

L'Union économique et monétaire dans la tourmente

L'UEM connaît sa première grosse crise

L'Union économique et monétaire (UEM) a onze ans. L'euro, l'élément central du processus d'intégration européenne, peut se féliciter de sa première décennie de vie. Depuis qu'il a vu le jour, il s'est apprécié par rapport aux principales devises de la planète, tandis que l'inflation est restée faible dans toute la zone euro. On peut donc dire que la monnaie unique est un succès et qu'elle a réalisé les objectifs que s'étaient fixés ses promoteurs. Il a fallu que les marchés financiers perdent la tête à la fin de 2008 et que la Grèce tire la sonnette d'alarme sur sa dette publique en octobre dernier avant que l'UEM ne se mette à trembler pour la première fois de son histoire. Le différentiel de taux entre les emprunts d'Etat des pays du sud de l'Europe et les emprunts d'Etat allemands s'est fortement creusé (graphique 1: exemple des emprunts d'Etat à 10 ans). Au point que de nombreux observateurs remettent en cause l'existence de l'euro. Pourquoi un tel revirement?

La Grèce, où tout a commencé

A la mi-octobre 2009, le nouveau gouvernement issu des élections parlementaires du 4 octobre a révisé le déficit public 2010 du pays, le faisant passer de 6% à 12.7%. Les révisions sont certes fréquentes au sein de l'UEM, mais une correction d'une telle ampleur a représenté un choc pour les marchés financiers. Les primes de risque et donc le coût du refinancement de la dette en cours ont pris l'ascenseur. Face à la pression des autres pays membres de l'Union européenne, l'exécutif grec a présenté un premier programme d'économie en février déjà. En échange, l'UEM aurait dû mettre en place un filet de sécurité en faveur de la Grèce, pour le cas où le pays éprouverait des difficultés à accéder aux

marchés des capitaux. Le soutien promis étant resté lettre morte et le paquet de mesures incertain, les taux d'intérêt des emprunts d'Etat grecs ont bondi. Un ré-échelonnement imminent de la dette ne pouvait être exclu. Les taux d'intérêt exigés des autres pays réputés faibles en matière budgétaire ont suivi le mouvement, de sorte qu'on a commencé à craindre une propagation du virus grec. C'est alors que l'existence de l'euro a été sérieusement remise en cause et que la monnaie unique a commencé à chuter sur les marchés (graphique 2).

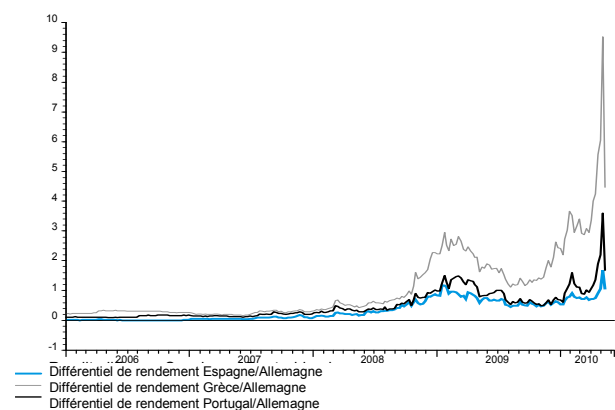
Un ouf de soulagement, mais combien de temps encore?

Il y a une quinzaine de jours, les décideurs européens et le Fonds monétaire international (FMI) se sont réunis dans l'urgence pour avaliser un plan de crise en vue d'apaiser les marchés financiers européens. Son contenu est le suivant:

- La commission européenne emprunte 60 milliards d'euros sur le marché financier, qu'elle tient à disposition des Etats membres les plus faibles économiquement.

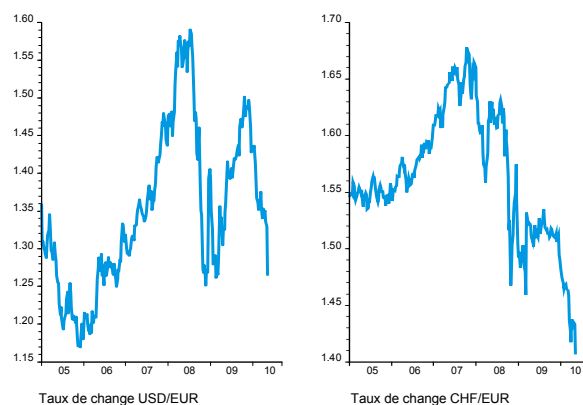
Les Etats membres de l'UEM mettent sur pied une structure ad hoc qui s'endette à concurrence de 440 milliards d'euros sur le marché financier, soutenue par tous les Etats membres en fonction de leur quote-part en capital auprès de la Banque centrale européenne (BCE). La somme récoltée est mise à disposition aussi des Etats membres fragiles. Ce volet devra être ratifié par les Etats membres; il faut donc s'attendre à de sérieuses résistances de la part des partis d'opposition nationaux.

