

## CHRONIQUE

# Vers une implosion de la zone euro?

L'euroland reste régi par des règles de politique économique anachroniques, instituées à un moment où la plupart des pays se flattaient de ressembler à l'Allemagne.

JEAN-PIERRE PETIT\*

Les tensions récentes sur les spreads souverains des emprunts d'Etat au sein de la zone euro suscitent des interrogations sur une éventuelle et future implosion de la zone monétaire européenne. Le contexte apparaît en effet difficile; récession intense dans la zone, surévaluation de l'euro, déficits publics et extérieurs très importants de certains pays membres...

En fait, il s'agit pour une large part d'un «repricing» normal du risque. C'était la situation antérieure qui constituait en effet une anomalie.

Apparaissent aujourd'hui aux yeux des observateurs certains effets pervers de la monnaie unique, qui accentuent d'ailleurs le risque d'éclatement ultérieur de la zone: celui d'avoir excessivement protégé des pays des ajustements nécessaires, celui d'avoir désarmé l'esprit de réformes au lieu de le stimuler, celui d'avoir favorisé des bulles de dette et d'actifs (par la baisse généralisée des taux longs) qui ne constituent que des illusions nominales et se font au détriment de la croissance potentielle à long terme. A force de favoriser une croissance artificielle de la demande intérieure, les déficits extérieurs ont été massifs (Espa-

gne, Portugal, Grèce, Irlande, Italie...). Aucune sanction n'est possible par la voie du change. Alors celle-ci s'est reportée sur les marchés de taux. Le Pacte de Stabilité, qui ne s'appuie que sur la limite au besoin de financement public, avait négligé l'importance du besoin de financement de l'ensemble de l'économie. Certes la situation des finances publiques peut être particulièrement plus inquiétante dans certains pays connaissant des systèmes bancaires hypertrophiés (poids très élevés des passifs bancaires par rapport au PIB) comme en Irlande ou Autriche qui ferait «exploser» les déficits publics sans solution concertée à

l'échelle européenne (avec une intransigeance de la Commission, de l'Allemagne et de la BCE). Mais les tensions actuelles reflètent des déficiences de la zone allant bien au-delà de la gestion des finances publiques. Mais le point le plus important est le caractère bien incomplet de l'Union monétaire européenne. L'euro s'est révélé être à l'image de la «vision française» très défensive de la construction européenne: une zone de protection qui finit par se révéler illusoire dans le temps si l'on ne l'accompagne pas des ajustements indispensables à sa durabilité. Aucun mécanisme d'absorption des chocs (politique économique, fiscalité, mo-

bilité géographique des salaires...) n'a été engagé au niveau de la zone au cours de ces dix dernières années. Bien au contraire, de nombreux pays ont recouru ou recourent unilatéralement à l'arme fiscale ou sociale pour compenser l'arme monétaire et du taux de change qu'ils ont perdue. A cela s'ajoute l'échec de la BCE. Depuis près de dix ans, cette institution a révélé à la fois son manque de discernement face à l'analyse des chocs internationaux, son manque de réactivité face aux événements et de souplesse dans la conception de son mandat, sa phobie anti-inflationniste pas-

de responsabilité. La zone euro continue d'être régie par des règles de politique économique anachroniques, instituées à un moment (en 1989-91) où la plupart des pays européens se flattaient de pouvoir ressembler à l'Allemagne, pays dont le modèle de développement d'après-guerre s'était bâti sur le principe de stabilité des prix et qui semblait devoir assurer une prospérité sans faille à tous ceux qui l'adopteraient.

En fait, c'est une véritable coordination des politiques économiques qui était souhaitable dès le démarrage du processus.

C'est ici tout le problème de la mise en place d'une Union mo-

nétaire avant toute forme d'Union politique qui est posé. L'expérience semble plutôt valider une unification politique préalable à l'union monétaire, comme ce fut le cas en Allemagne ou aux États-Unis à l'inverse de l'union monétaire latine et de l'union monétaire scandinave qui, à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, réunissaient plusieurs États souverains et qui se révélèrent être un échec flagrant.

Au fond, la construction européenne, dynamisée depuis 20 ans par le marché unique et la monnaie unique, a surtout favorisé l'adaptation des grandes entreprises européennes aux standards mondiaux de la compétitivité. L'euro a activement participé à cet ajustement en faisant baisser les coûts de conversion et de transaction intra-européens (liés à l'existence de plusieurs monnaies) et en accélérant les restructurations. Mais le problème est que les bénéfices économiques, en termes d'investissement et d'emplois, n'ont pas été clairement retirés sur le territoire européen.

Aujourd'hui, sauf impulsion politique majeure, le thème de la décomposition future de la zone euro a hélas du sens.

\* Directeur de la recherche économique et de la stratégie d'investissement de Exane BNP-Paribas.

