

## Se serrer les coudes: le futur de la zone euro

Un résumé du rapport du département  
Atradius Economic Research

Janvier 2012



### Pourquoi les spéculations actuelles à propos de l'éclatement de la zone euro ?

Depuis la mi-2011, la crise au sein de la zone euro s'est renforcée. Malgré les diverses rencontres au sommet, les dirigeants européens ne sont pas parvenus à résoudre la crise ni à la contenir. Pour cette raison, le discours concernant la possibilité d'un éclatement de la zone euro commence à être pris au sérieux. Cette étude réalisée par Atradius investigate les stratégies envisageables pour la zone euro, et l'euro. Il établit également le cadre de la crise actuelle, en revenant brièvement sur l'histoire de la création de l'Union monétaire européenne et de l'euro en tant que monnaie commune aux Etats membres. Il brosse également un aperçu des événements qui ont conduit à la crise depuis la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

La création de la zone euro a induit une rapide augmentation des investissements et emprunts transfrontaliers. Cette activité transfrontalière a, de plus, été stimulée par la convergence des taux d'intérêt dans les Etats membres de la zone euro. L'accès à des solutions de financement bon marché a signifié des pics de croissance - tout particulièrement dans le secteur de la construction et du logement - et concouru à des augmentations de salaires dans certains Etats membres. Alors que leur croissance de productivité était relativement faible et que les salaires continuaient à augmenter, avec pour effet un amoindrissement de leur compétitivité, les gouvernements, entreprises et ménages de ces pays ont continué à s'endetter.

Les divergences de performances entre les pays de zone euro, et la croissance de leurs dettes, sont précisément à l'origine de la crise actuelle de la zone euro. L'incapacité des gouvernements à assurer pleinement le paiement de leur dette a conduit à la mise en place de plusieurs plans de sauvetage, notamment en Grèce, pour le dernier en date. En raison de l'intégration financière transfrontalière, les Etats membres plus stables (le cœur de l'Europe) subissent le contrecoup des problèmes rencontrés dans les pays moins stables (en périphérie), et la peur de la gangrène s'installe. Malgré les plans de sauvetage mis en place, perte de confiance et signes de récession imminente de la zone euro ont alimenté les spéculations quant à son éclatement.

## Quelle est la probabilité d'un tel éclatement ?

Selon Atradius, l'éclatement de la zone euro aurait des conséquences graves tant pour les pays qui quitteraient la zone euro que pour ceux qui y resteraient. Pour cette raison, elle tient l'éclatement pour très improbable. Pour illustrer ce propos, prenons l'exemple de l'Allemagne, qui incarne les Etats membres solides du cœur de l'Europe – ceux dont la trésorerie est saine, dont les finances publiques sont bien gérées et affichant un potentiel de croissance correct -, et celui de la Grèce, qui incarne l'État membre en périphérie ou le membre faible - celui dont la trésorerie laisse à désirer, dont les finances publiques sont moins bien gérées et dont les perspectives de croissance sont faibles.

L'argument est le suivant : si la Grèce, un Etat membre faible, quittait l'euro et réintroduisait la drachme, elle pourrait dévaluer sa monnaie et devenir plus concurrentielle. Simple ? Pas vraiment ! La zone euro est profondément ancrée sur le plan économique, financier et même légal (en raison des traités de Maastricht et de Lisbonne). Faire machine arrière reviendrait à s'aventurer en terre inconnue pour les décideurs politiques et, courir le risque de commettre des erreurs politiques. Une sortie 'disciplinée' de la zone euro est improbable dans la mesure où elle requerrait le secret total jusqu'au point de sortie. Par ailleurs, dès que les investisseurs auraient vent de cette possibilité de sortie, ils s'empresseraient de retirer leurs avoirs en Grèce, avec pour corollaire de réels problèmes de financement, et même un effondrement du système bancaire grec, et d'immenses répercussions, désastreuses, sur les entreprises et les ménages grecs.

De plus, nous savons que l'essentiel de la dette grecque est détenu par des parties étrangères et en euro. Une dévaluation de la "nouvelle" monnaie grecque accroîtrait la valeur relative de la dette et rendrait son remboursement impossible. D'un autre côté, si la dette extérieure devait être convertie en drachme, sa valeur serait réduite d'un coup. La Grèce serait immédiatement et réellement en défaut de paiement. Cela dit, les grands perdants seraient les détenteurs des actifs grecs que sont notamment les banques allemandes.

Une autre possibilité serait que, si la Grèce faisait mine de démissionner de la zone euro et dévaluait sa monnaie pour devenir plus compétitive, ses anciens partenaires de la zone euro érigeraient des barrières douanières – un mécanisme que l'Union européenne a jusqu'ici fermement combattu.

Un phénomène similaire, aussi invraisemblable puisse-t-il paraître, se produirait si un pays fort de la trempe de l'Allemagne décidait de sortir de l'euro. Dans ce cas, le « nouveau » Deutsche Mark serait réévalué, il s'ensuivrait une dévaluation de la monnaie grecque et d'autres monnaies, et la position concurrentielle de l'Allemagne serait mise à mal avec pour corollaire des pertes pour les détenteurs étrangers d'actifs allemands.