G1: Différentiel de taux par rapport aux emprunts allemands



Source: Datastream

G2: Forte dépréciation de l'euro



Source: Datastream

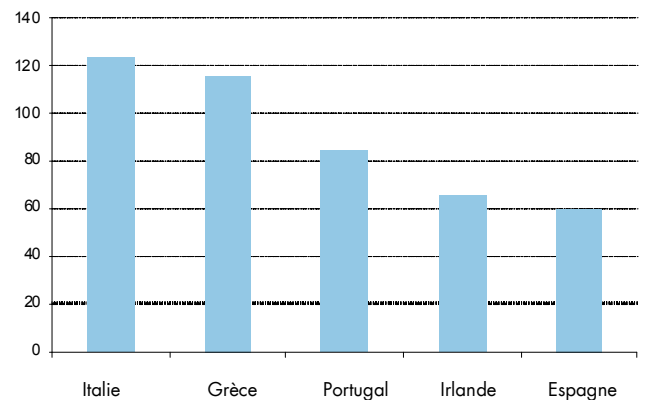
- Le FMI peut accorder des crédits à concurrence de 250 milliards d'euros.
- Les pays faibles financièrement s'engagent à prévoir d'autres actions pour consolider leur budget.
- La BCE achète des titres de créances, publics ou privés.

Le plan dans son ensemble totalise 750 milliards d'euros, soit plus de 60% de la dette en cours des trois pays du sud de l'Europe les plus touchés, à savoir la Grèce, le Portugal et l'Espagne. La Grèce obtient en sus 110 milliards d'euros de l'UEM et du FMI. Pour l'heure, ces pays et la monnaie unique peuvent respirer, mais le prix à payer est élevé. L'UEM prend des allures d'union au sein de laquelle s'opèrent des transferts financiers et les pays bien portants doivent s'attendre à une dégradation de leur solvabilité. En outre, comme la BCE fait ce que d'autres banques centrales ont fait avant elle pour venir en aide à leur gouvernement, autrement dit acheter des obligations d'Etat, l'euro devrait continuer à se replier.

Déséquilibres macroéconomiques

Pratiquement tous les Etats membres de l'UEM sont en mauvaise santé financière. La dette de l'Italie, la dette de la Grèce et la dette du Portugal sont particulièrement élevées si on les compare au produit intérieur brut de ces pays (graphique 3). Le taux d'endettement de l'Espagne ou de l'Irlande étant inférieur, leur déficit budgétaire se révèle nettement plus préoccupant; il faut donc s'attendre à un fort accroissement de leur dette publique au cours de ces prochaines années. En plus d'être confrontés à une situation financière difficile, les pays du sud de l'Europe doivent se battre contre des déficits courants en hausse. Pour leur part, des pays tels que l'Allemagne ou les Pays-Bas enregistrent un excédent courant, grâce auquel ils financent les déficits de leurs voisins. Si l'UEM n'existait pas, la Grèce, le Portugal et l'Espagne auraient dû dévaluer leur monnaie pour donner un coup de pouce à leur compétitivité et augmenter leurs revenus. Ne pouvant le faire aujourd'hui, la seule issue pour ces pays consiste en une «dévaluation interne» censée restaurer leur compétitivité. Elle suppose cependant un recul des salaires, des prix et des actifs sur leur marché domestique. Il en résulte une augmentation de l'épargne et un tassement de l'investissement, avec un risque de récession accrue. Des tensions sociales ne

G3: Dette publique en % du produit intérieur brut



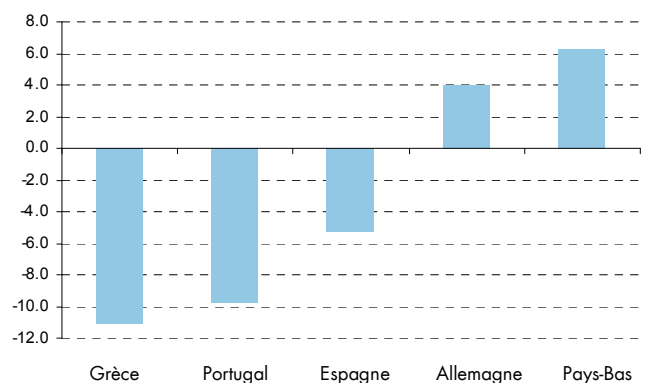
Source: OCDE

sont jamais exclues, comme le prouvent les manifestations en Grèce.

La survie de l'euro à un prix

Ces dernières semaines, il est apparu clairement que les marchés ne financeraient les déficits des pays du sud de l'Europe qu'à des taux très élevés ou qu'ils ne les financeraient pas du tout, comme dans le cas de la Grèce. L'UEM n'étant pas un Etat fédéral à l'image des Etats-Unis ou de la Suisse, le potentiel de redistribution entre les différentes parties reste limité. Il est peu probable que les Allemands ou les Hollandais consentent longtemps encore à couvrir, par leurs impôts, le déficit des autres Européens. Par conséquent, les déséquilibres patents au sein de la zone euro devront être réduits dans un futur proche, ne serait-ce que pour maintenir la monnaie unique en vie.

