



PLATINIUM

Flash Stratégie juin 2015



Jean Borjeix

Une solution politique pour sauver une monnaie « politique »?

Paris, le 29 juin 2015

La communauté européenne n'arrive pas à conclure un accord avec la Grèce alors que les discussions durent depuis plusieurs années. Ce n'est pas tout à fait étonnant si l'on considère que la survie de l'Euro est en cause et surtout que les responsabilités sont multiples et partagées. Le dérapage de la dette grecque n'est pas une surprise et si le manque de surveillance incombe à la communauté, l'irresponsabilité de la Grèce est aussi évidente. Aujourd'hui les problèmes de fond restent entiers et les solutions posent des questions de société, pas seulement des questions juridiques ou de technique financière. C'est pourquoi les dates butoir sautent les unes après les autres. De fait il n'y a probablement pas de date finale. La construction de l'espace monétaire européen est telle qu'aucune solution technique ne peut s'imposer. Seules des solutions politiques arrachées par les protagonistes concernés peuvent permettre à l'Euro de poursuivre sa route. Pour combien de temps ?



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

La monnaie unique est un animal bizarre.

Elle fut, en son temps, objet d'une négociation entre M. Helmut Kohl et le président français, François Mitterrand. Le premier souhaitait que l'ancien Ost Mark, monnaie de l'ex Allemagne de l'est, soit échangé contre des marks de l'ouest sur une base d'un Ostmark pour un DM. La parité d'un pour un avantageait clairement les nouveaux allemands venus de l'Est et impliquait une prise en charge de cet avantage par l'ensemble de l'Europe. En échange, l'Allemagne devait accepter la création d'une monnaie commune valable pour l'Europe, impliquant l'abandon du DM symbole national de la puissance allemande. Restait à faire voter le projet par chaque Etat de la Communauté Européenne. Plusieurs pays du Nord de la Communauté Européenne refusèrent, notamment la Grande-Bretagne, le Danemark et la Suède. A l'opposé, les pays du Sud acceptèrent sans hésiter la monnaie unique.

En fait, ce sont les pays du Sud qui ont posé les problèmes les plus aigus à la suite de la crise financière. Ce résultat est normal dans le cadre du mécanisme de fonctionnement « à l'unisson » des pays d'une zone

monétaire commune, sous l'égide d'une banque centrale commune gérant elle-même des taux d'intérêt communs à l'abri de « ratios de principe » définis à Maastricht, alors que ces différents pays ont des modes de gestion très éloignés les uns des autres. Lors de la crise de 2008, les pays concernés par le sauvetage de leur système financier ont essentiellement utilisé l'endettement, de sorte que le service de la dette accumulée à cette époque est devenu difficile à gérer. Bien évidemment, les pays dont l'équilibre financier était fragile au départ ont connu les problèmes les plus aigus.

En tête de ces pays à problème, la Grèce s'est même trouvée dans l'impossibilité de consolider sa position et aujourd'hui, la Grèce est dans l'incapacité de survivre sans émettre de nouveaux emprunts. Aucun schéma de retour à la normale n'est envisageable pour ce pays. La dette est trop importante et le service de la dette est trop élevé. Les capacités du pays à générer des excédents budgétaires primaires avant frais financiers sont insuffisantes.

Comme la Grèce, les autres pays du Sud sont aussi en grande difficulté mais, mais leur situation reste gérable.

Les 3 pays les plus souvent mis en cause depuis la crise financière sont l'Espagne le Portugal et l'Italie. Les deux premiers ont mis en place des plans de redressement très exigeants en matière de recrutement de fonctionnaires, de financement de retraites et de sécurité sociale et de hausse de TVA. L'Italie qui bénéficiait déjà d'un excédent primaire a pris des décisions plus tardives et moins contraignantes avec Matteo Renzi. Dans le même temps le ralentissement de la croissance a freiné nettement les effets positifs des plans de restructuration de sorte qu'aujourd'hui les déficits budgétaires restent la règle : 5.8% du PIB en Espagne, 4.5% au Portugal et 3% en Italie selon les dernières données. A titre de comparaison l'Irlande et la France qui bénéficient de taux de financement à 10 ans plus faibles, affichent un déficit de 4% du PIB. De ce point de vue l'Italie curieusement stigmatisée par les pays anglo-saxons, mériterait mieux. Sans compter une possible récupération des 40 % d'économie sou-

rière au déficit budgétaire on peut voir que l'Espagne et le Portugal en déficit de 985 millions et 2.25 milliards d'euros respectivement doivent faire appel au financement international. Ce n'est pas le cas du système italien en excédent de 3.8 milliards d'euros en avril comme tous les autres mois de l'année à des niveaux différents, ou de l'Irlande en excédent de 4.5 milliards. En revanche, c'est le cas de la France qui, à titre de comparaison, est régulièrement en déficit autour de 3 milliards d'euros par mois. Selon ces données il est clair qu'aucun des pays du « Sud », France comprise ne peut commencer à réduire sa dette d'autant que la faiblesse de la croissance ne peut compenser les insuffisances de ressources budgétaires. Leurs efforts ne sont donc pas terminés. Surtout, il sera difficile d'abandonner les créances de pays comme la Grèce en laissant les autres pays poursuivre des plans de redressement qui touchent durement les populations.