## Pour Trichet, les craintes sur la zone euro sont infondées

Le président de la Banque centrale européenne (BCE) Jean-Claude Trichet a jugé mercredi «infondées» les craintes d'un éclatement de l'euro et de l'Union monétaire en raison de la crise financière.

«Toutes les monnaies du monde sont sous pression face aux turbulences financières actuelles», a-t-il déclaré lors de son audition régulière devant la commission des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen.

«L'euro et la zone euro ont montré au contraire une capacité de résistance face à la crise», a ajouté le Français. La monnaie unique «a fonctionné comme une protection» pour les citoyens de la zone euro», a-t-il insisté. Les remarques concernant un éclatement de la zone euro «me paraissent infondées», a déclaré M. Trichet.

Mais il a aussi une nouvelle fois mis en garde contre un dérapage incontrôlé des finances publi-

ques dans le sillage des différents plans de relance économique mis en place par les pays de l'euro pour lutter contre la récession qui se propage. «La situation économique actuelle appelle à une prudence particulière en ce qui concerne l'adoption de vastes mesures budgétaires de relance» pour soutenir la conjoncture, a-t-il dit.

Les mesures de relance budgétaire, comme les baisses d'impôts, et l'augmentation de l'en-

dettement des Etats qu'elles impliquent, ne doivent «en aucun cas risquer de miner la confiance dans la viabilité des finances publiques, ce qui aurait pour conséquence de diminuer l'efficacité d'une relance budgétaire». La réputation budgétaire de certains Etats européens commence à pâler sur les marchés financiers. Deux pays, l'Espagne et la Grèce, ont vu leur notation dégradée par l'agence Standard and Poor's (lire également en page 15). - (afp)

## LA SEMAINE À EUREX

# Un deuxième choc alimenté par la peur d'être dilué plus que par les pertes réelles

Un équilibre doit être maintenu à tout prix entre les intérêts des actionnaires actuels et la nécessité de relancer la dynamique des prêts.

NICOLAS BARILE\*

Les nouvelles en provenance du secteur bancaire ne pouvaient, par définition, pas être favorables pour le dernier trimestre 2008. Il fallait s'attendre à une bonne et probablement dernière grosse salve d'amortissements.

La saison des publications de résultats a malheureusement commencé avec quelques-uns des plus mauvais élèves du secteur, à l'image de Royal Bank of Scotland. Son achat syndiqué de ABN Amro en 2007 devait se traduire par de fortes pertes, car même sans gros problèmes économiques, cette acquisition avait été grossièrement surpayée.

A cela s'ajoute que le calendrier a coïncidé avec la décision annoncée mais aussi apparemment précipitée pour le cas suisse de lever l'interdiction qui avait faite de vendre à découvert les titres financiers. Dès qu'une majorité d'intervenants ont fini, d'une manière ou d'une autre, par apprendre dans la matinée de lundi que l'on pouvait vendre à nouveau les titres de la finance suisse, les dégâts étaient immenses, alors même que la matinée avait bien commencé et ce malgré la connaissance du cas RBS.

### La méthode Gordon Brown tourne au désastre

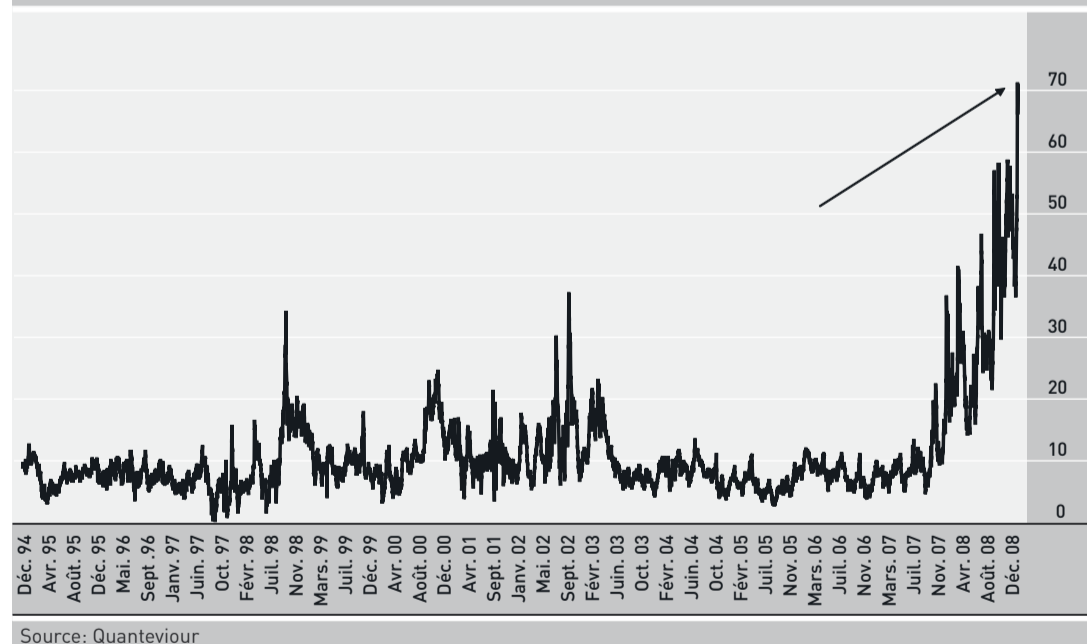
Tout cela ne suffisait pas, et compte tenu de la politique agressive menée par les autori-

