées du Traité

En outre, un pays qui abandonnerait l'euro unilatéralement pour «voler» un avantage concurrentiel compromettrait son statut de membre en règle de l'UE. Il ne serait pas le bienvenu à la table de négociation des politiques communautaires. Le Traité de Lisbonne, qui, certes, doit encore être ratifié, contient

une clause prévoyant la possibilité d'une sortie de l'UE. En revanche, rien sur une éventuelle sortie de la zone euro. Pour abandonner l'euro, un pays devrait donc également quitter l'UE avec, à la clé, l'annulation de toutes les obligations que le Traité lui impose vis-à-vis des autres États membres. Rien ne s'y oppose en principe, mais les Européens sont si attachés à leur union qu'une telle décision ne risque pas d'être prise à la légère.

Qui plus est, il n'est pas sûr que le retour à une monnaie nationale faciliterait la gestion des finances publiques pour un pays de la zone euro. Hallerberg et Wolff (2006) montrent que les marges sur les obligations souveraines (obligations d'État à 10 ans, avec l'Allemagne comme référence) augmentent plus vite avec le déficit budgétaire et le ratio dette publique/PIB dans les pays non membres de la zone euro. Eichengreen (2007) note la même sensibilité plus grande à l'extérieur de la zone euro en ce qui concerne les notes de la dette souveraine. Bien sûr, les investisseurs et les agences de notation qui les aident à

«Les principaux cas de pays sortis d'une union monétaire concernent des économies relativement fermées aux flux commerciaux et financiers.»

prendre leurs décisions sont rassurés par le fait que la conduite de la politique budgétaire des membres de la zone euro fait l'objet d'une surveillance mutuelle, que le Pacte de stabilité et de croissance prévoit des sanctions et que la Banque centrale européenne (BCE), contrairement à la majorité des banques centrales nationales, obéit à une règle de non-renflouement lui interdisant d'acheter directement des obligations d'État.

En conséquence, même si les dettes et les déficits augmentent à court terme, les investisseurs sont fondés à penser que la tendance ne sera pas autorisée à durer. Les marges sont donc moins susceptibles de monter en flèche. Même en admettant que la réintroduction de la monnaie nationale et la séparation de la banque centrale nationale de l'Eurosystème des banques centrales et de la BCE puissent aider le gouvernement d'un pays en crise à financer son déficit à court terme, cela se fera au prix d'un financement plus coûteux sur le marché.

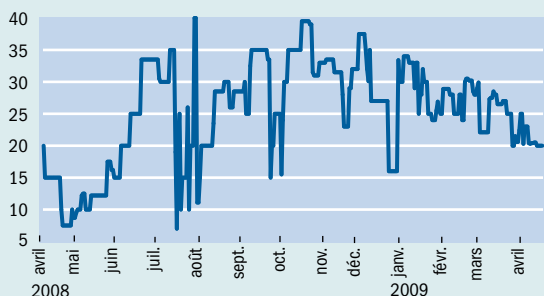
Il est difficile de dire si, dans les calculs des responsables de la politique économique, la première considération (flexibilité accrue à court terme) primera la seconde (coûts accrus à long terme). À en croire certains commentaires récents, un pays de la zone euro lourdement endetté qui ne parviendrait plus à honorer sa dette en raison de la crise sortirait de la zone euro pour pouvoir faire marcher sa planche à billets. Néanmoins, dans la mesure où l'objectif n'est pas uniquement de financer les dépenses immédiates mais aussi de normaliser les relations financières et de rétablir la qualité de la signature, une telle conclusion ne s'impose pas. En l'occurrence, un abandon de l'euro ne ferait qu'aggraver les problèmes.

Graphique 3

Gardez la monnaie

Selon un marché de prédictions en ligne, il y a 20 % de chances pour qu'un pays de la zone euro abandonne la monnaie unique d'ici la fin 2010.

(prix du contrat, en points)



Source : www.intrade.com.

Et si, malgré tout, la tentation persistait, les obstacles techniques à une sortie de l'euro seraient quasiment insurmontables. Il serait simple pour un parlement ou un congrès de voter une loi autorisant l'État et d'autres employeurs à payer les salaires et les pensions en monnaie nationale, mais ce changement de libellé des salaires et autres revenus nécessiterait de relibeller les hypothèques et les dettes liées à l'utilisation de cartes de crédit par les résidents. Sinon, la dépréciation de la monnaie pénaliserait les ménages, et aboutirait à de graves difficultés financières et à des faillites.

Mais si les hypothèques et autres actifs bancaires étaient relibellés, il faudrait faire de même pour les dépôts bancaires et autres éléments des bilans bancaires pour éviter la déstabilisation du secteur financier. Les recettes publiques étant relibellées en monnaie nationale, ce ne serait pas seulement les salaires et les pensions du secteur public, mais également d'autres engagements, notamment la dette publique, qui devraient l'être aussi afin d'éviter tout effet de bilan susceptible d'affaiblir la situation financière de l'État.