Au bout du compte, le coût d'une sortie de la zone euro, en admettant qu'elle soit possible, serait prohibitif. Selon les estimations d'UBS, pour un pays comme la Grèce, les coûts initiaux seraient compris entre 9 000 et 11 500 euros par habitant d'entrée de jeu, puis entre 3 000 à 4 000 euros par habitant au cours des trois années suivantes eu égard à

une puissante contraction du PIB, de l'ordre de -30 à -40 % sur ces trois ans. L'impact serait à tout le moins aussi dramatique pour une économie forte comme celle de l'Allemagne si elle quittait la zone euro.

Bref, le tableau d'un pays quittant la zone euro est apocalyptique : forte probabilité de faillites bancaires, contraction massive des investissements, réapparition des barrières douanières, tsunami de faillites et d'insolvabilité au niveau des entreprises.

## **Sachant cela, quelles sont les chances de voir la zone euro rester soudée et les implications de tout cela ?**

Vu la hauteur vertigineuse des coûts d'un éclatement, les dirigeants européens sont fortement incités à préserver l'Union. Résoudre un certain nombre de problèmes structurels et trouver une solution à la situation de crise actuelle s'avère, dans cette optique, indispensable. La zone euro devra relever trois grands défis structurels :

- Les intenable niveaux de dette souveraine dans les Etats membres plus faibles de la périphérie
- Les intenable déséquilibres des comptes courants au sein de la zone euro
- Les intenable différences de croissance de productivité au sein de la zone euro

Atradius est d'avis que la zone euro dispose des outils pour résoudre ces problèmes, mais que le processus politique va entraver la mise en œuvre des politiques réputées nécessaires par les économistes, et que la Banque centrale européenne (BCE) va finir par payer la note, en fournissant d'immenses liquidités aux banques pour préserver le système financier et sauver les gouvernements de la faillite. Le Fonds européen de Stabilité financière est susceptible de jouer son rôle et de servir de fonds de secours aux banques et aux gouvernements. Cependant, comme il est fort peu probable que ses moyens augmenteront, son aide ne sera que partielle.

Pour relever le second défi, les Etats membres plus faibles devront exporter davantage et importer moins. En d'autres termes, elles devront améliorer leur position concurrentielle sur la scène internationale par une réduction des salaires pour réduire les prix à l'exportation. Les pays plus forts devront également jouer leur rôle dans la stimulation de la demande intérieure et réduire leur excédent courant, mais il est fort probable que cela se produise à grande échelle. L'affaiblissement de l'euro face aux autres pays a également soutenu les exportations en dehors de la zone euro.

Le troisième défi, celui d'accroître la productivité, requiert une solution plus durable impliquant une réforme économique structurelle, des investissements dans la formation, la réduction de la corruption au sein des gouvernements et des entreprises, et une coupe sombre dans la bureaucratie afin de favoriser la création d'entreprises.

## **Notre conclusion**

Les coûts d'un éclatement de la zone euro sont matière à convaincre les dirigeants européens de préserver l'Union. Mais ces dirigeants seront incapables de fournir de sitôt la solution qui règlera la crise. Les progrès seront réalisés pas à pas, l'incertitude persistera et la croissance économique restera faible.

Tandis que la zone euro, considérée dans son ensemble, doit s'attendre à une légère récession en 2012, la croissance et la confiance des entreprises devraient reprendre lentement au cours du second semestre de l'année. La pression sur la

dette publique diminuera graduellement, mais le chômage restera un problème, en particulier dans les pays plus faibles. Les échanges internationaux vont croître, soutenus par la demande des marchés émergents en croissance rapide. Les conditions de financement resteront strictes et les niveaux d'insolvabilité élevés, mais des éclaircies progressives sont à entrevoir pour le climat économique.

John Lorié (Atradius Chief Economist), Marijn Kastelein, Niklas Nordman et Daan Willebrands.

Copyright Atradius N.V. 2012

#### Clause limitative de responsabilité Atradius 2012

Ce rapport est fourni uniquement à des fins d'information et n'est pas conçu comme recommandation visant des transactions particulières, des investissements ou autres stratégies quelconques à l'intention des lecteurs. Ces derniers doivent à cet égard prendre leurs propres décisions de manière indépendante, qu'elles soient de nature commerciale ou autre. Si nous avons veillé soigneusement à nous assurer que les informations contenues dans le présent rapport ont été obtenues de sources fiables, Atradius n'est toutefois pas responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ou des résultats obtenus par l'utilisation de ces informations. Tous les renseignements contenus dans le présent rapport sont donnés « tels quels », sans garantie quant à leur exhaustivité, leur précision, leur degré d'actualité ou les résultats obtenus à partir de leur utilisation, et sans garantie d'aucune sorte, expresse ou implicite. En aucun cas, Atradius, ses partenaires ou sociétés apparentées, agents ou employés, ne pourront être tenus responsables envers les lecteurs ou toute autre personne pour toute décision ou mesure prise sur la foi des informations contenues dans ce rapport, ou pour tous dommages indirects, particuliers ou similaires, même si ces personnes ont été avisées de l'éventualité de tels préjudices.