Un problème financier doublé d'un problème politique

La zone Euro peut-elle accepter des pays gérés par des gouvernements de gauche ?

Une fois n'est pas coutume, la réunion des ministres des finances d'il y a une dizaine de jours ne s'est pas terminée par un accord aussi vague soit-il, ni même par un satisfecit de bonne conduite ou de perspectives d'un prochain rendez-vous fructueux. Il s'est terminé par un clash entre les deux parties, accompagné de quelques invectives. De fait la Grèce n'admet pas d'être maintenue sous pression après avoir fait des efforts exceptionnels à son niveau. Du côté des pays membres de la zone euro, au-delà d'un problème financier, il s'agit plus d'un problème politique. Un pays de la zone euro peut-il adopter une politique économique qui sorte des principes de la gestion de l'Euro, définis à Maastricht sous la conduite de l'Allemagne ? Plus précisément, une politique de gauche basée sur les déficits ou la redistribution d'excédents hypothétiques est-elle compatible avec la gestion de l'euro ? Les deuxième et troisième pays

après l'Allemagne ont déjà répondu. La France a pris un virage économique à 180 degrés. Matteo Renzi en Italie a donné la même réponse. En revanche, en Espagne, le mouvement de gauche «Podemos» attend son heure. Il est clair que lors des prochaines élections sa campagne sera axée contre l'Euro. De fait le modèle de gestion de la zone euro ne se discute pas. Les succès de l'Allemagne des années 70, des années 80, et, plus récemment le virage pris par la « gauche » allemande de G. Schroeder le confirment : la gestion de l'Allemagne doit être un modèle pour l'euro.

En somme, selon ce schéma d'analyse, la Grèce ne peut pas rester dans la zone euro fût-elle prête à y rester sous la pression de sa population, qui apparemment, selon les sondages, pourrait en accepter les fortes contraintes.

L'Euro peut-il poursuivre sa route au-delà du séisme grec ?

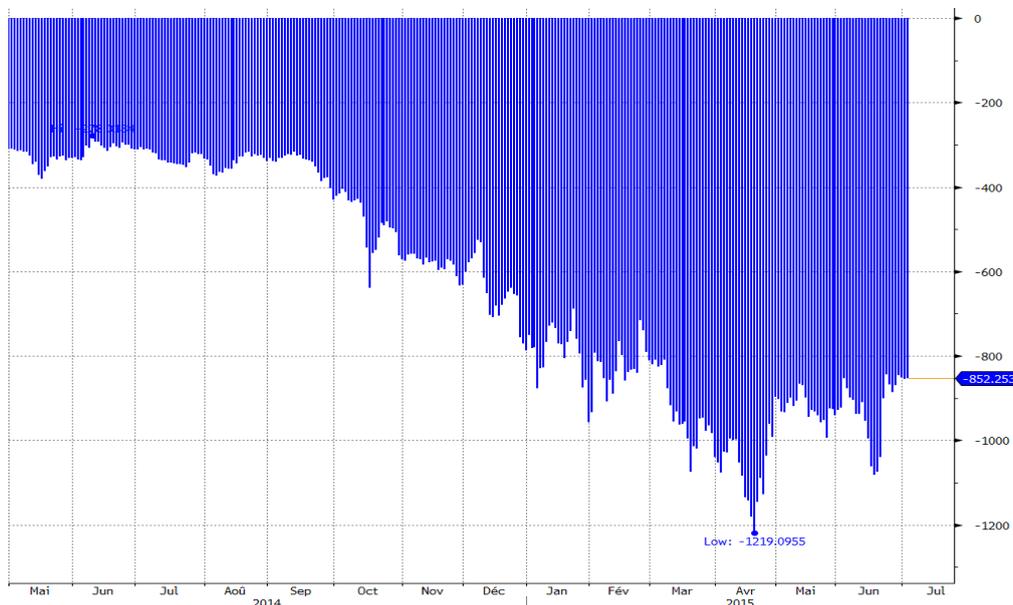
Les déséquilibres financiers de la zone euro peuvent-ils retrouver un niveau gérable ?