Acte déclenchant un défaut de paiement

Techniquement, rien n'empêche un parlement national d'obliger les banques, les entreprises, les ménages et les administrations à relibeller leurs contrats en monnaie nationale. Les investisseurs nationaux sont soumis au droit national, que les autorités nationales compétentes peuvent modifier, mais les créances des investisseurs étrangers sont un autre problème. Le principe de «continuité des contrats» signifie que les étrangers continueraient à exiger des paiements en euros et feraient probablement valoir leur droit devant les tribunaux. Relibeller la dette publique de manière unilatérale équivaudrait techniquement à un acte déclenchant un défaut de paiement et quitter la zone euro ne permettrait donc pas d'éviter le défaut de paiement. Si l'État décidait quand même de relibeller ses dettes, son accès aux marchés de capitaux internationaux risquerait d'être limité pour une durée indéfinie. S'il y renonçait, la dépréciation de la monnaie nationale vis-à-vis de l'euro grèverait fortement le bilan du secteur public, car la valeur de la dette extérieure en monnaie nationale augmenterait.

Quoi qu'il en soit, dans une démocratie, cette décision devrait être débattue. Des débats parlementaires seraient nécessaires. Les opérateurs du marché sauraient que la réintroduction de la monnaie nationale est envisagée pour permettre une dépréciation vis-à-vis de l'euro et auraient tout intérêt à agir : anticipant que les dépôts nationaux seront relibellés en monnaie locale, qui perdrait alors de la valeur face à l'euro, ils transféreraient leurs dépôts vers d'autres banques de la zone euro.

Un mouvement de panique à l'échelle du système bancaire s'ensuivrait certainement. Les investisseurs anticipant que leurs créances sur l'État seraient relibellées dans la monnaie nationale s'en sépareraient au profit de créances sur d'autres États, d'où une crise du marché obligataire. Si le facteur précipitant était un débat parlementaire sur l'abandon de l'euro, il serait peu probable que la BCE devienne prêteur en dernier ressort. Et si l'État concerné était déjà dans une situation budgétaire précaire, il ne pourrait pas emprunter pour renflouer les banques et racheter sa dette.

Comme je l'ai dit en d'autres circonstances, cette crise serait la mère de toutes les crises financières. Et quel gouvernement sensé, investi dans sa propre survie, serait disposé à courir un tel risque? Quels dirigeants responsables iraient seulement jusqu'à l'envisager?

Il n'est pas anodin que les principaux cas de pays sortis d'une union monétaire concernent des économies relativement fermées aux flux commerciaux et financiers, dont les systèmes bancaires et

«Un pays qui abandonnerait l'euro unilatéralement pour «voler» un avantage concurrentiel compromettrait son statut de membre en règle de l'UE.»

financiers étaient sous-développés ou extrêmement réglementés, de sorte que le risque de fuites de capitaux durant les débats et la phase préparatoire était limité. La rupture de l'union monétaire tchécoslovaque et la dissolution de la zone rouble l'illustrent bien. Parce qu'il y avait peu d'obstacles à la prospérité financière, que le contrôle des changes était maintenu et que l'ouverture de l'économie au reste du monde ne faisait que commencer, les débats ont pu avoir lieu sans déclencher de débâcle.

Plus généralement, les travaux de Nitsch (2004) portant sur un large échantillon montrent que le degré d'ouverture des économies est inversement proportionnel au risque de sortie d'une union monétaire. (Nitsch considère l'ouverture commerciale plutôt que financière, mais les deux dimensions sont corrélées. La surfacturation et la sous-facturation des échanges sont un des moyens évidents de dissimuler des flux de capitaux.) Il est clair que l'ouverture exceptionnelle des États membres de l'UE à toutes sortes de transactions commerciales et financières les place sans ambiguïté dans ce camp.

Serait-il donc inconcevable qu'un des membres quitte la zone euro? Si l'année écoulée nous a appris une chose, c'est que nombre d'événements économiques que nous avions jugés inconcevables ne le sont pas. Néanmoins, nous pouvons affirmer sans risque de nous tromper qu'une sortie de la zone euro est extrêmement improbable. ■

Barry Eichengreen est professeur d'économie et de sciences politiques (chaire George C. Pardee et Helen N. Pardee) à l'université de Californie, Berkeley.

Bibliographie :

Eichengreen, Barry, 2007, "The Break-Up of the Euro Area," NBER Working Paper 13393 (September).

Hallerberg, Mark, and Guntram B. Wolff, 2006, "Fiscal Institutions, Fiscal Policy and Sovereign Risk Premia," Discussion Paper 35/2006, Deutsche Bundesbank (Frankfurt).

Nitsch, Volker, 2004, "Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Currency Unions Fall Apart?" CESifo Working Paper 1113 (January).