tés britanniques en termes de politique économique et monétaire, la recapitalisation des instituts bancaires est menée de telle manière que les difficultés effectives du secteur bancaire sont soudainement exacerbées par la crainte d'une intervention trop massive de l'Etat. Nous estimons que la méthode Gordon Brown est en train de prendre une tournure désastreuse. En d'autres mots, afin d'obtenir le plus rapidement possible et pratiquement à tout prix un retour rapide du flux de crédit, certains gouvernements commencent à faire peur aux investisseurs pris de panique sur les perspectives de leur investissement dans tel ou tel institut.

Cette angoisse absolue s'est amplifiée aux USA avec le changement d'administration qui laisse planer un léger doute sur l'équilibre des mesures de recapitalisation du secteur bancaire. Un équilibre doit être maintenu à tout prix entre les intérêts des actionnaires actuels et la nécessité de relancer la dynamique des prêts. Il est tout à fait justifié de vouloir retrouver dans ce domaine un rapide retour à la normale, mais alors le bras armé de cet effort de relance économique que finissent par devenir les banques doit rester attractif à moyen terme pour les actionnaires actuels.

Dans le cas contraire, le risque est véritablement de voir échoir à l'état la tâche trop immense de s'occuper de crédit sur une base

### LE DIFFÉRENTIEL BANQUES - INDICE MET EN ÉVIDENCE UNE VOLATILITÉ IMPLICITE



industrielle alors que plus aucun investisseur ou entrepreneur privé n'aurait envie de continuer à le faire. C'est ce qui explique l'incroyable débâcle sur pratiquement tous les titres bancaires importants cotés à New York et à Londres, après 18 mois de baisse puissante, ces titres perdent en plus entre 30 et 70% de leur capitalisation en moins de 20 jours.

En Suisse, le traitement de cette problématique s'est fait de manière équilibrée entre les intérêts de l'économie et des instituts. Ainsi, les titres UBS et Crédit Suisse, bien que sous pression se maintiennent encore plu-

tôt bien en comparaison internationale. Néanmoins, ce retour des d'incertitudes financières s'est répandu sur toutes les valeurs financières, y compris les assurances qui sont pourtant bien moins concernées.

### Une «Bad Bank», ce qu'il fallait dès le début du plan Paulson

Au cours de ces derniers jours, et malgré un net retour à la normale sur de multiples paramètres de mesure de la santé du système financier et du marché du crédit, la crise de confiance sur l'avenir des capitaux privés investis dans le secteur bancaire a déclenché une nouvelle

flambée de la volatilité implicite sur les banques et les assurances.

Après avoir connu une crise de confiance fondamentale dans les perspectives industrielles du secteur bancaire, en octobre 2007 en particulier, nous voilà une fois encore dans un remake de crise financière. Les volatilités implicites sont explosives à plus de 110% sur de grands noms. Sur un plan historique, le spread de volatilité implicite, ou risque anticipé, a retrouvé un plus haut absolu.

Jamais nous n'avons dans aucune autre crise précédente pu enregistrer un retour répété à

un stade de stress aussi marqué en aussi peu de temps. Si les modèles de calcul et les options avaient existé dans les années 30, on aurait probablement eu des points de comparaisons très clairement plus élevés, puisque là les banques faisaient faillite par milliers. Mais ici, nous sommes simplement au maximum, alors que nous sommes loin de l'incertitude industrielle de l'après Lehman.

Les valeurs bancaires (les assurances aussi) s'échangent bien en dessous de la valeur de leurs fonds propres. On leur applique désormais une prime massive de dilution. Cette simple éventualité les a enfermées dans une quasi incapacité à se recapitaliser par elles-mêmes dans le marché.

Nous pensons qu'une fois que le plan Obama sera explicité et qu'une ligne claire d'utilisation des 350 milliards du TARP avec probablement la véritable mise en place d'une institution de défaillance (ou Bad Bank), chose promise au tout début, alors le système y aura gagné en visibilité, confiance et efficacité. Pour l'heure la peur règne en maître sur les marchés et tout le monde évite des valeurs financières qui autrement sont historiquement et visiblement un achat, pour autant qu'elles disposent d'un management et d'une stratégie solide.

\* QUANTEVIOUR, Lausanne [info@quantevior.ch]