G4: Balance courante en % du produit intérieur brut



Source: OCDE

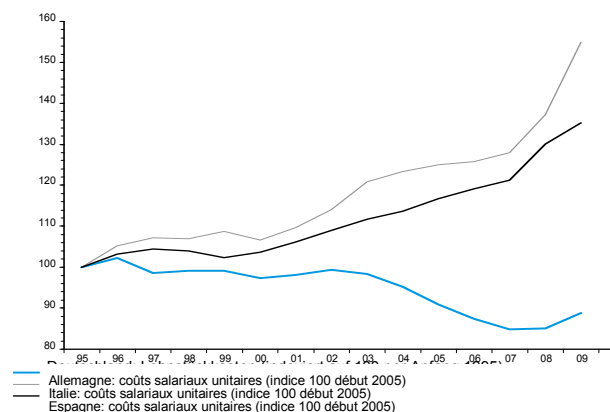
Anémie conjoncturelle au sud du continent

Les déficits courants des pays du sud de l'Europe s'expliquent par un fléchissement de leur compétitivité. En Grèce, en Espagne, au Portugal et en Italie, par exemple, les coûts salariaux unitaires dans l'industrie ont décollé ces dix dernières années (graphique 5). En d'autres termes, la croissance des salaires a été sensiblement supérieure à celle de la productivité du travail. Dans ces pays, la consommation était élevée. A l'inverse, les Allemands ont consenti des sacrifices sur les salaires au cours de la même période, avec pour conséquence un gain de compétitivité pour les entreprises d'outre-Rhin sur les marchés européens et internationaux. Par contre, la demande domestique était faible. Cette comparaison montre que des politiques économiques différentes génèrent des déséquilibres importants dans la zone euro. Il serait souhaitable que les pays excédentaires comme l'Allemagne renforcent leur demande et importent plus de biens et de services des pays déficitaires. Mais un changement de politique économique n'est pas à l'ordre du jour dans les pays excédentaires; il faut donc s'attendre à ce que la récession actuelle perdure dans le sud de l'Europe (graphique 6), avec les difficultés que cela suppose pour rétablir les finances publiques. Pour s'en sortir, il ne reste plus qu'un affaiblissement de l'euro.

Conséquences pour les investisseurs

A la suite du plan de sauvetage concocté par l'UEM et le FMI, la première se transforme peu à peu en une union au sein de laquelle s'opèrent des transferts, avec une banque centrale disposée à faciliter le financement

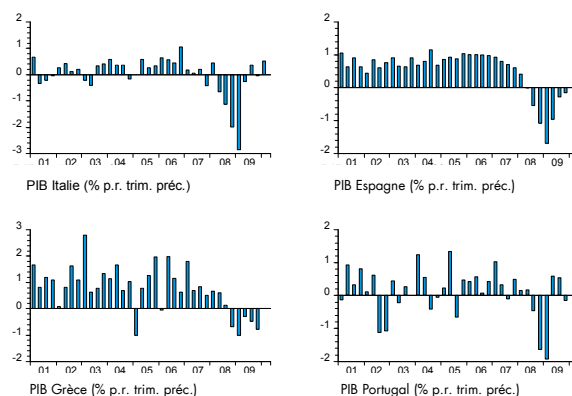
G5: Remontée des coûts salariaux unitaires dans le sud de l'Europe



Cette page n'est pas l'œuvre du département Research de la ZKB, mais de l'unité d'organisation Investment Solutions; elle n'est donc pas soumise aux Directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière.

CETTE PUBLICATION A ÉTÉ RÉDIGÉE PAR LE SERVICE RESEARCH DE LA BANQUE CANTONALE DE ZURICH.

G6: Faiblesse conjoncturelle au sud de l'Europe



Source: Datastream

de la dette des Etats membres. Pour cette raison, l'euro est taxé de devise faible par nombre d'investisseurs. Or, un euro faible permet de résoudre plus facilement les problèmes du sud de l'Europe; il est donc souhaitable d'un point de vue économique. Depuis janvier, nous recommandons de sous-pondérer nettement les emprunts dans la monnaie unique, d'autant plus que nous escomptons une dépréciation supplémentaire. Nous sommes d'avis par ailleurs qu'il faut vendre les emprunts d'Etat de la Grèce et du Portugal, qui pourraient être amenés à rééchelonner leur dette dans un avenir plus ou moins proche. Les autres Etats membres de l'UEM comme l'Espagne, l'Italie ou l'Irlande devraient être en mesure de maîtriser la situation. Leurs emprunts peuvent être conservés, mais en tenant compte des risques cumulés; il y a donc lieu d'éviter des achats supplémentaires, en dépit de juteux rendements.

Anastassios Frangulidis