La Grèce connaît un début de « bank run ». Au cours de la période précédente le 18 juin, chaque jour a été l'occasion de sortie des banques grecques d'un milliard d'euros. A ce rythme les avoirs des banques seront vite asséchés, d'autant que quelque 80 milliards d'euros ont été retirés au cours des six premiers mois de l'année. Par ailleurs un risque systémique dans l'ensemble de la zone euro et au-delà peut toujours apparaître. Le jeu des assurances sur défaut de crédit (CDS) paraît être une solution. Théoriquement c'est un jeu à somme nulle qui protège l'ensemble du système. Or, il ne s'agit pas d'un jeu à somme nulle. On l'a vu avec l'affaire Lehmann. Les déclenchements de CDS peuvent se concentrer dans une zone fragile ou auprès d'institutions fragiles. Au demeurant le système des CDS semble ne plus fonctionner en Grèce comme le marché des taux à long terme qui ne bénéficie plus d'échanges réguliers.

Une solution peut être apportée par la BCE avec création de nouvelles liquidités. A condition de rester dans des normes de création monétaire acceptables à travers les liquidités d'urgence des ELA ou le QE.

Par ailleurs, la capacité de la BCE à créer de la monnaie pour sortir la Grèce de ses difficultés est liée à la valeur des collatéraux sur lesquels planent des doutes et à la santé des banques dont quelques-unes seraient déjà en faillite. Là encore la solution la plus économique passerait par une sortie de la Grèce du système Euro. Mais face aux risques d'une situation inconnue les recherches s'orientent plutôt vers une remise de dettes ou un allongement de la durée des remboursements (restructuration de dette). Toutefois, même dans ce cas, les autres pays concernés par la dette ne seront pas d'accord.

Graphe I : Evolution du spread entre les taux souverains à 10 ans italien et grec



Les autres pays de la Zone euro sont-ils vraiment menacés ?

Les autres pays de la zone euro ne sont pas menacés au titre de leur fonctionnement propre. Rappelons qu'avant la crise financière les dettes de ces pays étaient gérables même si elles étaient déjà, dans bien des cas, en dehors des critères de Maastricht. En revanche ils sont menacés dans un système devenu impraticable, qui demanderait aujourd'hui une refonte complète. Or celle-ci ne peut être mise en route que sur la durée. En attendant les solutions d'urgence purement monétaires peuvent permettre d'éviter le pire mais elles laisseront planer le risque des difficultés nouvelles et inattendues en permanence. On a vu récemment comment le risque de défaut grec pouvait influencer les taux des autres pays périphériques. Techniquement le règlement de la dette grecque est insoluble, ce qui était difficile-

ment admis au cours des premières années de la crise grecque. Les multiples réunions sur les possibilités de prendre en charge les difficultés grecques ont permis de maintenir le bon fonctionnement de l'euro. De nouveaux fonds de tiroirs européens pourraient être sortis à temps pour maintenir l'illusion d'une solution possible, notamment les soldes disponibles du FESF et les coupons reçus par la BCE sur les titres grecs et autres rachetés pour soutenir les conditions d'emprunt des pays du sud, au total une quinzaine de milliards. Mais le temps presse et les défauts de paiement se précisent. Le temps n'est plus aux expédients. Les pays périphériques sont fragilisés. Le risque est désormais permanent.

Conclusion: L'échec de l'Euro.

Les véritables solutions au problème grec devaient venir des politiques et pas seulement des techniciens. Malheureusement, une nouvelle difficulté est apparue à travers les deux philosophies antagonistes qui s'opposent de plus en plus durement : une « solution de gauche » qui consiste à faire un grand nombre de concessions aux grecs pour assurer leur survie et une « solution de droite » basée sur la rigueur, dans laquelle les comptes publics sont rééquilibrés en priorité. A cet égard rappelons qu'au moment de la succession de M. Trichet, le président de la Bundesbank, Axel Weber, avait démissionné de ses fonctions à la BCE, en raison du « laxisme » de cette dernière ! A la lumière de cet événement les positions sont, à priori, impos-

sibles à rapprocher. C'est ennuyeux pour un système basé sur la convergence des politiques. On peut faire illusion en organisant de multiples réunions et en distillant de petites phrases optimistes. Mais au fond rien n'est réglable. Surtout pas l'essentiel : le remboursement des dettes grecques. En quelques sortes l'Euro de Maastricht est mort. Vive l'Euro disent les marchés, toujours prêts à s'emballer sur la moindre décision, tout en se réjouissant des « faux semblants » des politiques. Mais désormais, on les voit mal continuer à se satisfaire d'un simple habillage flatteur de décisions incomplètes, alors que la situation est grave, sociétale et aux conséquences inconnues. La prime de risque devrait exploser.

Que retenir ?

- ▶ Le problème grec est devenu éminemment politique.
- ▶ Un nouveau prêt dans le cadre du FESF reste possible dans l'urgence mais ne paraît pas souhaitable.
- ▶ Le report éventuel des décisions essentielles ne veut pas dire qu'elles seront trouvées. L'histoire n'est pas terminée.

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.